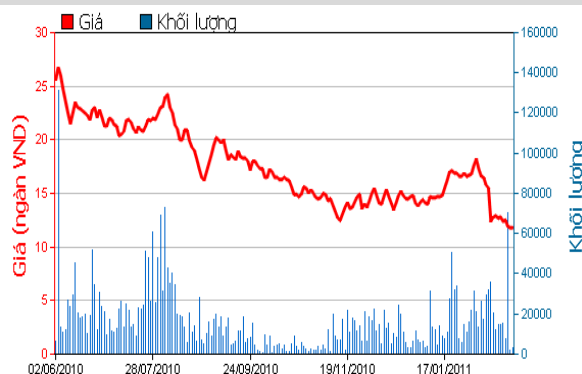


MCK: PXS (HSX)**CTCP KẾT CẤU KIM LOẠI VÀ LẮP MÁY DẦU KHÍ****MUA****DÀI HẠN****ĐỊNH GIÁ****18.927****Chuyên viên: Võ Hoàng Chương****Email: chuong.vh@vpsc.com.vn****ĐT: 08 6299 2006 – Ext 313****Chỉ tiêu cơ bản**

| | |
|--------------------------------|------------|
| Giá (ngày 09/03/11) (VND) | 11.900 |
| Giá cao nhất (52 tuần) (VND)* | 18.400 |
| Giá thấp nhất (52 tuần) (VND)* | 11.800 |
| Số CP đang lưu hành | 40.000.000 |
| KLGBQ/phần (10 phần gần nhất) | 153.507 |
| Vốn hóa thị trường (tỷ VND) | 476,0 |
| Trailing P/E (2010) (x) | 2,9 |
| Forward P/E (2011) (x) | 4,1 |
| P/BV (BV 31/12/10) (x) | 1,1 |

*: giá đã điều chỉnh phát hành thêm

Đồ thị giá 52 tuần

Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

| Đv: Tỷ đồng | 2009 | 2010 | 2011KH | 2011F |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| DT | 191,5 | 489,3 | 1238,4 | 1.277,1 |
| LNTT | 15,7 | 117,2 | - | 152,9 |
| LNST | 13,8 | 87,7 | 107,9 | 114,7 |
| VĐL | 50,0 | 200,0 | 500,0 | 500,0 |
| VCSH | 86,5 | 259,0 | - | 573,7 |
| TTS | 220,2 | 611,4 | - | 1.390,8 |
| ROA (%) | 6,3% | 14,4% | - | 8,2% |
| ROE (%) | 16,2% | 33,9% | - | 20,0% |
| EPS (VND) | 1.620 | 4.702 | - | 2.868 |
| GTSS (VND) | 10.024 | 12.949 | - | 12.074 |
| Cổ tức | - | 14% | 18% | 20% |

Nguồn: BCTC PXS và Rong Viet Securities ước tính

DẦU KHÍ

Trên cơ sở những giả định và ước tính thận trọng, người phân tích xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PXS tại thời điểm này xoay quanh mức 18.927 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 757,1 tỷ đồng), cao hơn gần 58,1% so với giá tham chiếu ngày 10/03/2011. Trong điều kiện thị trường hiện tại, đây là mức giá có thể mua vào đối với các nhà đầu tư dài hạn. PXS là công ty hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp chuyên ngành dầu khí và đang có sự tăng trưởng nhanh. EPS năm 2011 của PXS được dự báo sẽ vào khoảng 2.868 đồng/cp (tính trên SLCPH là 40.000.000), tương đương mức P/E forward 4,1 lần.

Lĩnh vực xây lắp mà PXS đang hoạt động có tiềm năng tăng trưởng cao.

Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam đang tích cực mở rộng hoạt động thăm dò, khai thác không chỉ ở thềm lục địa của Việt Nam mà còn ở các nước khác. Vì vậy, nhu cầu đối với các hoạt động xây lắp chuyên ngành dầu khí trong tương lai vẫn ở mức cao. Ngoài ra, các đối thủ cạnh tranh trực tiếp với PXS cũng đều là công ty con của PVN nên mức độ cạnh tranh thật sự không cao. Do đó, với kinh nghiệm và năng lực sản xuất đã được khẳng định, khả năng PXS có sự tăng trưởng mạnh trong thời gian tới là rất lớn.

PXS hiện có nhiều hợp đồng xây lắp có giá trị. Năm 2011, dự kiến các hợp đồng mà Công ty có được (bao gồm dự án bất động sản ở số 2 Nguyễn Hữu Cánh) sẽ mang lại tổng doanh thu hơn 1.200 tỷ và LNST vào khoảng 114,7 tỷ. Ngoài ra, từ năm 2012, PXS sẽ tham gia vào 2 dự án chế tạo đường ống dẫn khí lớn là Lô B Ô Môn và Nam Côn Sơn 2 với mỗi dự án có giá trị hợp đồng dự kiến 300 tỷ. Bên cạnh đó, PXS cũng có dự án chế tạo hệ thống làm mát của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn có giá trị 500 tỷ và các công trình khác như bồn chứa xăng dầu và kho lạnh.

Các dự án đầu tư dự kiến hoàn thành trong năm nay sẽ tiếp tục thúc đẩy sự phát triển của Công ty. PXS đang triển khai đầu tư xây dựng nhà máy ống thép hàn thẳng với vốn đầu tư là 2.200 tỷ (vốn điều lệ 500 tỷ). Nhà máy dự kiến hoàn thành cuối năm 2011 và có công suất thiết kế 100.000 tấn/năm. Đầu ra sẵn có là dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn và Nam Côn Sơn 2 sẽ được thi công vào năm 2012. Ngoài ra, PXS đang thực hiện dự án xây dựng bãi cảng chế tạo kết cấu kim loại ở Sao Mai Bến Đình và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2011. Hiện tại, PXS vẫn chưa có bãi chế tạo có quy mô lớn nên dự án này là bước đi quan trọng để PXS tiếp tục hoàn thiện các hoạt động chính của mình.

Rủi ro:

Hiện tại do nguyên liệu chính được Vietsovpetro cung cấp nên biến động giá nguyên liệu ít ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của PXS. Tuy nhiên, trong tương lai, rủi ro từ thay đổi giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn hơn khi Công ty ngày càng phát triển và mở rộng hoạt động. Ngoài ra, biến động về thời tiết ảnh hưởng không nhỏ đến thời gian và chi phí thi công các công trình.

CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí

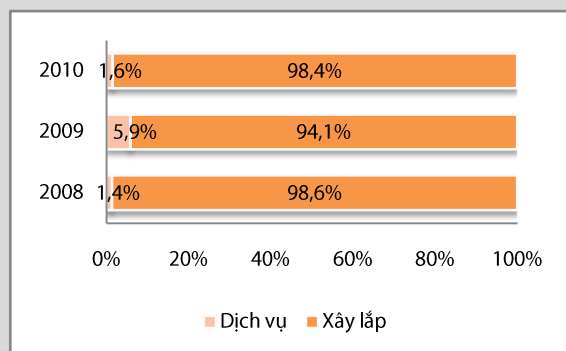
35G Đường 30/4, Phường 9

Tp. Vũng Tàu

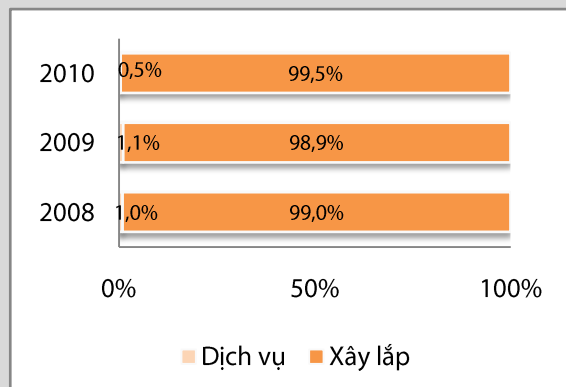
ĐT: (84 – 64) 3848229

Website: <http://www.pvc-ms.vn>**Thành lập:** Năm 1983**Cổ phần hóa:** Năm 2009**Nhân viên (30/09/2010):** 1.050 người**Quản trị - Điều hành**

- Đỗ Văn Quang, CT. HĐQT
- Nguyễn Văn Hương, PCT. HĐQT
- Nguyễn Đình Thế, TV. HĐQT - TGĐ
- Phạm Chu Tú, TV. HĐQT - PTGĐ
- Thái Doãn Thuyết, TV. HĐQT - PTGĐ
- Trần Vũ Phương, PTGĐ
- Nguyễn Tấn Yên, PTGĐ
- Phạm Tất Thành, PTGĐ
- Phạm Đình Nhu, PTGĐ

Cơ cấu doanh thu:

Nguồn: BCTC PXS

Cơ cấu lợi nhuận gộp:

Nguồn: BCTC PXS

CÔNG TY

CTCP Kim loại và Lắp máy Dầu Khí (PXS), tiền thân là Xí nghiệp Kết Cấu Thép trực thuộc Xí nghiệp liên hợp Xây Lắp Dầu Khí, được thành lập năm 1983 và cổ phần hóa năm 2009. PXS đang là công ty hàng đầu trong lĩnh vực chế tạo và lắp ráp chân đế giàn khoan, khối thượng tầng và các công trình dầu khí khác.

Vốn điều lệ hiện tại là 200 tỷ đồng tuy nhiên Công ty vừa phát hành quyền mua tỷ lệ 1:1 với giá bằng mệnh giá nên vốn điều lệ sẽ tăng lên 400 tỷ đồng. Trong cơ cấu cổ đông, hai cổ đông lớn là PVX và quỹ VF2 có tỷ lệ nắm giữ lần lượt là 51% và 5,9%.

Hoạt động sản xuất kinh doanh**Sản phẩm chính**

Gần như toàn bộ doanh thu và lợi nhuận của PXS đến từ hoạt động xây lắp. Trong mảng hoạt động này, nhiệm vụ chính của PXS là hàn các ống thép (chế tạo chân đế, kết cấu thượng tầng của giàn khoan và ống dẫn dầu – khí) và các tấm thép (chế tạo bồn bể chứa dầu khí) theo thiết kế sẵn có. Ngoài ra, PXS cũng đảm nhận việc chế tạo các kết cấu thép trong các nhà máy điện, kho lạnh và các công trình công nghiệp khác.

Một số dự án lớn đang thực hiện bao gồm gia công chế tạo chân đế (247 tỷ) và khối thượng tầng (115 tỷ) của Giàn Mộc Tinh 1, mở rộng kho xăng dầu Chân Mây (240 tỷ) và thi công bồn chứa kho xăng dầu Condensate Phú Mỹ (180 tỷ). Ngoài ra, PXS cũng đang thực hiện một vài dự án nhỏ khác: chế tạo kết cấu thép Nhà máy Khí điện Nhơn Trạch 2 (70 tỷ), mở rộng kho xăng dầu Liên Chiểu (29,7 tỷ) và chế tạo chân đế giàn DK (50 tỷ).

Khách hàng lớn nhất là Vietsovpetro (VSP) chiếm gần 80% công việc chế tạo chân đế và kết cấu thép giàn khoan. Năm 2010, VSP chiếm tỉ trọng gần 77% trong cơ cấu doanh thu. Ngoài ra, Công ty cũng có một vài khách hàng khác như công ty mẹ PVX, Tổng công ty dầu Việt Nam và Nhà máy điện Nhơn Trạch.

Năng lực sản xuất

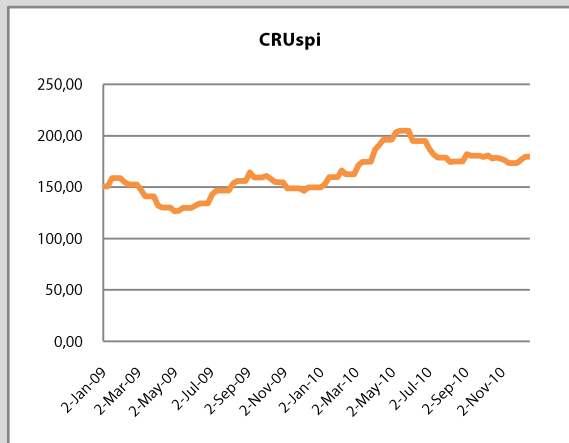
Hiện tại, hoạt động của PXS chỉ dừng lại ở mức PCI (Mua sắm – Chế tạo – Lắp đặt) và vẫn phải dựa vào đối tác bên ngoài để thực hiện được khâu quan trọng đầu tiên là Engineering (Thiết kế). PXS định hướng trong tương lai sẽ trở thành tổng thầu EPCI.

Công ty có khoảng 800 công nhân trong đó có hơn 300 thợ hàn có chứng chỉ quốc tế. Khi có nhiều dự án cần phải thực hiện, PXS sẽ thuê thêm công nhân từ bên ngoài. Với khoảng 13 dự án được thực hiện trong năm 2011, năng suất hoạt động của công nhân PXS sẽ được duy trì ở mức cao.

Tài sản cố định của PXS chủ yếu là cầu (trọng lượng tối đa là 250 tấn), các thiết bị nâng hạ và các loại máy hàn. Trong năm 2011, PXS sẽ đầu tư khoảng 100 tỷ mua máy hàn, xe tải, xe nâng... để tăng năng lực thi công. Hiện tại, PXS có khả năng thi công chân đế có tỷ trọng 13.000 tấn. So với các công ty hoạt động trong ngành, PXS là công ty có nhiều kinh nghiệm trong lĩnh vực chế tạo chân đế giàn khoan và năng lực sản xuất hàng đầu.

Đầu vào

Nguyên liệu chính để thi công các công trình là ống và tấm thép. Tuy nhiên,

Diễn biến chỉ số giá thép:

Nguồn: crugroup.com

toàn bộ vật tư chính cho các công trình của VSP (khách hàng lớn nhất) đều được VSP cung cấp, còn PXS chỉ phải mua thêm nguyên liệu phụ chỉ chiếm tỷ trọng 8-10% dự toán của công trình. Vì vậy, sự biến động giá của nguyên vật liệu trong thời gian qua không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động sản xuất của Công ty. Điều này có thể thấy rõ qua sự tăng trưởng về tỷ suất lãi gộp của PXS trong các năm gần đây dù giá thép có sự biến động lên xuống.

Thị trường và vị thế Công ty

PXS là 1 trong 4 nhà thầu trong nước có khả năng thi công công tác chế tạo kết cấu thép trong các công trình dầu khí. Trong 3 đối thủ còn lại, có 2 đối thủ có thâm niên hoạt động lâu năm trong mảng này là CTCP Xây lắp Đường ống Bể chứa Dầu Khí (PXT) và Công ty TNHH Dịch vụ Cơ khí Hàng hải (PTSC MC). PXT cũng là một công ty con của PVX và có hoạt động chính thiên về thi công các đường ống dẫn và bồn bể chứa còn PSTSC MC là công ty con của PVS có hoạt động giống với PXS. Đối thủ trong nước còn lại là PV Shipyard, cũng là một thành viên của Tập đoàn Dầu Khí, mới đi vào hoạt động từ năm 2007 và đang thực hiện dự án đầu tiên là giàn khoan tự nâng 90m nước (dự án trọng điểm quốc gia). Nhiều khả năng PV Shipyard sẽ trở thành một đối thủ đáng ngại cho các công ty còn lại. Hiện tại, theo thông tin từ PXS, khoảng 60% chân đế giàn khoan có sự tham gia của Công ty.

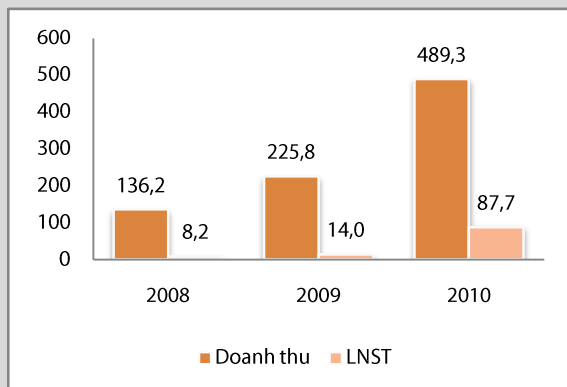
Mức độ cạnh tranh trong lĩnh vực này là không cao khi tất cả các công ty này đều là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam nên có sự phân chia giữa các dự án với nhau. Ngoài ra, nhu cầu chế tạo lắp đặt chân đế giàn khoan, ống dẫn dầu – khí và bồn bể chứa vẫn còn lớn. Bên cạnh đó, cạnh tranh từ các công ty bên ngoài là gần như không có do có sự bảo hộ của Tập đoàn.

Tiềm năng tăng trưởng

Hoạt động chính của Công ty vẫn còn nhiều tiềm năng để tăng trưởng. Trong giai đoạn 2011-2013, mỗi năm PXS đều có các hợp đồng chế tạo chân đế giàn khoan với VSP. Cụ thể, trong năm 2011, PXS đã có trên 5 hợp đồng với VSP. Ngoài ra, từ năm 2012, PXS sẽ tham gia vào 2 dự án chế tạo đường ống dẫn khí lớn là Lô B Ô Môn và Nam Côn Sơn 2 với mỗi dự án có giá trị hợp đồng dự kiến 300 tỷ. Bên cạnh đó, PXS cũng có dự án chế tạo hệ thống làm mát của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn có giá trị 500 tỷ và các công trình khác như bồn chứa xăng dầu và kho lạnh.

PXS đang triển khai đầu tư xây dựng nhà máy ống thép hàn thẳng với vốn đầu tư là 2.200 tỷ (vốn điều lệ 500 tỷ). PXS đã góp 150 tỷ để sở hữu 30% dự án này. Nhà máy sẽ được đặt tại KCN Dầu khí Tiền Giang và dự kiến hoàn thành cuối năm 2011 và có công suất thiết kế 100.000 tấn/năm. Sản phẩm tạo ra được sử dụng trong các công trình dầu khí, hóa chất, nhà máy điện và có khả năng chịu áp suất và chống ăn mòn hóa học cao. Hiện tại, ở Đông Nam Á chưa có nhà máy chế tạo sản phẩm này. Nhà cung cấp nguyên liệu đầu vào là POSCO và Pomina. Đầu ra sẵn có là dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô môn và Nam Côn Sơn 2 sẽ được thi công vào năm 2012. Từ năm 2013, nhà máy này sẽ bắt đầu xuất khẩu ra nước ngoài.

PXS đang thực hiện dự án xây dựng cơ sở hạ tầng ở Sao Mai Bến Đình (23ha) bao gồm các hạng mục kho bãi, trạm trung chuyển, nhà xưởng, bãi chế tạo... Dự kiến bãi chế tạo sẽ hoàn thành trong năm 2011. Hiện PXS vẫn chưa có bãi chế tạo có quy mô lớn nên phải sử dụng bãi chế tạo của VSP để thực hiện các

Doanh thu và LNST qua các năm:

Nguồn: BCTC PXS

Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động:

| Chỉ số | 2008 | 2009 | 2010 | Ngành |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Lãi gộp/DT | 14,9% | 14,8% | 32,7% | 9,2% |
| Lãi hoạt động/DT | 6,6% | 7,2% | 23,4% | 5,1% |
| LNST/DT | 6,0% | 6,2% | 17,9% | 4,4% |
| ROE | 16,4% | 16,2% | 33,9% | 15,7% |
| ROA | 9,0% | 6,3% | 14,4% | 3,5% |

Nguồn: BCTC FPT và Rong Viet Securities tổng hợp

Cấu trúc tài chính

| Cấu trúc tài sản | 2008 | 2009 | 2010 | Ngành |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| Tiền/ TTS | 5,5% | 19,2% | 9,3% | 9,0% |
| Phải thu/TTS | 44,8% | 37,0% | 6,2% | 35,4% |
| HTK/TTS | 28,5% | 13,2% | 8,0% | 14,6% |
| TSCĐ/TTS | 18,3% | 15,2% | 27,0% | 24,9% |
| Cấu trúc vốn | | | | |
| Tổng nợ/TTS | 45,3% | 60,7% | 57,6% | 76,4% |
| Vay ngắn hạn/TTS | 6,7% | 1,2% | 16,6% | 10,4% |
| Vay dài hạn/TTS | 0,0% | 1,1% | 4,1% | 15,0% |

Nguồn: BCTC FPT và Rong Viet Securities tổng hợp

hợp đồng cho VSP. Vì vậy, giá trị các hợp đồng này đã bị khấu trừ chi phí thuê bãi. Do đó, việc hoàn thành cơ sở hạ tầng sẽ là bước đi quan trọng để PXS tiếp tục phát triển các hoạt động chính của mình.

PXS cũng là chủ đầu tư của Chung cư cao ốc ở số 2 Nguyễn Hữu Cảnh, Vũng Tàu (3.579 m²) gồm 19 tầng: tầng 1-5 cho thuê (Công ty sử dụng 2 tầng), từ tầng 6 trở lên là chung cư dùng để bán cho cán bộ công nhân viên. Cao ốc này sẽ hoàn thành quý 1 năm nay và dự kiến có doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 160 tỷ và 15 tỷ.

Rủi ro kinh doanh

Hiện tại do nguyên liệu chính được VSP cung cấp nên biến động giá nguyên liệu ít ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của PXS. Tuy nhiên, trong tương lai, rủi ro từ thay đổi giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng lớn hơn khi Công ty ngày càng phát triển và mở rộng hoạt động. Ngoài ra, biến động về thời tiết ảnh hưởng không nhỏ đến thời gian và chi phí thi công các công trình.

Tình hình tài chính

Doanh thu và lợi nhuận của PXS có sự tăng trưởng mạnh mẽ trong các năm qua và đều đến từ hoạt động chính của Công ty. Năm 2010 là năm Công ty có sự tăng trưởng ấn tượng nhất. Doanh thu đạt 489,3 tỷ (hoàn thành 101,9% kế hoạch) và LNST đạt 87,7 tỷ (hoàn thành 174,4% kế hoạch). So với năm 2009, doanh thu tăng 116,7% và LNST tăng đến 526,4%. Sự tăng trưởng này đều đến từ hoạt động chính của Công ty.

Sự cải thiện về tỷ suất lãi gộp là nguyên nhân chính thúc đẩy sự tăng trưởng vượt bậc về lợi nhuận. Năm 2010, tỷ suất lãi gộp tăng lên 32,7% so với con số của năm trước là 14,8%. Nguyên nhân của sự cải thiện này là do đơn giá các hợp đồng với VSP trong năm nay được tăng lên. Ngoài ra, dự án chế tạo kết cấu thép Nhà máy Khí điện Nhơn Trạch 2 chỉ có giá trị hợp đồng 70 tỷ nhưng đã tạo ra lợi nhuận 20 tỷ do PXS đã hoàn thành dự án đúng tiến độ và có chất lượng tốt.

Xét về các chi phí hoạt động khác, chi phí quản lý lại tăng lên đáng kể với tỷ trọng trên doanh thu tăng từ 7,7% trong năm 2009 lên 9,4% trong năm 2010. PXS không có chi phí bán hàng nên không xét đến. Trong khi đó, chi phí tài chính (lãi vay) tăng lên 8,9 tỷ do PXS bắt đầu vay thêm nợ để tài trợ các dự án đầu tư vào nửa cuối năm 2010. Tuy nhiên, khoản chi phí này được bù đắp lại bằng khoản thu nhập tài chính (8,5 tỷ, trong đó phần lớn là từ tiền gửi ngân hàng) nên chi phí từ hoạt động tài chính gần như không thay đổi so với năm 2009. Vì vậy, tỷ suất lãi ròng năm 2010 cũng có sự cải thiện mạnh mẽ so với năm 2009.

So với các công ty còn lại trong ngành, các tỷ suất sinh lợi trên doanh thu của PXS đều cao hơn rất nhiều. Nguyên nhân là do vật tư chính cho các công trình của VSP đều được VSP cung cấp nên doanh thu của PXS sẽ thấp hơn nhiều do chi phí nguyên liệu chính không được tính vào giá trị hợp đồng với VSP.

Sự tăng trưởng về lợi nhuận làm các chỉ số ROA và ROE năm 2010 tăng mạnh so với năm trước mặc dù công ty cũng có sự gia tăng mạnh về TTS và VCSH. Tài sản của PXS tăng 177,6% so với năm 2009 phần lớn là nhờ các khoản đầu tư vào chung cư cao ốc số 2 Nguyễn Hữu Cảnh, bãi cảng Sao Mai Bến Đình và dự án sản xuất ống thép có tổng giá trị 386,7 tỷ. Tương tự, VCSH cũng tăng từ

Các dự án của PXS trong năm 2011:

Đvt: tỷ đồng

| Dự án | Doanh thu |
|----------------------------------------|------------------|
| Chân đế giàn Đại Hùng | 50,0 |
| Chân đế giàn Mộc Tinh | 230,0 |
| 2 chân đế DK | 20,0 |
| Kho xăng dầu Chân Mây | 170,0 |
| Bồn chứa Condensate Phú Mỹ | 180,0 |
| Bồn chứa xăng dầu Liên Chiểu - Đà Nẵng | 27,0 |
| Chân đế giàn Thiên Ứng | 75,0 |
| Chân đế giàn RC 6 ,RC7 | 100,0 |
| Hạng mục kết cấu nhà máy thép | 20,0 |
| Kho lạnh Thị vãi | 90,0 |
| Dự án 02 Nguyễn Hữu Cảnh | 160,0 |
| Kho xăng dầu Nhà Bè | 155,0 |
| Tổng cộng | 1.277,0 |

Nguồn: PXS và Rong Viet Securities ước tính

Một vài khoản mục dự phóng quan trọng:

Đvt: Tỷ đồng

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Doanh thu | 1.277,1 | 1.532,5 | 1.823,6 | 2.151,9 | 2.517,7 |
| Lãi gộp | 312,9 | 344,8 | 401,2 | 462,7 | 516,1 |
| LNST | 114,7 | 150,8 | 180,6 | 212,3 | 227,1 |
| TTS | 1.390,8 | 1.425,3 | 1.478,3 | 1.558,1 | 1.679,3 |
| Tổng nợ | 817,1 | 825,9 | 848,3 | 875,8 | 919,9 |
| VCSH | 573,7 | 599,4 | 630,0 | 682,3 | 759,4 |

P/E của một số công ty trong ngành

| Mã | Vốn hóa TT (tỷ VND) | Trailing P/E |
|------------------|----------------------------|---------------------|
| PXM | 123,0 | 5,9 |
| PXT | 164,0 | 6,3 |
| PVE | 173,2 | 4,3 |
| PHH | 230,0 | 5,5 |
| PVA | 258,0 | 4,9 |
| PXI | 288,0 | 3,8 |
| Bình quân | | 4,9 |

86,5 tỷ lên 259 tỷ. Tổng số nợ ngắn và dài hạn mà công ty vay thêm là hơn 120 tỷ nhưng nhờ các khoản phải trả khác có sự tăng trưởng chậm hơn nên chỉ số tổng nợ trên VCSH và TTS có sự sụt giảm so với năm 2009.

DỰ PHÓNG

Năm 2011, kế hoạch Công ty đặt ra đối với tổng doanh thu là 1.238,4 tỷ và lợi nhuận sau thuế là 107,9 tỷ. Chúng tôi cho rằng PXS có thể đạt được mục tiêu này với các hợp đồng mà Công ty có được.

Kết quả kinh doanh

Năm nay, dự kiến các hợp đồng mà Công ty có được sẽ mang lại tổng doanh thu là 1.277 tỷ, tăng 161% so với năm 2010. Năm 2011 cũng là năm bản lề cho sự phát triển của PXS với dự án Bãi cảng chế tạo được hoàn thành. Vì vậy, trong các năm tiếp theo, người phân tích dự phóng doanh thu vẫn tiếp tục có sự tăng trưởng sau khi đã tăng mạnh trong năm 2011 nhưng với tốc độ ổn định trong khoảng 17-20%/năm.

Tỷ suất lãi gộp năm nay được dự phóng ở mức 24,5%, sụt giảm so với con số 32,7% của năm 2010. Nguyên nhân là do chi phí đầu vào tăng lên và khả năng PXS có được dự án tạo ra tỷ suất sinh lợi cao như nhà máy khí điện Nhơn Trạch 2 còn bỏ ngỏ. Ngoài ra, có khá nhiều dự án lớn trong năm 2011 là chế tạo các bồn chứa xăng dầu vốn có tỷ suất sinh lợi thấp hơn chế tạo chân đế giàn khoan. Trong năm 2012, tỷ suất này dự báo giảm còn 22,5% do trong năm 2011, PXS đầu tư mạnh vào cơ sở hạ tầng làm tăng chi phí khấu hao. Từ năm 2012 trở đi, tỷ suất này sẽ giảm dần do áp lực cạnh tranh.

Chỉ số chi phí quản lý trên doanh thu năm nay được dự báo là 10%, tăng nhẹ so với con số của năm 2010 là 9,4%, và chỉ số này được dự phóng sẽ không đổi trong khoảng thời gian dự báo. Năm nay, PXS sẽ phải vay thêm nhiều nợ để đầu tư phát triển nên chi phí tài chính (lãi vay) sẽ tăng mạnh, cụ thể lãi vay trong năm 2011 và 2012 lần lượt là 45,2 tỷ và 79,6 tỷ.

Bắt đầu từ năm 2012, dự kiến dự án Nhà máy ống thép hàn thẳng đi vào hoạt động sẽ mang lại cho PXS khoản lợi nhuận hàng năm là 75 tỷ.

Bảng cân đối kế toán

Về đầu tư vào tài sản cố định, năm nay, PXS sẽ đầu tư dự án Bãi cảng kết cấu kim loại có tổng mức đầu tư gần 700 tỷ. Các năm còn lại, người phân tích dự báo Công ty chỉ đầu tư mỗi năm khoảng 50-70 tỷ vào các thiết bị thi công.

Để tài trợ cho dự án Bãi cảng chế tạo, PXS dự kiến sẽ vay hơn 480 tỷ trong năm nay. Như vậy, chỉ số tổng nợ/ TTS được dự phóng vào khoảng 58,8%. Người phân tích dự báo PXS sẽ bắt đầu trả bớt các khoản nợ này từ năm 2012 nên chỉ số Tổng nợ/ Tổng tài sản giảm xuống khoảng 54,8% vào năm 2015.

Trong năm nay, PXS dự tính sẽ phát hành 10.000.000 cổ phần cho cổ đông chiến lược. Người phân tích giả định giá phát hành sẽ vào khoảng 10.000 đ/cp nên trong năm 2011 PXS sẽ không có thặng dư vốn.

Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo sẽ tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng của doanh thu.

Trên cơ sở những dự phóng trên, doanh thu trong năm 2011 của PXS là 1.277,1 tỷ. Lợi nhuận sau thuế sẽ vào khoảng 114,7 tỷ, tương đương mức EPS (trên số lượng cổ phiếu là 40.000.000) vào khoảng 2.868 đồng/cp.

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF và P/E để định giá PXS với P/E được tham chiếu từ trung bình ngành (5,3). Trong phương pháp FCFF, chi phí sử

dụng vốn đến hết năm 2014 được ước tính là 20,3%. Sau năm 2014, chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được dự báo là 18,6% và 6,0%.

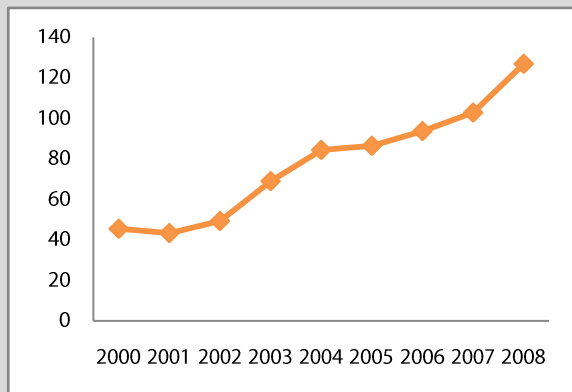
| Dự phóng dòng tiền (tỷ đồng) | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Lợi nhuận sau thuế | 114,7 | 150,8 | 180,6 | 212,3 | 227,1 |
| + Khấu hao | 95,4 | 97,2 | 100,2 | 104,1 | 107,4 |
| + Chi phí lãi vay ròng sau thuế | 24,7 | 49,9 | 40,7 | 32,3 | 28,2 |
| Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động | 234,8 | 297,9 | 321,5 | 348,8 | 362,7 |
| Thay đổi vốn lưu động | (97,2) | 1,9 | (2,3) | (6,5) | (9,7) |
| Chi phí đầu tư thuần | (702,1) | (51,0) | (50,7) | (61,8) | (69,2) |
| DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY | (564,6) | 248,8 | 268,5 | 280,5 | 283,7 |

Trong mô hình định giá, chúng tôi sử dụng tỷ trọng cao hơn cho FCFF vì phương pháp này thể hiện giá trị hợp lý của Công ty trong dài hạn còn phương pháp P/E chịu ảnh hưởng nhiều từ tình hình hiện tại của thị trường.

| Mô hình định giá | Giá | Tỷ trọng | Bình quân |
|----------------------|--------|-------------|---------------|
| FCFF | 22.100 | 60% | 13.260 |
| P/E | 14.166 | 40% | 5.666 |
| Giá bình quân | | 100% | 18.927 |

Giá trị khai thác dầu thô và khí tự nhiên:

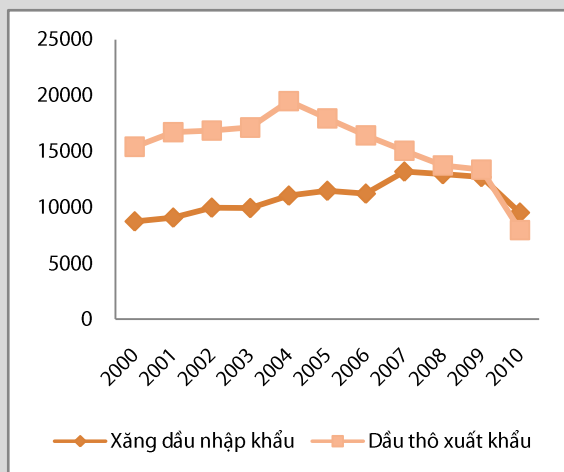
Đvt: nghìn tỷ đồng



Nguồn: Tổng cục thống kê

Sản lượng dầu thô xuất khẩu và xăng dầu nhập khẩu:

Đvt: nghìn tấn



Nguồn: Tổng cục thống kê

SƠ LƯỢC NGÀNH DẦU KHÍ

Những nét chính trong thời gian qua

Tập đoàn Dầu Khí Quốc Gia Việt Nam (PVN) đang là tập đoàn kinh tế mũi nhọn và đóng vai trò quan trọng trong sự phát triển của đất nước. Năm 2010, Tập đoàn này ước đạt doanh thu 478,4 nghìn tỷ đồng, tăng 59% so với năm trước và tương đương 24% GDP.

PVN đã hình thành nên một hệ thống công ty con rất lớn mạnh và tham gia gần như tất cả các khâu sản xuất kinh doanh từ thăm dò, khai thác, chế biến cho đến phân phối. Ngoài ra, trong mỗi khâu sản xuất kinh doanh, các công ty con đều chiếm lĩnh hoặc có vị thế độc quyền trong phân khúc thị trường đó. Vì vậy, với một chuỗi sản xuất kinh doanh khép kín như vậy sẽ rất khó cho các đơn vị bên ngoài tham gia vào lĩnh vực này.

Do công nghệ chế biến hóa dầu chưa phát triển mạnh nên đầu ra phần lớn là dầu thô và dùng để xuất khẩu. Để khắc phục tình trạng này, Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã đi vào hoạt động từ năm 2009 nhưng nếu hoạt động hết công suất thì cũng chỉ đáp ứng khoảng 30% nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. Tuy nhiên, nhà máy này cũng đã góp phần làm giảm sản lượng xuất khẩu dầu thô và xăng dầu nhập khẩu trong năm 2010.

Triển vọng ngành

PVN đang tích cực mở rộng hoạt động thăm dò, khai thác không chỉ ở thềm lục địa của Việt Nam mà còn ở các nước khác như Lào, Campuchia và Algeria. Trong nước, Tập đoàn có khoảng 20 mỏ/phần mỏ chuẩn bị đưa vào khai thác và đã phát hiện khoảng 25 cấu tạo mới. Bên cạnh đó, ở nước ngoài, PVN cũng tham gia đầu tư vào 13 dự án thăm dò và 6 dự án phát triển khai thác. Vì vậy, nhu cầu đối với các hoạt động xây lắp chuyên ngành dầu khí trong tương lai vẫn ở mức cao.

Ngoài ra, sự phát triển của việc khai thác và thăm dò dầu khí sẽ kéo theo sự phát triển của các hoạt động xây lắp chuyên ngành kết cấu kim loại khác như hệ thống ống dẫn dầu – khí, các kho và bể chứa và các nhà máy lọc hóa dầu. Do đó, triển vọng phát triển của các công ty hoạt động trong lĩnh vực này như PXS là rất lạc quan.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

| Mã CK | Market Cap 09/03/11 (tỷ VND) | Doanh thu (tỷ VND) | 2010 %KH | LNST (tỷ VND) | % KH | EPS 4 quý (VND/cp) | BV 31/12/10 (VND/cp) | Trailing P/E (x) | P/BV 31/12/10 (x) | ROA | ROE |
|-------|------------------------------------|-----------------------|-------------|------------------|--------|--------------------------|----------------------------|---------------------|-------------------------|-------|-------|
| PXM | 123,0 | 469,9 | 117,5% | 19,5 | 81,3% | 1.399 | 10.739 | 5,9 | 0,8 | 3,2% | 12,1% |
| PXT | 164,0 | 571,1 | 76,1% | 24,1 | 80,3% | 1.296 | 11.351 | 6,3 | 0,7 | 4,6% | 10,6% |
| PVE | 173,2 | 405 | 101,3% | 21,3 | 132,1% | 2.578 | 6.470 | 4,3 | 1,7 | 5,7% | 21,1% |
| PHH | 230,0 | 871,9 | 102,6% | 19,9 | 75,8% | 2.098 | 14.462 | 5,5 | 0,8 | 2,1% | 6,9% |
| PVA | 258,0 | 592 | 60,8% | 53 | 73,5% | 5.303 | 17.920 | 4,9 | 1,4 | 2,6% | 29,6% |
| PXI | 288,0 | 1701,2 | 208,5% | 67,5 | 97,6% | 2.552 | 10.563 | 3,8 | 0,9 | 6,4% | 21,3% |
| PXS | 476,0 | 489,3 | 101,9% | 87,7 | 174,4% | 4.702 | 12.949 | 2,8 | 1,0 | 15,3% | 33,9% |

Nguồn: Stox, Rong Viet Securities tổng hợp

PHỤ LỤC

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|-------------------------------------------------|-------|--------|--------|---------|
| Báo cáo kết quả kinh doanh (Đv: tỷ đồng) | | | | |
| Doanh thu | 136,2 | 225,8 | 489,3 | 1.277,1 |
| Lợi nhuận HĐKD | 9,0 | 16,2 | 114,3 | 185,2 |
| Lợi nhuận trước thuế | 9,5 | 16,2 | 117,2 | 152,9 |
| Lợi nhuận sau thuế | 8,2 | 14,0 | 87,7 | 114,7 |
| EBIT | 10,0 | 17,1 | 125,5 | 198,1 |
| EBITDA | - | 23,1 | 138,0 | 293,5 |
| Bảng cân đối kế toán (Đv: tỷ đồng) | | | | |
| Tiền mặt | 5,0 | 42,4 | 57,1 | 102,5 |
| Tài sản ngắn hạn | 74,4 | 184,1 | 159,9 | 391,4 |
| Tài sản cố định | 16,7 | 33,4 | 165,3 | 709,3 |
| Tổng tài sản | 91,3 | 220,2 | 611,4 | 1390,8 |
| Tổng nợ vay | 6,1 | 5,0 | 126,5 | 502,2 |
| Tổng nợ | 41,3 | 133,7 | 352,4 | 817,1 |
| Vốn chủ sở hữu | 50,0 | 86,5 | 259,0 | 573,7 |
| Tốc độ tăng trưởng (%) | | | | |
| Doanh thu | - | 65,8% | 116,7% | 161,0% |
| Lợi nhuận trước thuế | - | 69,8% | 625,2% | 30,4% |
| Lợi nhuận sau thuế | - | 70,7% | 527,9% | 30,7% |
| Tổng tài sản | - | 141,1% | 177,6% | 127,5% |
| Vốn chủ sở hữu | - | 73,0% | 199,4% | 121,5% |
| Khả năng sinh lợi (%) | | | | |
| Lợi nhuận gộp / Doanh thu | 14,9% | 14,8% | 32,7% | 24,5% |
| Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu | 7,0% | 7,2% | 24,0% | 12,0% |
| Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu | 6,0% | 6,2% | 17,9% | 9,0% |
| ROA | 9,0% | 6,3% | 14,4% | 8,2% |
| ROE | 16,4% | 16,2% | 33,9% | 20,0% |
| Hiệu quả hoạt động (lần) | | | | |
| Vòng quay Tổng tài sản | 1,5 | 1,0 | 0,8 | 0,9 |
| Vòng quay Vốn chủ sở hữu | 2,7 | 2,6 | 1,9 | 2,2 |
| Vòng quay các khoản phải thu | 3,3 | 2,8 | 13,0 | 10,0 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 4,4 | 6,6 | 6,7 | 6,7 |
| Vòng quay các khoản phải trả | 3,3 | 1,5 | 1,5 | 3,1 |
| Khả năng thanh toán (lần) | | | | |
| Khả năng thanh toán hiện hành | 1,8 | 1,4 | 0,5 | 0,9 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 1,2 | 1,2 | 0,3 | 0,6 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 0,1 | 0,6 | 0,2 | 0,2 |
| Cấu trúc vốn (%) | | | | |
| Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu | 82,7% | 154,6% | 136,1% | 142,4% |
| Nợ vay / Tổng tài sản | 6,7% | 2,3% | 20,7% | 36,1% |
| Tổng nợ / Tổng tài sản | 45,3% | 60,7% | 57,6% | 58,8% |

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành Loại báo cáo Khuyến nghị Giá tại ngày phát hành Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. Rong Viet Securities đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, Rong Viet Securities có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, Rong Viet Securities là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Đà Nẵng

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Hà Nội

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Cần Thơ

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2011.**