

HNX - Vietnam
Dầu khí

**Hoãn phát hành
cổ phiếu bổ sung đến năm 2012**

Overweight

Giá (2012/01/17): VND 6.500
Giá mục tiêu: VND 14.500

Thai Thanh Tung
(+84-8) 5413-5479
tungthai@phs.vn

Dữ liệu chính

Vốn điều lệ (tỉ đồng)	2.500
CP đang lưu hành (triệu cổ)	250
Biên độ giá trong 52 tuần (VND)	6.400~20.900
Mức vốn hóa (tỉ đồng)	1625
Tổng tài sản (Q3/11) (tỉ đồng)	17.228
Giá trị ròng (Q3/11) (tỉ đồng)	2.997
(QFII) Tổng Room (triệu cổ)	122,5
(QFII) Room hiện tại (triệu cổ)	101
Sở hữu nước ngoài (%)	8,6%
EPS 2011E (VND)	2.120
P/E	3,1
P/B	0,5
Cổ tức tiền mặt % (Giá trị mặt)	10,0%
Phần trăm cổ tức (%) (Cổ tức/Giá thị trường)	15,4%
ROE 2011E(%)	10,7%
ROA 2011E(%)	3,4%

* Giới hạn sở hữu của nhà đầu tư nước ngoài đối với doanh nghiệp VN là 49%; đối với ngành ngân hàng là 30%.

■ **Sơ lược công ty:** PVX chuyên cung cấp công trình xây dựng cho ngành dầu khí. Ngoài ra, PVX cũng vận hành các công trình dân dụng và công nghiệp. Cổ đông lớn là PVN, Tổng công ty dầu khí quốc doanh, sở hữu 41% vốn của PVX.

■ **Sơ lược ngành:** (1) Việt Nam xếp thứ 3 trong các nước Đông Nam Á về khai thác dầu khí với sản lượng 350,000 thùng/ngày. Năm 2010, sản phẩm dầu thô của Việt Nam đạt 15 triệu tấn, giảm 8% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, trong 4 năm qua, sản lượng dầu thô đã ổn định trong khoảng 15-16 triệu tấn một năm.

(2) Giá dầu cao dẫn đến nguồn cung dầu lớn là tiền đề cho các hoạt động thăm dò và khai thác dầu. Trung bình, giá dầu năm 2011 là 90 USD/thùng, cao hơn nhiều so với năm trước ở mức 75-80 USD/thùng.

■ **Kết quả kinh doanh:** doanh thu của PVX đã tăng đáng kể trong 3 năm qua. Trong 3 quý đầu năm 2011, PVX đạt lũy kế 6.762 tỉ đồng, tăng 58% so với cùng kỳ và lợi nhuận ròng đạt 299 tỉ đồng, giảm 45% so với cùng kỳ, do giá vốn hàng bán và chi phí lãi suất cao hơn. Ngoài ra, thị trường chứng khoán không thuận lợi cho các khoản đầu tư tài chính của PVX, khiến doanh thu phi hoạt động năm 2011 của PVX giảm.

■ **Tầm nhìn 2012:** PVX đặt mục tiêu phát hành cp bổ sung vào Q3/2011 để tăng vốn lên gấp đôi từ 2.500 tỉ lên 5.000 tỉ để đáp ứng mức tăng trưởng. Tuy nhiên, việc phát hành bị hoãn đến năm 2012 do thị trường chứng khoán không lý tưởng. PVX tăng đáng kể tỉ lệ nợ phải trả để tăng tổng tài sản, sự thành công của lần phát hành sẽ giúp giảm chi phí tài chính năm 2012.

■ **Điểm mạnh:** mức tăng doanh thu lớn.

■ **Điểm yếu:** dòng tiền tự do không tốt và chu kỳ chuyển tiền cao có thể sẽ làm tăng chi phí tài chính.

■ **Đánh giá:** chúng tôi xếp hạng Overweight cho PVX với giá mục tiêu là 14.500 đồng, tương ứng với hệ số P/E 7 (x) EPS 2011E. Chúng tôi khuyến nghị giao dịch ngắn hạn đối với PVX.

Tóm lược tài chính:

(tỉ đồng)

Năm	Doanh thu (tỉ đồng)	(%)	LN ròng (tỉ đồng)	(%)	CP đang lưu hành	EPS (VND)	P/E (x)	ROE	ROA
2008	1.809	148,8%	87,6	322,8%	82.500.000	1.062	23,4	9,4%	3,7%
2009	4.072	125,2%	229,0	161,4%	150.000.000	1.526	16,3	12,4%	4,8%
2010	7.296	79,2%	742,3	224,2%	200.000.000	3.712	7,4	21,4%	8,2%
2011E	11.184	53,3%	529,9	-28,6%	250.000.000	2.120	3,1	10,7%	3,4%
2012E	13.919	24,5%	664,8	25,5%	250.000.000	2.659	2,4	12,8%	3,3%

■ Báo cáo tài chính (tỉ đồng)

Doanh thu	2008	2009	2010	2011e	2012e	Dòng tiền	2008	2009	2010	2011e	2012e
Doanh thu thuần	1.808,5	4.072,1	7.295,6	11.184,0	13.919,5	Tổng lợi nhuận trước thuế	98,5	277,6	943,9	694,5	871,4
Giá vốn hàng bán	1.638,1	3.653,6	6.283,5	9.841,9	12.207,2	Hạng mục không phải tiền	31,2	30,4	-98,2	-35,5	-37,4
Lợi nhuận gộp	170,4	418,5	1.012,1	1.342,1	1.712,3	Thay đổi vốn	-256,1	29,0	319,5	-1.703,5	-761,8
Chi phí bán hàng	0,0	4,6	9,4	15,7	18,5	Dòng tiền vận hành thuần	-126,4	337,1	1.165,2	-1.044,5	72,1
Chi phí quản lý	92,4	266,1	554,2	704,6	933,8	Dòng tiền đầu tư thuần	-315,1	-998,9	-2.968,6	-1.704,3	-415,0
Lợi nhuận kinh doanh	78,0	147,8	448,5	621,8	760,0	Dòng tiền tài chính thuần	949,8	583,8	2.850,5	2.314,5	643,4
Lợi nhuận phi kinh doanh	47,1	158,9	609,5	307,6	431,5	Dòng tiền thuần trong kỳ	508,2	-78,0	1.047,1	-434,3	300,5
Chi phí lãi suất	26,7	29,1	114,1	234,9	320,1	Dòng tiền đầu năm	44,1	552,4	474,3	1.521,5	1.087,2
Lợi nhuận trước thuế	98,5	277,6	943,9	694,5	871,4	Dòng tiền cuối năm	552,4	474,3	1.521,5	1.087,2	1.387,7
Chi phí thuế thu nhập	10,9	48,7	201,6	164,6	206,5	Phân tích tỉ lệ tài chính	2008	2009	2010	2011e	2012e
Lợi nhuận sau thuế	87,6	229,0	742,3	529,9	664,8	Cơ cấu vốn					
Bảng cân đối kế toán	2008	2009	2010	2011e	2012e	Tài sản ngắn hạn/tổng tài sản	69%	64%	62%	65%	65%
Tài sản ngắn hạn	2.628,8	3.590,4	7.784,7	12.412,5	13.925,2	Tài sản dài hạn/tổng tài sản	31%	36%	38%	35%	35%
Tiền các khoản tương đương	552,4	474,3	1.521,5	1.087,2	1.387,7	Nợ/tổng tài sản	56%	64%	61%	73%	75%
Đầu tư tài chính ngắn hạn	84,1	136,6	512,1	500,0	450,0	Cổ phiếu/tổng tài sản	44%	36%	39%	27%	25%
Khoản thu ngắn hạn	968,2	1.891,3	3.843,6	6.525,1	7.555,8	Tỉ lệ lãi	4,7	10,5	9,3	4,0	3,7
Hàng tồn kho	919,6	971,5	1.653,1	3.967,1	4.133,0	Khả năng thanh toán					
Khác	104,5	116,7	254,4	333,1	398,6	Chỉ số thanh toán hiện thời	1,2	1,1	1,1	1,0	1,0
Tài sản dài hạn	1.193,5	2.058,1	4.719,0	6.573,5	7.429,0	Chỉ số thanh toán nhanh	0,8	0,8	0,9	0,7	0,7
Khoản thu dài hạn	-	-	4,9	5,5	6,9	Vòng luân chuyển tiền (Ngày)	318,1	192,5	204,3	286,7	246,2
Tài sản cố định	478,3	639,2	1.881,1	3.836,4	4.398,8	CF hoạt động/ doanh thu	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0
Đầu tư bất động sản	-	-	181,6	158,1	187,5	CF hoạt động/chi phí lãi	-4,7	11,6	10,2	-4,4	0,2
Đầu tư tài chính dài hạn	656,4	1.160,7	2.019,0	2.073,5	2.302,9	CF hoạt động/ nợ ngắn hạn	-0,1	0,1	0,2	-0,1	0,0
Tài sản dài hạn khác	58,8	258,2	632,3	500,0	532,9	CF tự do (tỉ đồng)	-417,8	-637,8	-1.713,7	-2.569,6	-98,6
Tổng tài sản	3.822,3	5.648,5	12.503,7	18.986,0	21.354,2	Chỉ số hiệu quả					
Nợ	2.152,0	3.612,4	7.617,3	13.925,3	16.018,8	Ngày tồn kho	202,1	95,7	94,7	145,1	121,9
Nợ ngắn hạn	2.133,9	3.206,0	6.799,7	12.132,1	13.967,5	Ngày thu hồi	192,7	167,2	189,7	210,0	195,4
Nợ dài hạn	18,2	406,4	817,6	1.793,2	2.051,3	Doanh thu tài sản ngắn hạn	0,7	1,1	0,9	0,9	1,0
Vốn chủ sở hữu	1.670,3	2.036,1	4.886,4	5.060,6	5.335,4	Doanh thu tài sản cố định	3,8	6,4	3,9	2,9	3,2
Cổ phiếu thường	1.500,0	1.500,0	2.500,0	2.500,0	2.500,0	Doanh thu tổng tài sản	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7
Chi phí và các quỹ khác	170,3	536,1	2.386,4	2.560,6	2.835,4	Lợi nhuận					
Tổng tài sản	3.822,3	5.648,5	12.503,7	18.986,0	21.354,2	Lợi nhuận gộp biên	9,4%	10,3%	13,9%	12,0%	12,3%
Phân tích DuPont (ROE =1x2x3)	2008	2009	2010	2011e	2012e	Lợi nhuận hoạt động biên	4,3%	3,6%	6,1%	5,6%	5,5%
Lợi nhuận ròng biên (1)	0,05	0,06	0,10	0,05	0,05	Lợi nhuận ròng biên	4,8%	5,6%	10,2%	4,7%	4,8%
Tổng thu hồi tài sản (2)	0,47	0,72	0,58	0,59	0,65	Tỉ lệ thuế hiệu dụng	11,0%	17,5%	21,4%	23,7%	23,7%
Đòn bẩy (3)	2,29	2,77	2,56	3,75	4,00	ROE	9,4%	12,4%	21,4%	10,7%	12,8%
Tỉ lệ đánh giá đầu tư	2008	2009	2010	2011e	2012e	ROA	3,7%	4,8%	8,2%	3,4%	3,3%
P/S	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1						
P/B	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3						
P/CF (Vận hành)	-4,2	2,9	1,1	-1,6	22,5						
PEG 1 (PE/tăng bán hàng)	na	na	0,1	0,0	0,0						
PEG 1 (PE/mức tăng EPS)	na	na	0,1	0,1	0,1						

Nguồn: PVX và ước tính của PHS

Analyst Certification

Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) responsible for the preparation and content of all or any identified portion of this research report hereby certifies that, with respect to each issuer or security or any identified portion of the report with respect to each issuer or security that the research analyst, strategist or research associate covers in this research report, all of the views expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report accurately reflect their personal views about those issuer(s) or securities. Each research analyst(s), strategist(s) or research associate(s) also certify that no part of their compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation(s) or view(s) expressed by that research analyst, strategist or research associate in this research report.

Ratings Definition

Overweight (OW) = Expected to outperform the local market by >10%

Neutral (N) = Expected to in line with the local market by +10%~ -10%

Underweight (UW) = Expected to underperform the local market by >10%.

Not Rated (NR) = The stock is not rated in Phu Hung's coverage universe or not listed yet.
Performance is defined as 12-month total return (including dividends).

Disclaimer

This information has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. Phu Hung Securities and its affiliates and their officers and employees may or may not have a position in or with respect to the securities mentioned herein. Phu Hung Securities (or one of its affiliates) may from time to time perform investment banking or other services or solicit investment banking or other business for any company mentioned in this report. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

© Phu Hung Securities Corporation.

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg., 801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472 Web: www.phs.vn