

BÁO CÁO PHÂN TÍCH
CTCP KẾT CẤU KIM LOẠI & LẮP MÁY DẦU KHÍ
MCK: PXS

1. Thông tin chung

- Tên tiếng Anh: Petroleum Equipment Assembly & Metal Structure Jsc
- Tên viết tắt: PVC-MS
- Logo
- Mã giao dịch: PXS
- Ngày giao dịch đầu tiên: 02/06/2010
- Giá chào sàn: 25.600 đồng/cp
- Vốn cổ phần: 375.180.010.000 đồng
- Số lượng cổ phiếu niêm yết: 37.518.001 cổ phần
- Địa chỉ: Số 02 Nguyễn Hữu Cánh, phường Thắng Nhất, Tp. Vũng Tàu, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu
- Điện thoại: (84-64) 3 848 229
- Website: <http://www.pvc-ms.vn>



2. Các chỉ tiêu cơ bản

- Ngành nghề (phân theo chuẩn ICB): **Ngành:** Xăng dầu và khí đốt; **Tiểu ngành cấp 1:** Xăng dầu và khí đốt; **Tiểu ngành cấp 2:** Thiết bị, dịch vụ và phân phối xăng dầu – khí đốt
- Tỷ trọng trong Vni-index: 0,07%
- Sở hữu nước ngoài: 4,45%
- Vốn hóa thị trường: 352,67 tỷ đồng (ngày lấy dữ liệu 17/09/2012)
- Khối lượng trung bình 10 ngày: 117.654 cổ phần/ngày (ngày lấy dữ liệu 17/09/2012)
- Cao nhất 52 tuần: 13.600 đồng/cp
- Thấp nhất 52 tuần: 6.400 đồng/cp
- Chính sách cổ tức

Stt	Tỷ lệ cổ tức
Năm 2010	20%
Năm 2011	18%
Năm 2012	15%

3. Lịch sử phát triển

- Ngày 20/10/1983, Tổng cục Dầu khí ra quyết định số 355/DK-TC về việc thành lập Xí nghiệp Kết Cấu Thép - Trục thuộc Xí nghiệp liên hợp Xây Lắp Dầu Khí, với nhiệm vụ chế tạo, lắp đặt các chân đế giàn khoan, lắp đặt các đường ống dẫn dầu & khí, các bồn chứa xăng dầu, bồn chứa axit và lắp ráp các kết cấu kim loại phục vụ ngành dầu khí, thi công các công trình dân dụng & công nghiệp khác;
- Ngày 19/8/1995, Tổng Giám đốc XN Liên hợp Xây Lắp Dầu khí ra quyết định số 285/TC về việc thành lập Xí nghiệp Kết cấu Kim loại & Lắp đặt Thiết Bị trên cơ sở sáp nhập Đội Xây Lắp 9 với Xí nghiệp Kết cấu Thép;
- Ngày 28/9/1995, Tổng giám đốc Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam ra quyết định số 1309/DK-TCNS về việc đổi tên Xí nghiệp Lắp ráp Kết cấu Kim loại & Lắp đặt Thiết bị thành Xí nghiệp Kết cấu Kim loại & Lắp máy - thuộc Công ty Thiết kế & Xây Dựng Dầu khí
- Sau khi Bộ Công Nghiệp ra quyết định 943/QĐ-TCCB ngày 17/3/2005 phê duyệt phương án chuyển đổi Công ty Thiết kế & Xây dựng Dầu khí thành Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí, Chủ tịch Hội đồng quản trị Công ty Cổ phần Xây Lắp Dầu khí ra quyết định số 98/QĐ- XLDK ngày 13/4/2006 để thành lập Xí nghiệp Kết cấu Kim loại & Lắp máy;
- Ngày 26/10/2007, Hội đồng quản trị Tập đoàn Dầu Khí Việt Nam ra Nghị Quyết số 3604/NQ-DKVN về việc thông qua đề án chuyển đổi Công ty Cổ phần Xây Lắp Dầu Khí (PVConstruction) thành Tổng Công Ty Cổ phần Xây Lắp Dầu Khí Việt Nam (PVC). Ngày 21/11/2007, Đại hội cổ đông bất thường đã chính thức thông qua đề án thành lập Tổng công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam. Ngày 21/12/2007, Hội đồng Quản trị PVC ra Quyết định số 01/QĐ-HĐQT-TCT: “Thành lập Công ty TNHH một thành viên Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí”;
- Ngày 04/11/2009, Hội đồng quản trị Tổng công ty cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam ra Quyết định số 916/QĐ-XLDK “phê duyệt phương án chuyển đổi Công ty TNHH một thành viên Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí thành Công ty Cổ phần”. Ngày 02 tháng 12 năm 2009, Đại hội cổ đông lần thứ nhất đã thông qua Điều lệ tổ chức và hoạt động Công ty cổ phần Kết cấu kim loại và Lắp máy Dầu khí.
- Ngày 02/06/2010 cổ phiếu của Công ty chính thức được giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội, tạo điều kiện thuận lợi cho cổ đông dễ dàng tiếp cận được thông tin về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh và thực hiện các quyền và nghĩa vụ của cổ đông. Mặt khác, thông qua thị trường chứng khoán, uy tín của Công ty ngày càng được nâng cao, đồng nghĩa với việc thuận lợi trong huy động vốn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của mình.

Các chi nhánh

- Xí nghiệp Xây lắp 1
- Xí nghiệp Xây lắp 2
- Xí nghiệp Dịch vụ cảng
- Trung tâm thiết kế và triển khai dự án

4. Danh sách cổ đông lớn

Stt	Tên cổ đông	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)	Tính đến ngày
1.	Tổng CTCP Xây lắp Dầu khí Việt Nam	20.400.000	54,37%	30/08/2012
2.	Quỹ đầu tư tăng trưởng Việt Nam (VF2)	1.866.620	4,98%	30/08/2012

5. Ban lãnh đạo và sở hữu

Danh sách thành viên HĐQT

Stt	Họ và tên	Chức vụ	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)
1	Đỗ Văn Quang	: Chủ tịch HĐQT	11.200	0,030
2	Doãn Thái Tuyết	: Phó chủ tịch	67.080	0,179
3	Nguyễn Đình Thế	: Thành viên	92.320	0,246
4	Nguyễn Văn Hương	: Thành viên	137.740	0,367
5	Phạm Chu Tứ	: Thành viên	41.700	0,111

Danh sách Ban Giám đốc

Stt	Họ và tên	Chức vụ	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)
1	Nguyễn Đình Thế	: Giám đốc	92.320	0,246
2	Phạm Chu Tứ	: Phó Giám đốc	41.700	0,111
3	Trần Vũ Phụng	: Phó Giám đốc	37.700	0,100
4	Nguyễn Thân Yên	: Phó Giám đốc	59.100	0,158
5	Phạm Tất Thành	: Phó Giám đốc	44.900	0,120

Danh sách Ban Kiểm soát & Kế toán trưởng

Stt	Họ và tên	Chức vụ	Số cổ phần	Tỷ lệ (%)
1	Nguyễn Văn Thân	: Trưởng BKS	35.600	0,095
2	Vũ Thị Thu Hải	: Thành viên	0	0
3	Hoàng Văn Hải	: Thành viên	10.000	0,027
4	Nguyễn Đức Đạt	: Kế toán trưởng	19.950	0,053

Bộ máy lãnh đạo hiện tại của PXS đều là những nhân sự có trình độ học vấn cao, dày dặn kinh nghiệm quản lý và có tầm nhìn chiến lược, luôn nắm bắt được các cơ hội kinh doanh nhằm mang lại lợi ích tối đa cho các cổ đông.

6. Cơ cấu tổ chức của Công ty



Về mặt lý thuyết, cơ cấu bộ máy quản lý của PXS được sắp xếp theo kiểu chức năng (functional structure), đây là mô hình tổ chức hoạt động hiệu quả được nhiều công ty trên thế giới áp dụng. Mô hình này phân chia chức năng và tạo sự chuyên biệt hóa ở từng khối chức năng, giúp Công ty giải quyết được nhiều vấn đề phát sinh hơn.

Trong mô hình này, vai trò của từng vị trí được bố trí theo chức năng nhằm đạt được mục tiêu và nhiệm vụ chung. Người đứng đầu chức năng sẽ có trách nhiệm báo cáo lại với Tổng Giám đốc về tình hình hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty và có thể thảo luận với Tổng Giám đốc về phương hướng giải quyết các vấn đề phát sinh cũng như định hướng phát triển của từng khối chức năng. Với cách sắp xếp theo mô hình chức năng, Công ty có thể tinh giảm bộ máy nhân sự, tuyển dụng và đào tạo chuyên sâu nhân lực nhằm phục vụ cho chiến lược phát triển lâu dài của Công ty. Lợi thế của mô hình này còn thể hiện ở sự trung thành của nhân viên trong các phòng ban.

Tuy nhiên, khi mở rộng sang mảng mới, Công ty sẽ phải đối mặt với tình trạng khó khăn về mặt nhân lực, khó có thể luân chuyển được nhân lực ở các phòng ban này sang phòng ban mới, những nhân viên này đã am hiểu văn hóa và đặc điểm hoạt động của Công ty. Việc tuyển dụng nhân sự mới đòi hỏi quá trình tuyển dụng kỹ càng, thời gian đào tạo và hòa nhập văn hóa lâu.

7. Vị thế của Công ty trong ngành

- Là đơn vị hàng đầu trong ngành xây lắp dầu khí Việt Nam và nhận được nhiều hỗ trợ từ Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và đơn vị thành viên của Tập đoàn PVN, do vậy Công ty được giao đảm nhận nhiều dự án trọng điểm trong ngành Dầu khí
- Mục tiêu của Công ty trở thành một CTCP mạnh, các công trình trải rộng khắp trên cả nước; phát triển theo hướng đảm bảo an toàn, hiệu quả và trở thành nhà cung cấp các công trình xây lắp chuyên ngành Dầu khí và chế tạo thiết bị cơ khí dầu khí.
- Hiện tại Công ty là một trong ba nhà thầu trong nước (đều thuộc Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam) hiện nay có đủ năng lực đảm nhận thi công công tác chế tạo kết cấu thép trong các công trình dầu khí. Nhằm thực hiện chiến lược vươn ra biển để khai thác trữ lượng dầu khí tại các thềm lục địa cầu đất nước.
- Hiện nay Việt Nam đang bắt đầu tự thực hiện việc gia công, chế tạo các giàn tự nâng, giàn nước sâu (trên 100m nước), với chủ trương của Chính phủ về việc phát huy nội lực, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam đã ban hành Nghị quyết về việc ưu tiên sử dụng các dịch vụ trong ngành, PVC-MS chính là nhà thầu trong nước để thực hiện các dự án này

8. Định hướng phát triển

- Xây dựng và phát triển PVC – MS trở thành Nhà thầu xây lắp chuyên ngành Dầu khí – Đơn vị chủ lực của Tổng CTCP Xây lắp Dầu khí Việt Nam. Phân đầu trở thành 1 trong 3 Nhà thầu hàng đầu Việt Nam trong việc thực hiện trọn gói EPCI các công trình Dầu khí trên biển và chế tạo thiết bị chuyên ngành cơ khí
- Tập trung vào 2 lĩnh vực sản xuất kinh doanh chính là xây lắp chuyên ngành và sản xuất thiết bị cơ khí dầu khí, trong đó đẩy mạnh lĩnh vực xây lắp trọn gói (EPC/EPCI) các công trình dầu khí trên bờ và ngoài biển
- Duy trì tốc độ tăng trưởng cao, đảm bảo công ăn việc làm và cải thiện đời sống cho CBCNV
- Tăng cường công tác hạch toán kinh doanh; xây dựng, ban hành định mức đơn giá nội bộ để quản lý chi phí. Triển khai mạnh mẽ thực hành tiết kiệm, giảm chi phí sản xuất, đảm bảo hiệu quả SXKD.
- Tăng vốn điều lệ của Công ty lên 600 tỷ đồng để đảm bảo nguồn vốn cho đầu tư và SXKD.
- Hoàn thiện các quy chế, quy định trong công tác quản lý, cán bộ kỹ thuật, công nhân kỹ thuật để đáp ứng nhu cầu phát triển, đảm bảo đủ về số lượng và chất lượng

9. Hoạt động kinh doanh chính & định hướng hoạt động

Hoạt động kinh doanh chính của Công ty được định hướng theo 3 lĩnh vực chính với cơ cấu và tỷ trọng như sau

Tỷ trọng của các lĩnh vực vào năm 2015

Stt	Lĩnh vực hoạt động	Tỷ trọng
1	Lĩnh vực thi công xây lắp chuyên ngành	70%

2	Lĩnh vực sản xuất công nghiệp	20%
3	Lĩnh vực kinh doanh dịch vụ khác	10%

➤ **Thi công xây lắp chuyên ngành: Hoạt động cốt lõi**

Công ty có nền tảng hoạt động lâu dài, bắt đầu được thành lập từ năm 1983 với nhiệm vụ chế tạo, lắp đặt các chân giàn khoan, lắp đặt các đường ống dẫn dầu & khí, các bồn chứa xăng dầu, bồn chứa axit và lắp ráp các kết cấu kim loại phục vụ ngành dầu khí. Trong điều kiện khó khăn, cùng với bằng tinh thần nhiệt huyết của đội ngũ lao động Công ty cùng với sự hướng dẫn của các chuyên gia Nga, Công ty đã là đơn vị thi công thành công chân đế giàn khoan cố định đầu tiên cho ngành Dầu khí Việt Nam.

Trong thời gian hoạt động, Công ty luôn chú trọng nâng cao năng lực thiết bị, trình độ quản lý, tay nghề của công nhân. Công ty đã được Xí nghiệp Liên doanh Vietsovpetro 9VSP) giao thầu thi công từ 60% đến 80% khối lượng công việc chế tạo chân đế và kết cấu thép giàn khoan như Chân đế Cá ngừ vàng, kết cấu thượng tầng Phương Đông, sân bay trực thăng giàn RP2 và các công trình khác của ngành Dầu khí như Công trình đảm bảo cung cấp 2-3 triệu m³ khí/ngày đêm, công trình đường ống kho cảng Thị Vải, Nhà máy đạm Phú Mỹ, các gói thầu nhà máy lọc dầu Dung Quất, tuyến ống trên bờ của dự án PM3 Cà Mau. Ngoài ra, bằng uy tín của mình, Công ty cũng đã nhận được hợp đồng thi công các công trình quốc phòng ngoài biển. Cụ thể là trong số 20 chân đế giàn DK ngoài khơi, Bộ Quốc Phòng đã giao thầu công ty đảm nhiệm hết 18 chân đế

Định hướng phát triển mảng xây lắp chuyên ngành đến năm 2015 và tầm nhìn đến năm 2025

- Thực hiện thành công các dự án đang thực hiện bao gồm: Chế tạo Topside H4 – TGT và thực hiện các dự án theo kế hoạch phát triển mở của Tập đoàn Dầu khí với vai trò là nhà thầu EPCI; Thực hiện và bàn giao các công trình vượt tiến độ; Kho chứa xăng dầu Chân mây, Liên chiểu, Nhà bè; Xây lắp kho chứa Condensate Thị Vải, ...
- Lên kế hoạch cụ thể về nhân sự và thiết bị thi công để chuẩn bị triển khai các dự án đã có trong kế hoạch kinh doanh năm 2012 như giàn khai thác Thiên ung; dự án Đường ống và nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn 2 (phần trên bờ); Dự án Topside, chân đế giàn Kim Cương và một số dự án khác.
- củng cố và phát triển lực lượng chuyên gia quản lý dự án để thay mặt Tổng Công ty PVC điều hành toàn bộ dự án Đường ống và nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn 2 làm tiền đề quản lý các dự án lớn khác trong các năm tiếp theo.
- Duy trì và phát triển lực lượng cán bộ quản lý, lực lượng chuyên gia quản lý dự án và kỹ sư thi công và giám sát hiện trường, lực lượng thợ kỹ thuật chuyên ngành như hàn, lắp ráp, chống ăn mòn, cơ khí để đủ sức thực hiện phần việc xây lắp các dự án trong ngành do Liên doanh Việt Xô/PVN/các nhà thầu liên doanh Dầu khí (POC/JOC) làm chủ đầu tư và các dự án do Tổng công ty PVC làm tổng thầu/ nhà thầu chính.
- Mở rộng thêm các dịch vụ sửa chữa/bảo dưỡng các công trình biển và công trình công nghiệp Dầu khí trên bờ.

Lĩnh vực cung cấp trọn gói (EPCI) các công trình Dầu khí trên biển

- Hoàn thiện đầu tư cơ sở hạ tầng dự án Bãi cảng chế tạo Kết cấu kim loại và thiết bị Dầu khí (giai đoạn 2) trên diện tích 23ha khu căn cứ Dịch vụ Sao Mai Bến đĩnh và đưa vào sử dụng quý IV/2012
- Hoàn thiện việc thỏa thuận hợp tác với Đối tác nước ngoài có nhiều kinh nghiệm thực hiện dự án EPCI các công trình Dầu khí trên biển
- Củng cố và đào tạo lực lượng kỹ sư quản lý dự án, kỹ sư thiết kế chuyên ngành hiện có, tuyển chọn các chuyên gia thiết kế và quản lý dự án giỏi và có nhiều kinh nghiệm, trang bị các phần mềm tính toán chuyên ngành. Giai đoạn đầu cùng phối hợp với các chuyên gia của Đối tác nước ngoài để thực hiện thành công việc thiết kế, mua sắm, quản lý dự án, thi công và lắp đặt trọn gói các công trình Dầu khí trên biển. Mục tiêu tiến tới thực hiện EPCI các dự án trong tương lai
- Đầu tư bổ sung thêm các thiết bị có sức nâng lớn, các thiết bị thi công chuyên ngành
- Chú trọng chuẩn bị các nguồn lực cần thiết, đặc biệt là phát triển lĩnh vực thiết kế đảm bảo khả năng thực hiện EPCI các dự án gia công chế tạo, lắp đặt giàn khoan và công trình dầu khí của các khách hàng tiềm năng như Petronas, JVPC, Chevron, Biển đông POC, PVN và các JOC

Lĩnh vực chế tạo thiết bị chuyên ngành

- Hoàn thiện việc đầu tư giai đoạn 2 (hoàn thiện cơ sở hạ tầng Bãi cảng và Nhà xưởng chế tạo thiết bị cơ khí)
- Xây kế hoạch cụ thể về nhân lực và thiết bị để triển khai việc chế tạo và cung ứng các thiết bị cho dự án Đường ống và nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn 2 dự kiến sản lượng khoảng 20 triệu USD
- Tham gia và thực hiện chế tạo để cung ứng các thiết bị dầu khí cho các dự án trong ngành do Xí nghiệp liên doanh Việt Xô, PVN và các nhà thầu liên doanh Dầu khí (POC/JOC) làm chủ đầu tư và các dự án do Tổng công ty PVC làm tổng thầu/nhà thầu chính.
- Đầu tư nâng cấp, đổi mới công nghệ, hoàn thiện mô hình quản lý. Từ năm 2012 PVC-MS phấn đấu trở thành nhà thầu mạnh nhất về lĩnh vực chế tạo thiết bị Dầu khí tại Việt Nam tiến đến cạnh tranh với các nhà thầu trong khu vực để cung ứng thiết bị cho các dự án Dầu khí tại nước ngoài.

Định hướng Nghị quyết ĐHĐCĐ thường niên năm 2012 Công ty dự định phát hành 225,1 tỷ đồng đầu tư bổ sung các dự án

Stt	Các hạng mục đầu tư	Sử dụng vốn huy động
1	Bổ sung vốn tự có cho giai đoạn 1 Dự án Bãi cảng chế tạo kết cấu Kim loại và Thiết bị Dầu khí 23ha Sao Mai Bến Đĩnh	146.440.000.000 đồng
2	Đầu tư vào Dự án Bãi cảng Chế tạo kết cấu kim loại và Thiết bị Dầu khí 23ha Sao Mai Bến Đĩnh giai đoạn 2 – Phần đối ứng cho Dự án	50.608.873.200 đồng
3	Đầu tư Dự án năng lực thiết bị thi công năm 2012	68.490.000.000 đồng

4	Bổ sung vốn lưu động phục vụ sản xuất kinh doanh	15.000.000.000 đồng
---	--	---------------------

10. Phân tích tác động của ngành theo Mô hình 5 áp lực (Porter's 5 forces model)

Đối thủ tiềm ẩn

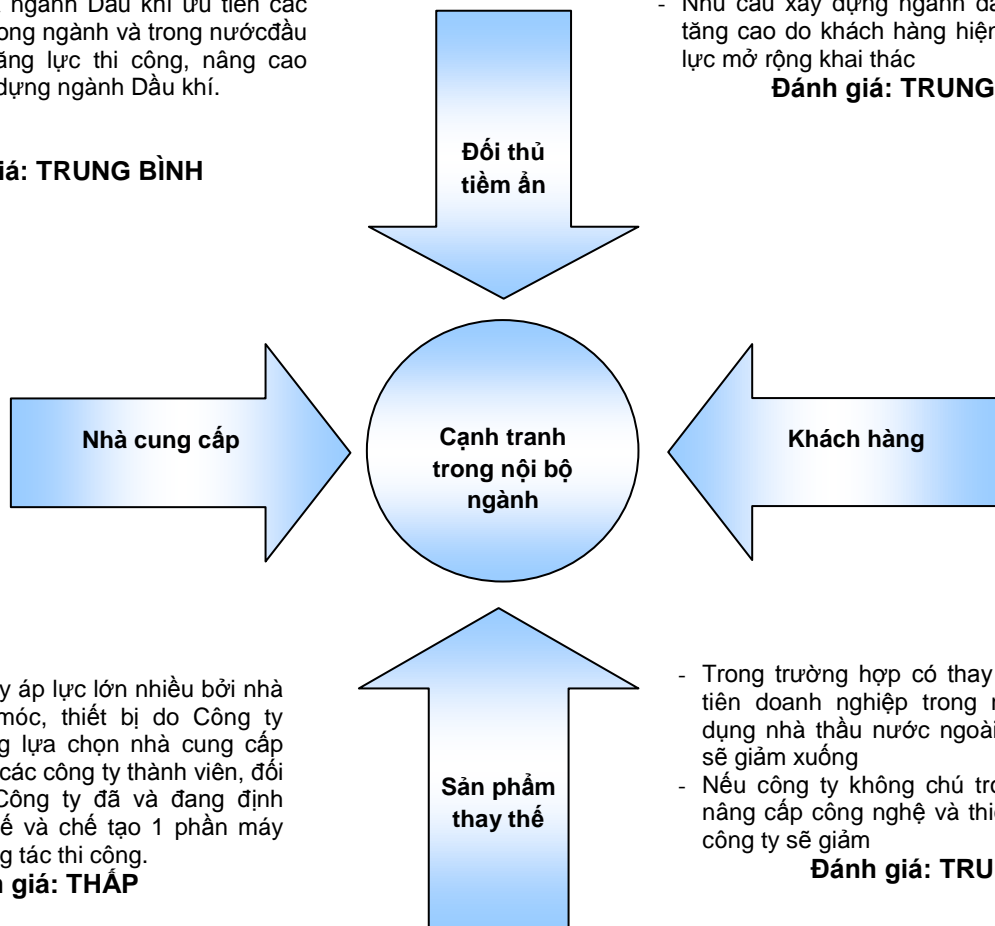
- Rào cản ra nhập ngành lớn: Việc thành lập và phát triển một doanh nghiệp chuyên về xây dựng Dầu khí là không quá khó nhưng để lấy được hợp đồng dạng này đòi hỏi phải có nguồn vốn lớn và có các mối quan hệ sâu rộng với chính quyền thành phố.
- Sức hấp dẫn ra nhập ngành thấp do đòi hỏi phải có nguồn vốn dồi dào và thời gian đầu tư và thu hồi vốn lâu.
- Chính sách của ngành Dầu khí ưu tiên các doanh nghiệp trong ngành và trong nước đầu tư nâng cấp năng lực thi công, nâng cao chất lượng xây dựng ngành Dầu khí.

Đánh giá: TRUNG BÌNH

Khách hàng

- Khách hàng của PXS được xây dựng trên cơ sở hợp tác lâu dài và tin tưởng và khả năng thi công. Hiện tại PXS đã xây dựng được mạng lưới khách hàng với Liên doanh Việt Xô, PVN, Do vậy PXS trong đàm phán và ký các hợp đồng liên quan đến xây mới, nâng cấp cơ sở hạ tầng.
- Do cơ chế ưu tiên nhà thầu trong ngành và trong nước do vậy khách hàng có xu hướng ưu tiên lựa chọn nhà thầu PXS
- Nhu cầu xây dựng ngành dầu khí ngày càng tăng cao do khách hàng hiện tập trung nguồn lực mở rộng khai thác

Đánh giá: TRUNG BÌNH



Nhà cung cấp

- PXS không bị gây áp lực lớn nhiều bởi nhà cung cấp máy móc, thiết bị do Công ty thường chủ động lựa chọn nhà cung cấp hoặc liên kết với các công ty thành viên, đối tác. Mặt khác, Công ty đã và đang định hướng tự thiết kế và chế tạo 1 phần máy móc phục vụ công tác thi công.

Đánh giá: THẤP

Sản phẩm thay thế

- Trong trường hợp có thay đổi về chính sách ưu tiên doanh nghiệp trong ngành dầu khí và sử dụng nhà thầu nước ngoài thì thị phần của PXS sẽ giảm xuống
- Nếu công ty không chú trọng công tác R&D, và nâng cấp công nghệ và thiết bị thi công thì uy tín công ty sẽ giảm

Đánh giá: TRUNG BÌNH

Cạnh tranh nội bộ ngành

- Ngành xây dựng dầu khí là ngành tập trung, chỉ số lượng nhỏ doanh nghiệp tham gia, lợi nhuận đem lại lớn do vậy cạnh tranh tương đối cao
- Rào cản rút lui khỏi ngành khá lớn do vốn đầu tư cho công nghệ, cơ sở vật chất và máy móc thiết bị lớn.
- Thương hiệu "PVC-MS" đã tạo được uy tín lớn và niềm tin từ các đối tác nên PXS sẽ là một trong những lựa chọn đầu tiên khi khách hàng có nhu cầu.

Đánh giá: TRUNG BÌNH

11. Phân tích tài chính

Một số chỉ tiêu chính

Chỉ tiêu (triệu đồng)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Vốn chủ sở hữu	86,515	258,982	465,658	581,678	711,973	793,991	894,264	998,654	1,108,263
Tổng tài sản	220,236	611,376	1,665,769	1,841,839	1,853,809	2,058,998	2,071,273	2,138,494	2,277,414
Tổng nợ phải trả	133,721	352,395	1,200,111	1,260,161	1,141,836	1,265,007	1,177,009	1,139,840	1,169,151
Doanh thu thuần	34,240	489,294	1,057,523	1,586,285	1,824,227	2,006,650	2,207,315	2,317,681	2,433,565
<i>Tăng trưởng doanh thu</i>		1329%	116%	50%	15%	10%	10%	5%	5%
Lợi nhuận gộp	3,007	160,239	204,341	301,394	346,603	300,997	331,097	347,652	365,035
<i>Biên LN gộp</i>	9%	33%	19%	19%	19%	15%	15%	15%	15%
LNST	207	87,735	110,189	132,548	152,430	107,474	118,221	124,132	130,339
<i>Tăng trưởng LNST</i>		42381%	26%	20%	15%	-29%	10%	5%	5%
EBIT	285	108,984	116,852	141,699	162,954	98,984	108,882	114,326	120,042
Tổng nợ/Tổng tài sản	61%	58%	72%	68%	62%	61%	57%	53%	51%
Tổng nợ/VCSH	155%	136%	258%	217%	160%	159%	132%	114%	105%
ROA	0.1%	14.4%	6.6%	7.2%	8.2%	5.2%	5.7%	5.8%	5.7%
ROE	0.2%	33.9%	23.7%	22.8%	21.4%	13.5%	13.2%	12.4%	11.8%
EPS (đồng/cp)	24	4,387	2,937	3,533	4,063	2,865	3,151	3,309	3,474
Book value (đồng/cp)	10,024	12,949	12,412	15,444	18,908	21,114	23,782	26,562	29,480

Khả năng sinh lời cao, ổn định trong trung hạn

Chỉ tiêu sinh lời	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
LN gộp	9%	33%	19%	19%	19%	15%	15%	15%	15%	15%
LN kinh doanh	1%	23%	15%	12%	12%	8%	8%	8%	8%	5%
LNST/Doanh thu	1%	18%	10%	8%	8%	5%	5%	5%	5%	4%
ROA	0.1%	14.4%	6.6%	7.2%	8.4%	5.6%	6.0%	6.1%	6.0%	4.1%
ROE	0.2%	33.9%	23.7%	22.8%	22.1%	15.0%	14.5%	13.5%	12.7%	8.7%

PXS có tỷ suất sinh lời tương đối ổn định. ROA và ROE luôn ở mức cao so với trung bình ngành kể từ năm 2010. Điều này cho thấy công ty đã tận dụng tốt tiềm lực vốn tự có và tài sản để tạo ra nguồn lợi nhuận. Với đặc thù xây lắp giếng dầu, các công trình kết cấu kim loại và công trình dầu, khí xa bờ, PXS luôn đảm bảo được mức biên lợi nhuận gộp ổn định. Với hợp đồng xây dựng dự án Topside H4 Mỏ Tê Giác Trắng có giá trị 900 tỷ đồng, các tỷ suất sinh lời của PXS vẫn sẽ được giữ vững ít nhất đến năm 2013.

Cơ cấu vốn ổn định trong năm nhưng chịu áp lực các khoản nợ phải trả trong vòng 2 năm tới

Cơ cấu vốn	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tổng nợ/Tổng tài sản	61%	58%	72%	68%	62%	63%	59%	55%	53%	53%
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	155%	136%	258%	217%	164%	170%	141%	122%	112%	114%
Nợ ngắn hạn/Tổng nợ	98%	93%	63%	80%	90%	92%	93%	93%	94%	95%

Cũng như các doanh nghiệp xây lắp khác, PXS sử dụng đòn bẩy tài chính khá lớn nhưng việc sử dụng đòn bẩy lại khá hiệu quả được minh chứng qua tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi

nhuận và các tỷ suất sinh lời. Tuy nhiên, việc để các khoản nợ tăng mạnh sẽ gây ra nhiều rủi ro cho hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai. Tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu năm 2011 lên tới 258%, cao hơn so với mức trung bình ngành (207%). Các khoản vay nợ ngắn hạn mới năm 2011 là hơn 85 tỷ, còn lại phần lớn trong 289 tỷ đồng nợ ngắn hạn trong năm là các khoản tiền trả nợ những hợp đồng vay dài hạn trước đó. Cụ thể, trong năm 2012, công ty phải trả khoảng hơn 200 tỷ tiền đáo hạn một phần các hợp đồng vay nợ dài hạn. Tuy nhiên, đây sẽ không phải là vấn đề quá khó khăn với PXS do công ty sở hữu lượng tiền mặt khá cao (gần 257 tỷ đồng cuối năm 2011 và còn 144 tỷ đồng 6 tháng đầu năm 2012), việc thanh toán khoản nợ trong năm nay sẽ được đảm bảo. Vấn đề với PXS là trong 2 năm tiếp theo, công ty sẽ phải trả phần nợ dài hạn khoảng gần 440 tỷ đồng. Áp lực vay nợ tài chính hiện nay là rất lớn. Nếu vẫn duy trì tỷ trọng nợ vay ngắn hạn trên tổng nợ như hiện nay, mức độ rủi ro của PXS là không nhỏ với sự biến động của chi phí lãi vay và chi phí vốn cổ phần, do đó, chi phí sử dụng vốn sẽ không đạt mức tối ưu.

Hiệu quả hoạt động cao

Chỉ tiêu hiệu quả	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Vòng quay khoản phải thu	0.4	13	3	3	3	3	3	5	5	4
Số ngày phải thu	868.2	28.1	109.0	109.0	109.0	109.0	109.0	73.0	73.0	84.0
Vòng quay hàng tồn kho	1.1	6.74	7.09	7.12	7.12	7.47	7.47	7.47	7.47	7.47
Số ngày tồn kho	339.5	54.2	51.5	51.2	51.2	48.8	48.8	48.8	48.8	48.8
Vòng quay khoản phải trả	1.1	6.1	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
Số ngày phải trả	337.1	60	63	63	63	63	63	63	63	63
Vòng quay tổng tài sản	0.2	0.8	0.6	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1

Các chỉ số về hiệu quả hoạt động cho thấy PXS đang phát triển tương đối tốt tình hình hoạt động cốt lõi. Vòng quay tổng tài sản được cải thiện nhanh chóng và giữ ổn định lâu dài, điều này là minh chứng cho việc công ty sử dụng khá tốt nguồn tài sản nội tại để tạo ra nguồn thu. Vấn đề của PXS nằm ở chỗ chênh lệch tương đối lớn giữa số ngày phải thu và phải trả. Công ty cần kiểm soát tốt những chỉ số này để tránh rủi ro về thanh khoản.

Tính đến hết Q2/2012, dòng tiền hoạt động kinh doanh của PXS là -191 tỷ đồng. Tuy nhiên, các khoản phải thu tăng đột biến so với cuối năm 2011, lên hơn 362 tỷ, trong đó chủ yếu là phần phải thu từ hợp đồng xây dựng công trình chế tạo Topside Tê Giác Trắng – H4 Hoàng Long chiếm khoảng 275 tỷ đồng. Trong 6 tháng cuối năm 2012, khi PXS được tất toán khoản công nợ trên thì dòng tiền hoạt động kinh doanh sẽ trở nên ổn định và thực tế cho thấy với ngành xây lắp nói chung, Quý 4 thông thường sẽ là thời điểm các công ty thực hiện hạch toán những phần phải thu còn tồn đọng.

Phân tích Dupont

Công thức Dupont	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
LNST/Doanh thu	1%	18%	10%	8%	8%	5%	5%	5%	5%	4%
Vòng quay Tổng tài sản	16%	80%	63%	86%	98%	97%	107%	108%	107%	110%

Đòn bẩy tài chính	2.55	2.36	3.58	3.17	2.60	2.59	2.32	2.14	2.05	2.08
ROE	0.2%	33.9%	23.7%	22.8%	21.4%	13.5%	13.2%	12.4%	11.8%	8.1%

Phân tích Dupont cho thấy PXS tận dụng tương đối tốt cả yếu tố nội tại và yếu tố bên ngoài để tạo ra doanh thu. Công ty đã nâng cao hiệu quả kinh doanh bằng cách sử dụng tốt các tài sản sẵn có. Tốc độ tăng doanh thu nhanh hơn so với tốc độ tăng tài sản. Ngoài ra, là một công ty xây lắp, PXS cũng sử dụng đòn bẩy tài chính khá lớn, tuy nhiên, việc sử dụng đòn bẩy tài chính đem lại doanh thu tăng trưởng tới 116% trong năm 2011.

12. Định giá PXS

Giả định

- *Xác định tỷ lệ lợi nhuận kỳ vọng:*
 - Tỷ lệ lãi suất phi rủi ro dựa trên lợi suất danh nghĩa của trái phiếu chính phủ có thời hạn 5 năm hiện tại là 10%/ năm.
 - Rủi ro đầu tư đối với thị trường chứng khoán hiện tại là 5% theo bảng country risk-2012 của Damodaran.
 - Thuế thu nhập doanh nghiệp cho PXS hiện tại là 25%.
 - Mô hình DCF được sử dụng chia làm 2 giai đoạn, trong đó giai đoạn 1 từ năm 2012 tới năm 2018 và giai đoạn ổn định từ năm 2019.
- *Dự phóng tăng trưởng doanh thu:*
 - Tuy là doanh nghiệp xây lắp nhưng PXS có lợi thế đặc thù là việc xây dựng các công trình dầu khí, các kết cấu kim loại và các công trình dầu, khí xa bờ nên nguồn thu được đánh giá là ổn định dựa vào những hợp đồng xây dựng với Vietsopetro và PVN.
 - Năm 2011, Doanh thu chủ yếu đến từ dự án án Bãi cảng kết cấu kim loại và thiết bị Dầu khí Sao Mai Bến Đình ở Vũng Tàu.
 - Năm 2012, Doanh thu sẽ chủ yếu đến từ hợp đồng chế tạo Topside giàn dầu giếng (Topside H4) Mỏ Tê Giác Trắng với tổng giá trị hợp đồng hơn 900 tỷ đồng. Do vậy kế hoạch doanh thu (1,628 tỷ) và LNTT (150 tỷ) năm 2012 dự kiến sẽ hoàn thành và năm 2013 vẫn sẽ đảm bảo mức tăng trưởng dựa trên hợp đồng này.
 - PXS cũng có 1 tòa nhà hỗn hợp chung cư, văn phòng, TTTM ở số 2 Nguyễn Hữu Cánh, thành phố Vũng Tàu đã khánh thành năm 2011 nhưng hiện nay để lấp đầy là rất khó do sự trầm lắng của thị trường bất động sản. Dự kiến 2013 sẽ khó tạo đột biến doanh thu từ dự án này. Tuy nhiên, về dài hạn, đây sẽ là một trong những nguồn thu quan trọng của PXS khi kinh tế hồi phục.
 - Đối với lĩnh vực xây lắp, do chưa xác định được cụ thể những hợp đồng lớn tiếp theo của PXS, nên tỷ lệ tăng trưởng doanh thu được dự phóng một cách thận trọng là 15% từ năm 2013.

Doanh thu	Hiện tại			Dự phóng doanh thu 2012-2017					
x Triệu VND	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	34,240	489,294	1,057,523	1,586,285	1,824,227	2,006,650	2,207,315	2,317,681	2,433,565
Tăng trưởng doanh thu		1329%	106%	50%	15%	10%	10%	5%	5%

- *Chi phí giá vốn hàng bán:*

Chi phí giá vốn hàng bán trên doanh thu 2011 của PXS dao động quanh mức 80%. Một cách thận trọng, tỷ lệ này được xác định trong khoảng 80 – 85% do tác động của lạm phát trong thời gian tới.

Các phương pháp định giá và kết quả

- *Yếu tố cơ bản:*

- PXS là doanh nghiệp thuộc lĩnh vực xây lắp, doanh thu chủ yếu dựa vào giá trị các hợp đồng thực hiện do vậy, dòng tiền tự do chủ yếu được hình thành từ hoạt động kinh doanh, không phản ánh được hết các dòng tiền từ hoạt động đầu tư dài hạn, dòng tiền từ hoạt động tài chính mô hình định giá chiết khấu dòng tiền DCF (FCFF và FCFE) được áp dụng. Tuy nhiên tỷ trọng áp dụng với phương pháp định giá này là không cao (15% với FCFF và FCFE) do tính ổn định của dòng tiền ngành xây lắp không cao, phụ thuộc lớn vào hợp đồng xây dựng cũng như tiến độ hạch toán của chủ đầu tư.
- Tỷ trọng 50% được lựa chọn cho phương pháp P/BV bởi PXS sử dụng khá tốt nguồn lực nội tại (vốn và tài sản) để tạo ra doanh thu. Ngoài ra, công ty còn được sự hậu thuẫn lớn từ PVN với nhiều hợp đồng xây lắp thuộc lĩnh vực dầu khí, vì vậy, P/BV sẽ phản ánh chính xác nhất giá trị cổ phiếu PXS.
- Phương pháp P/E được áp dụng để phản ánh giá trị thị trường của cổ phiếu. Đặt trong bối cảnh thị trường có nhiều biến động khó nắm bắt, P/E sẽ cho thấy một phần giá trị thị trường mà cổ phiếu PXS hiện nay đang được nhà đầu tư kỳ vọng.

- *Kết quả định giá:*

FCFF	Giá CP
Giá trị hiện tại của các dòng tiền	627,732
Giá trị hiện tại của dòng tiền kỳ ổn định	420,957
Giá trị của doanh nghiệp	1,048,689
Tiền và các khoản tương đương	256,886
Nợ vay phải trả	(448,094)
Giá trị phần vốn CSH	857,481
SL cổ phiếu lưu hành	37.5
Giá CP	22,855

FCFE	Giá CP
Giá trị các dòng tiền giai đoạn 1	276,312
Giá trị dòng tiền kỳ ổn định	253,683
Giá trị phần vốn CSH	529,995

SL cổ phiếu lưu hành	37.5
Giá CP	14,126

PE & PB	Giá CP
EPS	2,937
Book value	12,412
P/E kỳ vọng	5.0
P/B kỳ vọng	1.0
Giá CP-P/E	14,685
Giá CP-P/B	12,412

Tổng hợp		
Phương pháp	%	Giá tại mức giả định
FCFF	15%	22,855
FCFE	15%	14,126
P/E	20%	14,685
P/BV	50%	12,412
Giá bình quân	100%	14,690

Khuyến nghị đầu tư:

Kết quả bình quân mà các phương pháp định giá mang lại cho PXS là 14,690 đồng/cổ phiếu. Với mức giá đóng cửa ngày 20/9/2012 là 9,000 đồng/cổ phiếu, P/E thị trường của PXS hiện nay chỉ là 3.06, một mức hấp dẫn để tiến hành đầu tư vào cổ phiếu PXS ở thời điểm hiện tại.

Những thông tin và nhận định mà được cung cấp trên đây là dựa trên đánh giá của người viết tại ngày đưa ra bản tin. Bản tin này chỉ mang tính chất tham khảo nhằm giúp nhà đầu tư có đầy đủ thông tin hơn trong việc ra quyết định và có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần thông báo trước. Thông tin trong bản tin này dựa trên những thông tin có sẵn được thu thập từ nhiều nguồn mà được tin là đáng tin cậy, tuy nhiên độ chính xác và hoàn hảo không được đảm bảo. Người viết không chịu trách nhiệm cho những khoản lỗ trong đầu tư khi sử dụng những thông tin trong bản tin này.