



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY CỔ PHẦN XÂY LẮP DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVX – HNX)

Khuyến nghị đầu tư: Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư BÁN cổ phiếu PVX tại mức giá thị trường hiện tại.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013F
DTT (tỷ đồng)	9,271.92	4,469.03	4,246.03
+/- yoy	27.08%	-51.80%	-4.99%
LNST (tỷ đồng)	-19.12	-1,338.39	-1,188.89
+/- yoy	-103.26%	-6,899.95%	27.1%
TTS (tỷ đồng)	16,773.06	18,954.01	21,073.07
+/- yoy	34.14%	13.00%	11.18%
VCSH (tỷ đồng)	2,755.94	2,848.11	2644.47014
+/- yoy	-5.65%	3.34%	-7.15%
Nợ/TTS	67%	73%	70%
TS LN gộp	10.89%	-4.71%	-4.50%
TS LN ròng	-0.21%	-29.95%	-28.00%
EPS (đồng)	-0.05	-3.35	-2.97
ROA	-0.11%	-7.06%	-5.64%
ROE	-0.69%	-46.99%	-44.96%

Các điểm đáng lưu ý

- ❖ PVX vừa công bố kết quả kinh doanh quý 2 và 6 tháng đầu năm 2013 của riêng công ty mẹ. Theo đó, Lũy kế 6 tháng, PVX lỗ ròng 366 tỷ đồng, trong khi 6 tháng đầu năm 2012 công ty lỗ ròng 498 tỷ đồng. Điểm đáng lưu ý là quý I công ty mẹ lãi ròng 9 tỷ đồng nhưng cả tập đoàn vẫn bị âm 31 tỷ đồng. Nhiều khả năng kết quả kinh doanh hợp nhất quý 2 của PVX sẽ thấp hơn kết quả kinh doanh của công ty mẹ.
- ❖ Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh của PVX âm liên tục trong 2 năm gần đây và trong quý I/2013. Công ty phải tài trợ hoạt động sản xuất kinh doanh và đầu tư bằng dòng tiền từ hoạt động tài chính, trong đó năm 2012, Tập đoàn Dầu khí đã chi 1,100 tỷ đồng để mua cổ phiếu phát hành thêm của PVX với mức giá đắt.
- ❖ Trong ngắn hạn, thị trường bất động sản tiếp tục gặp khó khăn, ảnh hưởng đáng kể đến hoạt động triển khai các dự án của PVX.
- ❖ Với đòn bẩy tài chính cao, PVX đang phải gánh chịu chi phí lãi vay lớn. Mặc dù thị trường lãi suất chung đã giảm, nhiều khoản vay của PVX được ký hợp đồng với lãi suất cao, ngoài ra còn phải chịu lãi suất tiền vay quá hạn.

Với lợi thế của công ty con của Tập đoàn Dầu khí, có thể năm nay PVX lại nhận được sự hỗ trợ từ phía Tập đoàn, nhưng về dài hạn, chúng tôi không đánh giá cao triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của PVX. Ngoài ra, cổ phiếu này đã bị lỗ 2 năm liên tiếp, nếu năm nay tiếp tục bị lỗ sẽ bị hủy niêm yết. Trong ngắn hạn, nhiều khả năng kết quả kinh doanh hợp nhất sẽ tệ hơn kết quả kinh doanh của riêng công ty mẹ trong quý 2. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư BÁN cổ phiếu này.

KHOÍ PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Lại Đức Dương
Vũ Thị Thu Trang

Hà Nội, ngày 08/08/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building,
Số 14 Lê Đại Hành, Hai Bà Trưng,
Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 692
Fax: 04.35771966

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 07/08/2013 (nghìn đồng)	4.1
EPS cơ bản (nghìn đồng)	-2.81
P/E	-1.63
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	5.95
Hệ số beta	2.43
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	1,376,115
KLCP đang lưu hành	400,000,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	n/a

Tổng Công ty Cổ phần Xây lắp Dầu khí Việt Nam (PVC) là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc Gia Việt Nam (PetroVietnam). Ngày 17/3/2005, Công ty đã chuyển thành Công ty cổ phần và ngày 1/4/2006, công ty đã chính thức đi vào hoạt động. Trải qua nhiều lần tăng vốn điều lệ, vốn điều lệ hiện tại của công ty là 4,000 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông của PVX gồm có Tập đoàn Dầu khí Việt Nam sở hữu 54.54%, còn lại là các cổ động khác (trong đó cổ đông nước ngoài nắm giữ 7.49%).

Các định chế tài chính là cổ đông của PVX có thể kể đến Market Vector ETF Trust- Market Vectors- Vietnam ETF đang nắm giữ 6.12% vốn điều lệ.

Hiện tại PVX đang sở hữu 51% cổ phần tại một số công ty cổ phần xây lắp dầu khí như Miền Trung, Xây lắp Đường ống bể dầu khí, XD Công nghiệp và Dân dụng Dầu khí, 76% tại PVC Land...

HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT KINH DOANH

PVX hoạt động trong các lĩnh vực Xây lắp chuyên ngành Dầu khí, Xây dựng công nghiệp, Xây dựng dân dụng, Đầu tư xây dựng khu Công nghiệp và Đầu tư tài chính.

Khoản mục	2011		2012		1H/2013	
	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ trọng	Giá trị (tỷ đồng)	Tỷ trọng
Hoạt động xây lắp	7,336.92	79.13%	3,708.55	82.97%	1527.89	98.16%
Kinh doanh hạ tầng	1,223.04	13.19%	453.12	10.14%	2.64	0.17%
Dịch vụ	56.40	0.06%	106.27	2.38%	13.96	0.89%
Tư vấn xây dựng	22.01	0.24%	6.37	0.14%	-	-
Cung cấp vật tư, thiết bị	441.69	4.76%	21.85	0.05%	-	-
Khác	191.85	2.07%	173.38	3.88%	25.94	1.68%
Tổng cộng	9,271.92	100%	4,469.50	100%	1556.47	100%

Có thể thấy giá trị các hoạt động của PVX sụt giảm khá mạnh trong năm 2012 ở tất cả các mảng, đặc biệt từ các hoạt động kinh doanh cốt lõi như hoạt động xây lắp và kinh doanh hạ tầng (giảm tương ứng 50.5% và 37.04%). Tỷ trọng hoạt động xây lắp đang là mảng kinh doanh mang lại doanh thu chính cho PVX. Lợi thế từ công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, nhờ vậy PVX là có lợi thế trong lĩnh vực xây lắp đối với các công trình dầu khí và các công trình khác trong tập đoàn. Có thể thấy rõ điều này khi PetroVietnam cho biết sẽ tạo ra khối lượng công việc để hỗ trợ PVX trong thời gian sắp tới.

Mới đây, PVX đã được PetroVietnam chấp thuận thực hiện gói thầu EPC cho dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình với giá trị hợp đồng 1.2 tỷ USD và dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2 với giá trị hợp đồng gần 827 triệu USD.

Vị thế của công ty trong ngành

Lợi thế lớn nhất của PVX là thành viên Tập Đoàn Dầu khí Việt Nam. Tập đoàn là đơn vị duy nhất thực hiện, quản lý và điều hành các hoạt động thăm dò dầu khí và các hoạt động khai thác dầu, khí đốt. Với vị thế là công ty thành viên của PetroVietnam, PVX hưởng được sự hỗ trợ và độc quyền trong lĩnh vực xây lắp các công trình, dự án khai thác dầu, nhà máy lọc dầu, bể và ống dẫn khí. Do đó, khách hàng truyền thống lâu năm của PVX là những đơn vị lớn, đảm bảo cho doanh thu, lợi nhuận của PVX như Vietsovpetro, Tổng công ty khí PVGas, Điện lực dầu khí...

Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2009	2010	2011	2012	Q2/2013
Doanh thu thuần	4,072.11	7,295.61	9,271.92	4,469.50	308.62
+/- yoy (%)	125.17%	79.16%	29.07%	-51.80%	-12%
Lợi nhuận sau thuế	228.96	742.30	97.24	(1,847.33)	(374.68)
+/- yoy (%)	161.46%	224.21%	-86.90%	-1999.76%	25.64%
Tổng tài sản	5,648.50	12,503.69	16,773.07	18,954.01	10,609.92
+/- yoy (%)	47.78%	121.36%	34.14%	13.0%	-45.00%
Vốn chủ sở hữu	1,756.16	2,920.90	2,755.95	2,848.11	2,377.68
+/- yoy (%)	8.98%	66.32%	-5.65%	3.34%	-45.67%

Doanh thu thuần tăng trưởng mạnh trong năm 2009 và 2010 và tốc độ bắt đầu suy giảm từ năm 2011 trở đi với tốc độ chỉ còn 29.07%. Nguyên nhân chủ yếu do trong 2 năm 2009 và 2010, với vị thế độc quyền trong mảng xây lắp dầu khí cùng sự tăng trưởng nóng của ngành bất động sản cũng như hoạt động đầu tư công. Lợi nhuận sau thuế sụt giảm đến 87% trong năm 2011, nguyên nhân chủ yếu là do giá vốn hàng bán đã tăng hơn 70%, chi phí tài chính tăng 300% (từ 29 tỷ lên đến 114 tỷ đồng). Chi phí quản lý doanh nghiệp cũng tăng gấp đôi, từ 266 tỷ lên 544 tỷ đồng.

Doanh thu thuần giảm, nhưng biên lãi gộp tăng nên PVX vẫn lãi gộp 15.7 tỷ đồng trong quý 2, trong khi cùng kỳ công ty lãi gộp vốn vẹn 440 triệu đồng. Việc tiết giảm các chi phí hoạt động, đặc biệt là chi phí tài chính (giảm từ 301 tỷ đồng quý 2 năm ngoái xuống còn 245.7 tỷ đồng quý 2 năm nay) khiến kết quả kinh doanh quý 2/2013 của công ty đỡ "bi đát" hơn. **Lũy kế 6 tháng, PVX lỗ ròng 366 tỷ đồng**, trong khi 6 tháng đầu năm 2012 công ty lỗ ròng 498 tỷ đồng.

PVX bị đưa vào diện kiểm soát do lợi nhuận sau thuế âm trong 2 năm gần nhất (năm 2011 sau khi điều chỉnh hồi tố âm 19.12 tỷ đồng và năm 2012 âm 1,338 tỷ đồng). Lỗ chưa phân phối tính đến cuối quý 2 của PVX đạt 1,699.7 tỷ đồng, bằng 42,5% vốn điều lệ của công ty tại cùng thời điểm.

Theo như kế hoạch, PVX sẽ tập trung vào mảng thi công xây lắp chuyên ngành. Trong năm 2012, PVX đã hoàn thành và bàn giao các công trình khối thượng tầng giàn khoan đầu Giếng H4 Tê Giác Trắng, Nhà máy hóa phẩm Dầu khí Cái Mép, dự án Gầu Trắng, Nhà lả việc Xí nghiệp khoan và sửa giếng, nâng cấp trùng tu tôn tạo Khu tưởng niệm Bác Hồ(Cà Mau), Trạm Y tế xã Quảng Thái(Thanh Hóa). Công tác xây lắp năm 2012 chủ yếu tập trung vào các công trình chuyển tiếp từ năm 2011 như Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2, Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1, Kho lạnh LPG Thị Vải. Do không có nguồn việc mới nên sản lượng, doanh thu giảm nghiêm trọng, trong khi đó khối lượng dở dang và công nợ rất lớn.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Các khoản mục đáng lưu ý

Các khoản phải thu: Tính đến cuối Q1/2013, khoản phải thu là gần 7,241 tỷ đồng, chiếm 37.86% tổng giá trị tài sản của PVX, trong đó khoản mục “trả trước cho người bán” chiếm 23.92% tổng tài sản. Đây là khoản tiền PVX tạm ứng cho các nhà cung cấp để triển khai các dự án. Đáng kể nhất trong khoản mục này là khoản trả trước cho liên danh nhà thầu Sojitz và Daelim liên quan đến hợp đồng mua thiết bị dự án Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2.

Hàng tồn kho: Chiếm 17.25% giá trị tổng tài sản, chủ yếu là chi phí sản xuất kinh doanh dở dang, tập trung vào các dự án Công trình Ethanol, LPG Lạnh, Nhiệt điện Thái Bình 2, Nhiệt điện Vũng Áng 1... Có thể thấy PVX có một cơ cấu dự án đầu tư tương đối dàn trải, vào nhiều lĩnh vực khác nhau, từ xây lắp trong lĩnh vực dầu khí, đến dự án nhiệt điện, xây dựng khách sạn, chung cư cao cấp.

Vay và nợ ngắn hạn: Nợ ngắn hạn chiếm tỷ trọng 64.91% tổng nguồn vốn trong đó vay ngắn hạn là 14.42%. Điểm đáng lưu ý là theo thuyết minh báo cáo tài chính năm 2012, PVX đang phải vay với lãi suất khá cao. Ví dụ khoản vay từ Tổng Công ty Tài chính Cổ phần Dầu khí Việt Nam bao gồm 6 khoản vay theo hình thức hợp đồng tín dụng hạn mức với lãi suất từ 15.5% /năm đến 20%/năm (năm 2011 là từ 18.5% đến 22%/năm). Khoản vay từ Ngân hàng Thương mại Cổ phần Đại Dương, nhiều khoản mục đã quá hạn từ năm 2011 và đang phải chịu lãi suất quá hạn từ 7 – 8.25%/năm.

Các chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán hiện hành	1.07	1.14	1.03	1.04	1.06
Hệ số thanh toán nhanh	0.78	0.90	0.61	0.74	0.79
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.14	0.22	0.08	0.06	0.04
Cấu trúc tài chính					
Vốn vay/Tài sản	0.05	0.05	0.09	0.08	0.08
Công nợ/Tài sản	0.14	0.27	0.29	0.22	0.23
	0.64	0.61	0.66	0.73	0.76
Hiệu quả hoạt động					
Thời gian TB thu tiền KH	128	143	163	421	544
Thời gian TB xử lý HTK	94	76	127	304	246
Thời gian TB trả cho NCC	52	55	51	130	101
Chu kỳ tiền tệ	170	164	240	595	690
Tỷ suất sinh lời					
Lãi gộp/Doanh thu	10.3%	13.9%	10.9%	-4.7%	-0.7%
Lãi hoạt động/Doanh thu	5.9%	9.3%	1.2%	-38.5%	-31.0%
Lãi trước thuế/Doanh thu	6.8%	12.9%	2.0%	-40.8%	-31.8%
Lãi ròng/ Doanh thu	5.6%	10.2%	1.0%	-41.3%	-33.0%
ROA	4.8%	8.2%	0.7%	-10.3%	-8.4%
ROE	13.6%	31.7%	3.3%	-63.5%	-67.4%

Tình hình thanh khoản của công ty PVX ở mức rủi ro cao. Khả năng thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh đều giảm. Rủi ro hơn là trong cơ cấu tài sản ngắn hạn, tỷ trọng hàng tồn kho và khoản phải thu tăng lên rất nhanh, chiếm phần lớn, tương đương với 46.47% và 29.36% năm 2012. Tiền và tương đương tiền chỉ chiếm 5.84% trong năm 2012.

Về cấu trúc tài chính, có thể thấy cấu trúc tài chính của PVX chủ yếu là nợ ngắn hạn, tăng mạnh trong năm 2012, chiếm 64% (năm 2011 chỉ chiếm 58%). Tỷ trọng khoản nợ dài hạn của PVX cũng tăng, đặc biệt là từ năm 2011 (từ 5% lên 9%) và duy trì mức 8% cho đến Q1/2013.

Chu kỳ tiền tệ của công ty tăng trong giai đoạn từ 2009 trở lại đây. Việc các dự án đầu tư chậm tiến độ, không đi vào hoạt động, tạo ra dòng tiền khiến chỉ tiêu này tăng mạnh trong các năm gần đây.

Về tỷ suất sinh lời, có thể thấy trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty ổn định trong giai đoạn 2009 - 2011 khi đạt trung bình 10.5%. Tuy nhiên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính lại có lãi hoạt động giảm rất mạnh, từ 9.27% năm 2010 xuống còn 1.23% năm 2011 và lỗ -38.5% năm 2012. Cùng với đó là sự sụt giảm từ ROA, ROE, bắt đầu từ năm 2011. Cả 2 chỉ số đều âm (ROE và ROA năm 2011 lần lượt là -0.13% và -0.67%). Kết quả vẫn chưa được cải thiện nhiều trong Q2/2013. Lãi ròng -143%, ROA và ROE tương ứng -4.74% và -21.16%.

Phân tích dòng tiền

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh của PVX bị âm liên tiếp trong 2 năm 2011 và 2012 và cả quý I/2013. Công ty đang phải dùng tiền từ hoạt động tài chính để bù đắp cho hoạt động đầu tư và hoạt động sản xuất kinh doanh. Năm 2012, công ty nhận được 1,375 tỷ đồng từ việc phát hành cổ phiếu tăng vốn điều lệ. Điểm đáng lưu ý là trong đợt phát hành thêm cổ phiếu này, 4 tổ chức lớn bao gồm Tập đoàn dầu khí Việt Nam, Ngân hàng TMCP Đại Dương, Công ty cổ phần Đầu tư và Vật liệu PVV, Công ty TNHH Xuất nhập khẩu Đông Thành đã ôm trọn số cổ phiếu trên với giá 10,000 đồng/1 cổ phiếu. Riêng PVN đã chi 1,100 tỷ đồng mua cổ phần phát hành thêm đợt này của PVX và thành cổ đông lớn duy nhất nắm giữ hơn 213.02 triệu CP tương đương tỷ lệ 53.25%.

KẾT LUẬN

Với lợi thế của công ty con của Tập đoàn Dầu khí, có thể năm nay PVX lại nhận được sự hỗ trợ từ phía Tập đoàn, nhưng về dài hạn, chúng tôi không đánh giá cao triển vọng hoạt động sản xuất kinh doanh của PVX. Ngoài ra, cổ phiếu này đã

bị lỗ 2 năm liên tiếp, nếu năm nay tiếp tục bị lỗ sẽ bị hủy niêm yết. Trong ngắn hạn, nhiên khả năng kết quả kinh doanh hợp nhất sẽ tệ hơn kết quả kinh doanh của riêng công ty mẹ trong quý 2. Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư BÁN cổ phiếu này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
08/08/2013	4,100	2000	Bán

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apec.com.vn; Website: <http://www.apec.com.vn>