



Công ty cổ phần Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí (HSX: PXS)

Báo cáo cập nhật

CẬP NHẬT VÀ KHUYẾN NGHỊ

PXS vừa thành công phát hành 5 triệu cổ phiếu cho đối tác chiến lược McPECOM tới từ Singapore, phát hành gần 5 triệu cổ phiếu cho cổ đông lớn và việc PXS chuẩn bị hoàn tất việc thoái vốn khỏi PVPIPE sẽ giúp công ty thu về hơn 160 tỷ đồng tiền mặt và trả nợ gốc vay dài hạn 160 tỷ đồng giúp PXS giảm mạnh các khoản vay dài hạn vào Quý 4/2013.

Bên cạnh việc huy động vốn thành công, PXS đã giảm được đáng kể chi phí lãi vay trong năm 2013 cũng như giảm được tỷ lệ giá vốn hàng bán và chi phí quản lý dẫn tới hiệu quả kinh doanh tiếp tục cải thiện. Với biên lãi gộp trong 9T/2013 đạt 22,47% là mức lãi gộp rất cao trong lĩnh vực xây lắp, cơ khí chế tạo và tăng mạnh so với mức 18,5% của cùng kỳ năm 2012.

Mặc dù lợi nhuận sau thuế 9T/2013 mới đạt 49,18 tỷ đồng và giảm 20,82% so với cùng kỳ năm 2012 nhưng do yếu tố mùa vụ trong xây lắp nên chúng tôi tin tưởng kết quả kinh doanh năm 2013 của PXS sẽ hoàn thành và có khả năng vượt kế hoạch kinh doanh đề ra. Doanh thu năm 2013 ước ở mức 1.380 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế ước đạt 104 tỷ đồng và EPS bình quân vào khoảng 2.082 VND/cổ phần vượt kế hoạch cả năm 2013.

PXS đã xây dựng được kế hoạch kinh doanh năm 2014 với các hợp đồng đã hoàn thành đàm phán cũng như đang tiến hành đàm phán để chuẩn bị cho năm 2014 – 2016 với tổng giá trị đã ký cho Q4/2013 – Q2/2014 là 1.400 tỷ đồng và Q3/2014 – 2016 vào khoảng 2.933 tỷ đồng.

PXS là một trong 4 công ty cơ khí, chế tạo trên biển tại Việt Nam và có tốc độ tăng trưởng, lợi nhuận rất tốt trong ngành. Thêm vào đó với chính sách cổ tức cao bình quân 13-18%/năm thì PXS là cổ phiếu rất tốt cho các nhà đầu tư nắm giữ dài hạn cũng như nhà đầu tư có chiến lược nắm giữ để hưởng cổ tức cao (hight dividend yield).

Chúng tôi cập nhật dự báo PXS ở mức **15.000 VNĐ/cổ phần**. Mức giá này tương đương P/E forward 2013 là 7,2 lần và P/B forward là 1,18 lần. **Mức giá này cao hơn mức giá đang giao dịch ngày 25/10 là 41,5%**. Chúng tôi đánh giá mức giá định giá này là hợp lý với sự tăng trưởng cũng như tiềm năng trong tương lai của PXS. Tốc độ tăng trưởng EPS bình quân 2013 – 2017 đạt 18,9%, Divident yield tại mức giá hiện tại đạt 14,2%.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

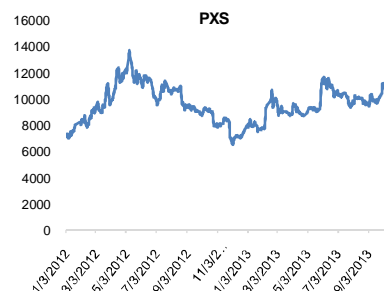
Giá kỳ vọng:	15.000
Giá giao dịch:	10.600
Cao nhất 52 tuần:	6.200
Thấp nhất 52 tuần:	11.200

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HSX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP niêm yết:	40.630.661
Vốn hóa (tỷ VND):	471
EPS 2012 (VND):	1.797

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVX	54 %
McPEC	10%
VF2	6%
Khác	30%
Tổng	100%



	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EPS (VNĐ)	4,015	1,797	2,082	2,582	2,835	3,515	4,244
Tốc độ tăng trưởng EPS	-14.6%	-55.2%	15.8%	24.0%	9.8%	24.0%	20.8%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	12,622	12,758	12,851	13,933	15,268	16,983	19,427
P/E (lần)	3.74	8.35	7.21	5.81	5.29	4.27	3.53
P/B (lần)	1.19	1.18	1.17	1.08	0.98	0.88	0.77
ROA	7.10%	5.18%	8.32%	10.66%	11.23%	13.20%	14.78%
ROE	24.77%	14.09%	16.20%	18.53%	18.57%	20.69%	21.85%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.49	1.72	0.95	0.74	0.65	0.57	0.48

Nguồn: PXS, PSI tổng hợp và dự báo

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết thúc 9T/2013, PXS đạt doanh thu 681,8 tỷ đồng giảm 31,9% so với cùng kỳ năm 2012 và mới đạt 49% của kế hoạch năm 2013. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi thì khả năng hoàn thành doanh thu năm 2013 vẫn hoàn toàn khả thi do PXS dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 700 tỷ doanh thu trong quý 4/2013 từ các dự án đang triển khai đặc biệt là dự án Diamond.

Điểm sáng trong 9 tháng đầu năm 2013 là mức biên lợi nhuận gộp tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2012. Với mức biên lợi nhuận gộp đạt 29% trong 9T/2013 tăng 6,3% so với mức 23,1% biên lợi nhuận gộp của 9T/2012. Sau 9T, PXS đạt 153,16 tỷ đồng lợi nhuận gộp chỉ giảm 17% so với cùng kỳ năm 2012 mặc dù doanh thu giảm 31,9%.

Hoạt động kinh doanh bất động sản tại tòa nhà số 02 Nguyễn Hữu Cảnh không gây lỗ cho PXS trong năm cũng là tín hiệu đáng mừng. Mặc dù dự án này không đem lại lợi nhuận cho Công ty nhưng cũng không ảnh hưởng nhiều tới kết quả kinh doanh của PXS trong giai đoạn hiện tại và tương lai.

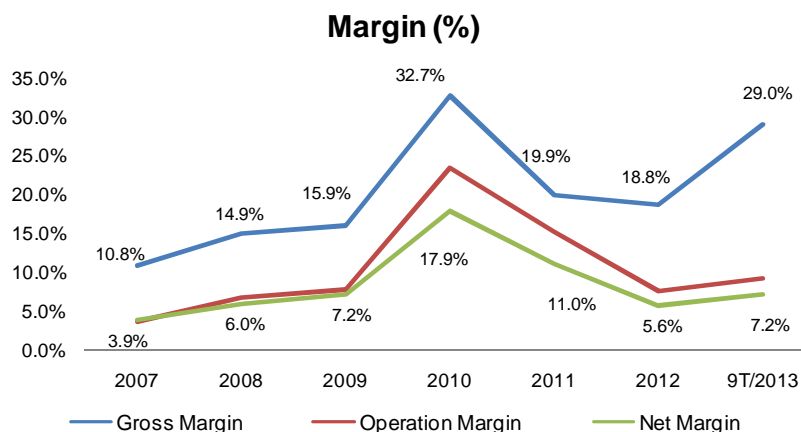
Bảng 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của PXS

Năm tài chính 31/12, Tỷ VND	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Doanh thu	681.8	-31.9%	1,196.9	12.7%	1,061.9	117.0%	489.3	155.4%
Xây lắp	623.3	-35.9%	1,149.6	26.6%	908.1	88.6%	481.5	154.9%
Bất động sản	N/a	N/a	33.2	-64.2%	92.7	100.0%	-	0.0%
Bán vật tư	N/a	N/a	1.5	-97.3%	57.0	100.0%	-	0.0%
Khác	58.5	98.7%	12.5	208.5%	4.1	-48.0%	7.8	-36.0%
Lợi nhuận gộp	9T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Lợi nhuận gộp	22.5%	4.0%	18.8%	-1.2%	19.9%	-12.8%	32.7%	16.8%
Từ xây lắp	32.1%	13.2%	19.2%	-3.9%	23.1%	-10.0%	33.1%	20.1%
Từ bất động sản	N/a	N/a	-2.0%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Từ bán vật tư	N/a	N/a	0.0%	-1.1%	1.1%	1.1%	0.0%	0.0%
Từ khác	3.2%	-1.8%	36.1%	8.0%	28.1%	18.1%	10.0%	8.8%

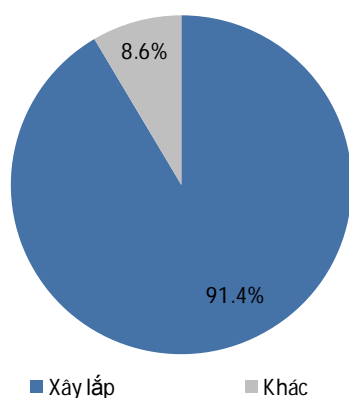
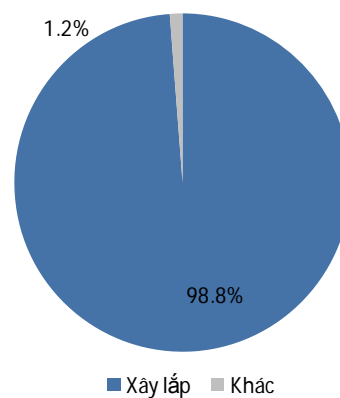
Nguồn: PSI, PXS

Mức biên lợi nhuận gộp của PXS theo đánh giá của chúng tôi là mức rất hấp dẫn trong ngành xây lắp, cơ khí chế tạo khi mà ngành này vẫn đang trong giai đoạn cực kỳ khó khăn từ năm 2008 tới nay và chưa có dấu hiệu phục hồi trong giai đoạn hiện tại. PXS đã thể hiện được những điểm mạnh và sự hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của mình so với các công ty khác trong ngành.

Biểu đồ 1: Diễn biến biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận thuần và biên lợi nhuận sau thuế



Nguồn: PSI, PXS

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu 6T/2013

Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận 6T/2013


Nguồn PXS, PSI tổng hợp và dự báo

Trong cơ cấu doanh thu thì doanh thu từ hoạt động xây lắp chiếm 91,4% trong khi về lợi nhuận thì chiếm 98,8%. Vì vậy có thể thấy PXS vẫn là công ty hoạt động tập trung trong lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình và hoạt động một cách có hiệu quả.

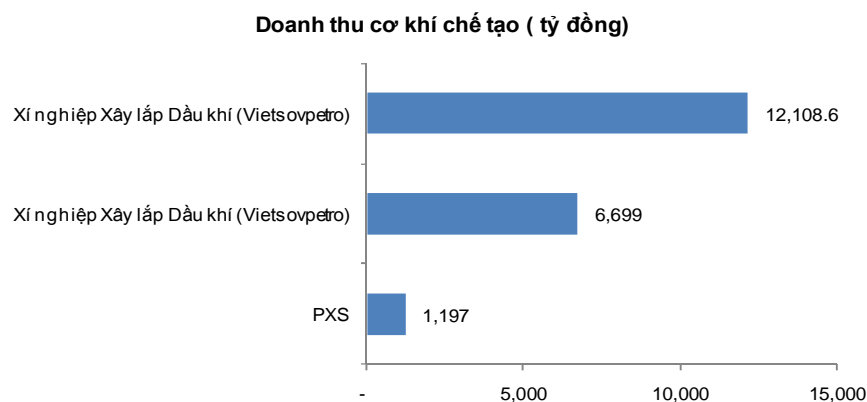
PXS hiện là 1 trong 3 nhà thầu xây lắp chính thực hiện các công trình dầu khí trên biển bên cạnh 2 đơn vị khác cùng trong ngành dầu khí là PTSC M&C, Xí nghiệp Xây lắp Dầu khí của Vietsovpetro. Trong đó PXS và Xí nghiệp cơ khí của Vietsovpetro là khách hàng thường xuyên của nhau từ khi thành lập tới hiện tại và khách hàng chính của PXS trong suốt thời gian qua tới từ Vietsovpetro. Mặc dù cùng hoạt động trong cùng lĩnh vực và trong nội bộ tập đoàn nhưng sự phân chia các dự án, gói thầu cũng tương đối rõ ràng và vẫn đảm bảo được các hợp đồng gói đầu với từng đơn vị.

Hiệu quả hoạt động của PXS là dẫn đầu trong nhóm các công ty chuyên làm các công trình cơ khí trên biển với mức lợi nhuận gộp đạt mức 19 – 20% trong khi các đơn vị khác ở mức 3,5 – 5%.

Bảng so sánh PXS với các đối thủ chính trong ngành

So sánh	6T/2013			Năm 2012			Năm 2011		
	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp
PXS	378.4	82.3	21.7%	1,196.9	224.7	18.8%	1,061.9	211.7	19.9%
PTSC M&C	5,738.0	241.1	4.2%	12,108.6	2.7	0.0%	12461.558	439.0	3.5%
Xí nghiệp cơ khí Vietsovpetro	N/a	N/a	N/a	6,699.0	315.0	4.7%	N/a	N/a	N/a

Nguồn: PSI, PXS

Biểu đồ 4: Các đơn vị hàng đầu trong ngành (doanh thu năm 2012)


Nguồn: PSI, PXS

Trong các năm qua bình quân mỗi năm PXS hoàn thành 1 dự án lớn trọng điểm trong ngành và đều vượt kế hoạch đề ra. Năm 2011, PXS hoàn thành dự án Chân đế Mộc Tinh 1 (MT1) thuộc dự án Biển Đông với giá trị 348 tỷ đồng, năm 2012 là dự án Toppide H4 – Tê Giác Trắng với giá trị 1.105 tỷ đồng, hiện nay PXS đang triển khai gấp rút dự án Giàn Diamond cho Petronas Carigali Vietnam (PCVL) với giá trị 1.193 tỷ đồng và dự kiến sẽ ghi nhận khoảng 70% doanh thu trong năm 2013, phần còn lại sẽ ghi nhận trong năm 2014.

Bên cạnh đó trong quý 4/2013, PXS cũng khởi công dự án thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công công trình giàn khoan P3, P4 với tổng giá trị 600 tỷ đồng và dự kiến hoàn thành trong quý 2/2014. Các dự án bổ sung trong thời gian tới của PXS đang đàm phán và ký kết với giá trị 2.933 tỷ đồng sẽ được tiếp tục thực hiện gộp đầu trong các năm tiếp theo.

Bảng 2: Một số dự án trong năm 2013 – 2014 của PXS

Tên công trình, hợp đồng, dự án	Giá trị hợp đồng	Chủ đầu tư	Tiến độ thực hiện		Bàn giao
			Bắt đầu	Kết thúc	
CÁC CÔNG TRÌNH XÂY LẬP					
CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ THI CÔNG XONG VÀ ĐÃ THANH LÝ					
Hoàn cải tàu cầu Trường Sa thành tàu rải ống sử dụng hệ thống DP2	7.38	VSP	19/12/2011	11/4/2012	9/2012
Lắp đặt thiết bị công nghệ và Piping cho Topside RC-DM	3.69	VSP	2011	2011	
CÁC CÔNG TRÌNH ĐÃ THI CÔNG XONG ĐANG QUYẾT TOÁN					
Thi công kết cấu thép các hạng mục nhà máy khí điện Nhơn Trạch II + HD bổ sung số 01 và 02	75.60	PVNT2	2010	2011	
Gia công chế tạo Chân đế giàn Mộc Tinh 1 (MT1)- Dự án Biển Đông (phần phát sinh)	233.07	Biển Đông POC	6/21/2010	9/5/2011	
Chế tạo Topside giàn Mộc Tinh 1 (MT1) - Dự án Biển Đông + HD bổ sung số 01	115.04	Biển Đông POC	6/21/2010	9/5/2011	
Dự án: Mở rộng Tổng kho xăng dầu Chân Mây (Thừa Thiên - Huế)	61.78	PV OIL	20/10/2011	30/10/2012	12/2012
Thi công xây dựng, cung cấp và lắp đặt thiết bị Dự án Mở rộng Tổng kho xăng dầu Nhà Bè (GD 3)	138.14	PV OIL	22/8/2011	22/6/2012	10/2012
Thi công xây dựng, cung cấp và lắp đặt thiết bị Dự án Nâng cấp kho xăng dầu Liên Chiểu	25.10	PV OIL	1/12/2011	10/2012	
Dự án nâng cấp mở rộng nhà máy chế biến Condensate - Phú Mỹ	34.29	PV OIL	2011	2012	
Chế tạo trên bờ kết cấu chân đế, cọc, giá đỡ tàu giàn Mèo Trắng (MTC-1)	41.94	VSP	Apr-12	Oct-12	7/2012
Chế tạo trên bờ kết cấu khối thượng tầng, dầm chịu lực MFS, Faken, lắp đặt đầu nổi các Skids, ống công nghệ, thiết bị giàn đầu giếng Mèo Trắng (MTC-1)	38.11	VSP	May-12	Nov-12	8/2012
Thi công công trình "Block nhà ở bổ sung 28 chỗ giàn MSP-4"	29.50	VSP			9/2012
Chế tạo Topside H4 - Tê Giác Trắng (44,433,7440,00 US\$)	1,105.00	HL JOC	01/6/2011	28/6/2012	7/2012
Chế tạo và thi công 02 bồn - Dự án Kho lạnh LPG Thị Vải	113.10	POSCO	15/6/2011	9/9/2012	10/2012
Cung cấp hệ thống thử áp lực - Pressure Vessel cho dự án Thăng Long - Đông Đô	8.01	PTSC MC	8/2012	12/2012	
Cung cấp vật tư, chế tạo trong bờ, lắp đặt ngoài biển cho Solar enclosure door/panel on TBVN	1.18	Cửu Long JOC	10/2012	12/2012	
Cung cấp thiết bị Chemical Injection cho dự án Thăng Long - Đông Đô	26.23	Lam Sơn JOC	7/2012	1/2013	
Thi công chế tạo chân đế, cọc và chằng buộc trên sàn lan chân đế Thăng Long - dự án Thăng Long-Đông Đô	92.98	Lam Sơn JOC	7/2012	1/2013	
CÁC CÔNG TRÌNH ĐANG THI CÔNG					
Thi công xây dựng và lắp đặt thiết bị thuộc công trình bổ sung sức chứa kho trung chuyển SPDK Nam Định phân kỳ I	9.94	PVOIL Nam Định	01/2013	6/2013	
Thiết kế, mua sắm, chế tạo và vận hành Giàn khoan Diamond	1,193.44	PETRONAS	15/3/2013	19/5/2014	
Dự án Sư Tử Vàng Đông Bắc	62.91	CUU LONG JOC	4/2013	12/2013	
Dự án BK17	37.07	VSP	6/2013	8/2013	
Thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công xây dựng công trình giàn khoan P3, P4	600.00		1/11/2013	5/4/2014	
CÁC LOẠI HÌNH KINH DOANH KHÁC					
Cung cấp thép cho Công trình Giàn RC-6, RC-7 của Xi nghiệp Liên doanh VSP	51.46	VSP			
Cung cấp vật tư cho Liên doanh Việt Nga VSP - Dự án Sư Tử Vàng Đông Bắc	49.19	CUU LONG JOC			
KẾ HOẠCH CUỐI NĂM 2013 VÀ NĂM 2014					
Các dự án triển khai vào cuối năm 2013	1,400.00		Từ Q IV/2013	Quý II/2014	
Các dự án triển khai trong năm 2014	2,933.00		Quý II/2014	2016	

Nguồn: PXS, PSI tổng hợp và dự báo

Với kinh nghiệm 30 năm trong ngành cũng như các công trình đã, đang và sẽ thực hiện thì chúng tôi tin tưởng vào việc PXS thành công trong các dự án tiếp theo cũng như khả năng cạnh tranh trong các gói thầu khác trong tương lai ở tầm cỡ khu vực không chỉ tại Việt Nam.

Bảng 3: Chi phí hoạt động của PXS

Chi phí (Tỷ VND)	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí hoạt động	41.5	2.3%	55.4	129.0%	47.4	3.3%	45.9	211.0%
Chi phí bán hàng								
Chi phí quản lý	41.5	2.3%	55.4	129.0%	47.4	3.3%	45.9	211.0%
Tỷ lệ chi phí/Doanh thu (%)	9T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí hoạt động/ Doanh thu (%)	6.1%	2.0%	4.6%	0.2%	4.5%	-4.9%	9.4%	1.7%
Chi phí bán hàng/ Doanh thu								
Chi phí quản lý/ Doanh thu	6.1%	2.0%	4.6%	0.2%	4.5%	-4.9%	9.4%	1.7%

Nguồn: PSI, PXS

Chi phí quản lý của PXS tăng nhẹ 2,3% so với cùng kỳ năm 2012, tuy nhiên tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu trong 9T/2013 tăng lên 6,1% cũng ở mức tương đối cao. Nguyên nhân do doanh thu trong 9T/2013 mới đạt 49% kế hoạch trong khi chi thường xuyên theo kế hoạch, Dự kiến cuối năm 2013, tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu chỉ ở mức 4% giảm 0,6% so với năm 2012.

Tín hiệu tích cực trong cơ cấu vốn

Một trong các rủi ro chính của PXS hiện nay là việc PXS sử dụng nhiều nợ vay thương mại tài trợ cho các dự án của đầu tư nhà xưởng tại Sao Mai Bến Đình và đầu tư chung cư số 02 Nguyễn Hữu Cảnh. Các khoản vay này rất lớn so với quy mô tài sản của công ty nên ảnh hưởng tới dòng tiền của PXS trong năm 2012 – 2013.

Năm 2013, PXS đã thành công trong việc phát hành huy động vốn từ 375 tỷ lên mức 406 tỷ vào quý 2/2013 và tiếp tục huy động thêm được 50 tỷ trong quý 3/2013 và đạt mức 456 tỷ vào quý 4/2013. Dự kiến PXS tiếp tục phát hành 5 triệu cổ phiếu cho cổ đông lớn để nâng vốn điều lệ lên mức 500 tỷ đồng. Bên cạnh đó việc PXS thoái vốn khỏi PVPIPE với giá trị 65 tỷ đồng sẽ giúp công ty có nguồn tiền 160 tỷ để giảm phần nợ dài hạn tại dự án bến cảnh Sao Mai – Bến Đình từ mức 480 tỷ còn 320 tỷ và sẽ được trả dần trong thời gian tới. Chính điều này giúp tình hình tài chính PXS lành mạnh và đảm bảo an toàn tài chính cho Công ty. Chúng tôi đánh giá cao động thái này của PXS và kỳ vọng việc giảm chi phí tài chính hàng năm nhờ giảm các khoản vay sẽ giúp lợi nhuận của PXS tiếp tục tăng trong các năm tới.

Bảng 4: Tình hình nợ thương mại của PXS

Nợ vay (Tỷ đồng)	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Tổng nợ vay thương mại	622.3	-5.9%	661.1	-10.1%	735.0	480.9%	126.5	2429.8%
Nợ ngắn hạn	133.1	5.9%	125.6	-56.6%	289.3	185.3%	101.4	3809.6%
Nợ dài hạn	489.2	-8.6%	535.4	20.1%	445.6	1675.6%	25.1	942.8%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	9T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	50.3	-33.0%	95.0	100.3%	47.4	4643.7%	8.3	726.3%
Chi phí tài chính/Tổng nợ (%)	8.1%	1.9%	14.4%	7.9%	6.5%	-0.1%	6.5%	-10.0%

Nguồn: PSI, PXS

Trong 9T/2013, PXS đã giảm được 5,9% nợ gốc so với so với số cuối năm 2012 tương ứng với mức 38,8 tỷ đồng, thêm vào đó lãi suất cho vay 9T/2013 cũng giảm mạnh so với cùng kỳ nên chi phí tài chính của PXS cũng giảm 33%. Với việc tiếp tục phát hành cổ phiếu và thoái vốn trong quý 4/2014, nợ dài hạn của PXS sẽ tiếp tục giảm và chi phí tài chính cho năm 2014 sẽ tiếp tục giảm mạnh so với năm 2013.

Bảng 5: Cơ cấu nợ vay và trả nợ của PXS thời gian tới

KẾ HOẠCH TRẢ NỢ							
Lãi suất	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Ngắn hạn			8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	11.0%
Dài hạn			12.0%	13.0%	14.0%	15.0%	15.0%
Nợ ngắn hạn							
Đầu kỳ	101,415	289,310	125,631	125,631	175,631	195,631	215,631
Tăng/giảm	187,895	(163,679)	-	50,000	20,000	20,000	20,000
Cuối kỳ	289,310	125,631	125,631	175,631	195,631	215,631	235,631
Bình quân			125,631	150,631	185,631	205,631	225,631
Nợ dài hạn							
Oceanbank		160,000	(60,000)	(100,000)	-	-	-
LienvietPostbank		320,000	(62,800)	(53,333)	(53,333)	(53,333)	(53,333)
VIB Vũng Tàu		67,264	(21,550)	(7,619)	(7,619)	(7,619)	(7,619)
HDBank		23,600	(15,600)	(8,000)	-	-	-
PVFC		7,783	(5,189)	(2,594)	-	-	-
Đầu kỳ	25,099	445,649	535,439	370,300	198,754	137,801	76,849
Tăng nợ gốc	420,550	89,790	-	-	-	-	-
Giảm nợ gốc			(165,138)	(171,547)	(60,952)	(60,952)	(60,952)
Cuối kỳ	445,649	535,439	370,300	198,754	137,801	76,849	15,896
Bình quân			452,869	284,527	168,278	107,325	46,373
Chi phí lãi vay	30,623	94,996	64,395	50,545	42,122	38,718	31,775

Nguồn: PSI dự báo, PXS

PXS đã tiến hành phát hành riêng lẻ cho đối tác chiến lược, phát hành cho cán bộ công nhân viên và cổ đông hiện hữu trong thời gian qua để nâng vốn từ 375 tỷ lên 500 tỷ. Quá trình này đã gần kết thúc với việc hoàn thành phát hành đạt 456 tỷ đồng. Dự kiến trong quý 4/2013, PXS sẽ hoàn thành nốt việc phát hành và nâng vốn lên 500 tỷ đồng theo kế hoạch đề ra.

Bảng 6: Cơ cấu cổ đông hiện tại

Cổ đông	Trước phát hành		Sau phát hành	
	SLCP trước	Tỷ lệ trước	SLCP sau	Tỷ lệ sau
PVX	22,440,000	55.23%	26,809,339	53.62%
McPECOM	-	-	5,000,000	10.00%
VF2	2,986,592	7.35%	2,986,592	5.97%
Khác	15,204,069	37.42%	15,204,069	30.41%
Total	40,630,661	100%	50,000,000	100%

Nguồn: PSI dự báo

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Với các thông tin chúng tôi thu thập được thì chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của PXS trong giai đoạn 2013-2017 như sau:

Bảng 7: Dự báo mô hình doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của PXS

Triệu VND	Mô hình ước tính doanh thu trong tương lai							
	2011A	2012A	6T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Hoạt động								
Giá trị khối lượng (tỷ)	1,327,391	1,496,093	473,035	1,600,000	2,200,000	2,750,000	3,208,125	3,689,344
Xây lắp	908,089	1,149,577	364,512	1,311,000	1,710,000	2,088,000	2,463,840	2,833,416
Bất động sản	92,720	33,216	5,177	18,880	24,627	-	-	-
Bán vật tư	57,039	1,543	4,260	33,787	44,071	61,259	72,286	83,129
Khác	4,065	12,537	4,479	16,332	21,303	25,741	30,374	34,930
Xây lắp	85.5%	96.0%	96.3%	95.0%	95.0%	96.0%	96.0%	96.0%
Bất động sản	8.7%	2.8%	1.4%	1.4%	1.4%	0.0%	0.0%	0.0%
Bán vật tư	5.4%	0.1%	1.1%	2.4%	2.4%	2.8%	2.8%	2.8%
Khác	0.4%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
Tổng doanh thu	1,061,913	1,196,874	378,428	1,380,000	1,800,000	2,175,000	2,566,500	2,951,475
% Tăng trưởng	117%	13%	-68%	15%	30%	21%	18%	15%
Giá vốn hàng bán (%)								
Xây lắp	76.9%	80.8%	77.2%	79.0%	82.0%	84.0%	84.0%	84.0%
Bất động sản	100.0%	102.0%	100.0%	100.0%	100.0%	0.0%	100.0%	200.0%
Bán vật tư	98.9%	100.0%	94.8%	94.8%	95.0%	95.0%	95.0%	95.0%
Khác	71.9%	63.9%	122.8%	110.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Gross margin								
Xây lắp	23%	19%	23%	21%	18%	16%	16%	16%
Bất động sản	0%	-2%	0%	0%	0%	100%	0%	-100%
Bán vật tư	1%	0%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Khác	28%	36%	-23%	-10%	0%	0%	0%	0%

Nguồn: PXS, PSI tổng hợp và dự báo

Bảng 8: Kết quả dự báo của PXS

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ BÁO							
Triều VND	Năm tài chính kết thúc 31/12						
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	1,061,913	1,196,874	1,380,000	1,800,000	2,175,000	2,566,500	2,951,475
Tăng trưởng (%)	117%	13%	30.0%	30.4%	20.8%	18.0%	15.0%
Giá vốn hàng bán	850,189	972,208	1,104,564	1,489,996	1,837,857	2,168,671	2,493,972
% Doanh thu	80%	81%	80.0%	82.8%	84.5%	84.5%	84.5%
Lợi nhuận gộp	211,724	224,666	275,436	310,004	337,143	397,829	457,503
% Doanh thu	20%	19%	20.0%	17.2%	15.5%	15.5%	15.5%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	47,438	55,356	69,000	90,000	108,750	128,325	147,574
% Doanh thu	4%	5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Chi phí quản lý	47,438	55,356	69,000	90,000	108,750	128,325	147,574
% Doanh thu	4.5%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT (Lợi nhuận hoạt động)	164,286	169,310	206,436	220,004	228,393	269,504	309,929
% Doanh thu	15.5%	14.1%	15.0%	12.2%	10.5%	10.5%	10.5%
Lợi nhuận trước thuế	159,173	91,189	140,661	167,658	184,096	228,219	275,587
% Doanh thu	15.0%	7.6%	10.2%	9.3%	8.5%	8.9%	9.3%
Thuế TNDN	41,882	23,759	36,572	38,561	42,342	52,490	63,385
% Doanh thu	26.3%	26.1%	26.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Lợi nhuận sau thuế	117,291	67,430	104,089	129,097	141,754	175,729	212,202
Net income margin	11.0%	5.6%	7.5%	7.2%	6.5%	6.8%	7.2%
EPS	4,015	1,797	2,082	2,582	2,835	3,515	4,244
Tăng trưởng (%)	-14.6%	-55.2%	15.8%	24.0%	9.8%	24.0%	20.8%
Cổ tức	67,532	56,277	65,000	75,000	75,000	90,000	90,000
Tỷ lệ cổ tức/cổ phiếu	18.0%	15.0%	13.0%	15.0%	15.0%	18.0%	18.0%
Divident yield (%)	17.0%	14.2%	12.3%	14.2%	14.2%	17.0%	17.0%
Giá 25/10/2013	10,600						

Nguồn: PXS, PSI tổng hợp và dự báo

ĐỊNH GIÁ

Với dòng tiền mạnh từ năm 2013 trở đi và áp lực về lãi vay cũng như dòng tiền trả nợ giảm mạnh đã giúp PXS có những chuyển biến tích cực trong cơ cấu dòng tiền cũng như lợi nhuận. Thêm vào đó việc đầu tư mới tài sản cố định hàng năm sẽ giảm mạnh do tài sản chính là bãi cảng cơ khí đã hoàn thành, chúng tôi dự báo hàng năm đầu tư mới tài sản cố định sẽ ở mức 15 tỷ đồng/năm để bổ sung cho sản xuất kinh doanh và sẽ không ảnh hưởng nhiều tới dòng tiền của PXS.

Bảng 9: Định giá theo DCF
Phương pháp DCF

(Trệu VND)

	Năm tài chính 31/12				
	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBIT	206,436	220,004	228,393	269,504	309,929
(-) Thuế	(36,572)	(38,561)	(42,342)	(52,490)	(63,385)
Thu nhập sau thuế thuần	169,864	181,442	186,051	217,013	246,544
+ Khấu hao và điều chỉnh	51,854	51,856	51,858	51,860	51,862
- Đầu tư hàng năm	(8,000)	(15,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
- Tăng/giảm vốn lưu động	(25,796)	(66,058)	(56,020)	(57,308)	(56,353)
Dòng tiền tự do	187,922	152,240	161,888	191,566	222,054

Phương pháp định giá DCF	
	Perpetuity
	5.0%
Present Value of Free Cash Flows	604,898
Present Value of Terminal Value	1,159,198
Enterprise Value	1,764,096
Trừ: Nợ thuần (31/12/2012)	560,054
Equity Value	1,204,043
SLCP lưu hành	50,000,000
Giá cổ phiếu (VND)	24,081

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 10: Định giá theo phương pháp so sánh
Phương pháp so sánh

(Triệu VND)

Công ty	Enterprise Value	Equity Value	Định giá 2013				Định giá 2014			
			LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA
Trong nước:										
PVS	6,340,387	7,147,207	1,325,685	5.4x	3,104,000	2.0x	1,359,119	5.3x	3,357,000	1.9x
CTD	457,850	1,769,601	258,000	6.9x	273,000	1.7x	268,000	6.6x	288,000	1.6x
HBC	1,525,219	676,036	40,000	16.9x	409,000	3.7x	128,000	5.3x	430,000	3.5x
Tổng nội địa	8,323,456	9,592,843	1,623,685	5.9x	3,786,000	2.2x	1,755,119	5.5x	4,075,000	2.0x
Khu vực Châu Á:										
SIGA MK Equity	782,559	582,947	19,989	29.2x	47,988	16.3x	21,988	26.5x	21,393	36.6x
RUIS II Equity	1,354,545	345,369	87,796	3.9x	416,154	3.3x	90,430	3.8x	428,638	3.2x
URS SP Equity	621,165	520,125	119,429	4.4x	340,247	1.8x	125,400	4.1x	357,260	1.7x
LNST US Equity	-	253,765	76,064	3.3x	279,586	0.0x	79,867	3.2x	293,565	0.0x
Tổng khu vực	2,758,269	1,702,206	303,278	5.6x	1,083,975	2.5x	317,686	5.4x	1,100,856	2.5x
Bình quân chung	11,081,725	11,295,050	1,926,963	5.9x	4,869,975	2.3x	2,072,804	5.4x	5,175,856	2.1x

	P/E (LNST 2014 dự báo)		
	Domestic	Global	Aggregate
LNST	104,089	104,089	104,089
P/E Multiple	6.6x	6.4x	5.4x
Enterprise Value	1,242,752	1,229,325	1,127,254
Trừ: Nợ thuần	560,054	560,054	560,054
Equity Value	682,699	669,272	567,201
SLCP lưu hành	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Giá cổ phiếu (VND)	13,654	13,385	11,344

	P/E (LNST 2013 dự báo)		
	Domestic	Global	Aggregate
LNST	104,089	104,089	104,089
P/E Multiple	5.9x	5.6x	5.9x
Enterprise Value	1,175,022	1,144,275	1,170,183
Trừ: Nợ thuần	560,054	560,054	560,054
Equity Value	614,968	584,222	610,129
SLCP lưu hành	50,000,000	50,000,000	50,000,000
Giá cổ phiếu (VND)	12,299	11,684	12,203

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 11: Tổng hợp định giá
Tổng hợp định giá

(Triệu VND)	Dựa trên P/E forward 2014			Dựa trên P/E forward 2013		Trung bình
	DCF	Trong nước	Nước ngoài	Trong nước	Nước ngoài	
Enterprise Value	1,764,096	1,242,752	1,229,325	1,175,022	1,144,275	1,311,094
Trừ: Nợ thuần (as of Dec 2012)	560,054	560,054	560,054	560,054	560,054	560,054
Equity Value	1,204,043	682,699	669,272	614,968	584,222	751,041
Giá cổ phiếu (VND)	24,081	13,654	13,385	12,299	11,684	15,021

Nguồn: PSI dự báo

Chúng tôi đánh giá giá trị của PXS vào khoảng **14.500 VND/cổ phần**, mức giá này theo đánh giá của chúng tôi là tương đối thận trọng và phù hợp với các công ty trong nước cũng như nước ngoài tại thời điểm hiện tại.

Bảng 11: Tổng hợp so sánh

Năm	P/E	EV/BITDA
2013F	7.2x	5.1x
2014F	5.8x	4.9x
2015F	5.3x	4.7x
2016F	4.3x	4.1x
2017F	3.5x	3.6x

Nguồn: PSI dự báo

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ BÁO							
	2011A	2012A	2013F	2014F	Năm tài chính 31/12		
					2015F	2016F	2017F
Tài sản							
Tiền và tương đương tiền	256,886	101,016	116,465	18,013	17,477	34,239	88,432
Đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu khách hàng	203,944	178,811	206,170	246,575	297,945	351,575	404,312
Phải thu khác	82,308	3,771	3,771	3,771	3,771	3,771	3,771
Tồn kho	120,274	61,780	70,190	122,465	151,057	178,247	204,984
TS ngắn hạn khác	<u>25,507</u>	<u>4,155</u>	<u>4,155</u>	<u>4,155</u>	<u>4,155</u>	<u>4,155</u>	<u>4,155</u>
Tổng tài sản ngắn hạn	697,921	349,439	409,269	408,090	492,050	594,170	732,022
TSCĐ hữu hình	754,896	702,436	662,582	629,726	601,868	574,008	546,146
TSCĐ vô hình	16,970	17,553	16,675	15,842	15,050	14,297	13,582
TSCĐ thuê tài chính	8,091	35,490	31,941	28,747	25,872	23,285	20,956
XDCB dở dang	97	9,183	8,265	7,438	6,694	6,025	5,422
Investment property	-	-	-	-	-	-	-
Đầu tư dài hạn	55,000	70,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
TS dài hạn khác	119,819	118,793	117,605	116,429	115,265	114,112	112,971
TỔNG TÀI SẢN	1,652,793	1,302,894	1,251,336	1,211,271	1,261,799	1,330,896	1,436,100
Phải trả							
Phải trả ngắn hạn							
Phải trả khách hàng	148,742	44,519	50,580	68,230	84,159	99,308	114,204
Trả trước cho người bán	24,776	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364	7,364
Thuế và các khoản phải nộp	30,035	5,787	6,673	8,703	10,517	12,409	14,271
Phải trả người lao động	55,232	19,783	22,810	29,752	35,950	42,421	48,784
Dự phòng	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả nội bộ	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>	<u>-</u>
Tổng phải trả ngắn hạn	434,682	132,905	87,426	114,048	137,989	161,502	184,622
Phải trả ngắn hạn khác	7,145	24,673	25,413	26,175	26,961	27,769	28,602
Nợ dài hạn							
Nợ ngắn hạn	289,310	125,631	125,631	175,631	195,631	215,631	235,631
Nợ dài hạn	<u>445,649</u>	<u>535,439</u>	<u>370,300</u>	<u>198,754</u>	<u>137,801</u>	<u>76,849</u>	<u>15,896</u>
Tổng nợ dài hạn	734,958	661,070	495,931	374,385	333,432	292,480	251,528
Tổng nợ phải trả	1,179,231	824,237	608,770	514,608	498,382	481,751	464,752
Vốn chủ sở hữu							
Vốn góp chủ sở hữu	375,180	375,180	500,000	500,000	500,000	500,000	500,000
Lợi nhuận chưa phân phối	76,397	50,299	78,979	120,166	172,745	240,901	341,883
Các quỹ	21,985	53,178	63,587	76,497	90,672	108,245	129,465
Tổng vốn chủ sở hữu	473,562	478,657	642,566	696,663	763,417	849,146	971,348
TỔNG NGUỒN VỐN	1,652,793	1,302,894	1,251,336	1,211,271	1,261,799	1,330,896	1,436,100

Nguồn: PXS, PSI dự báo

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ BÁO

Triều VND

	2011A	2012A	Năm tài chính kết thúc 31/12				
			2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	1,061,913	1,196,874	1,380,000	1,800,000	2,175,000	2,566,500	2,951,475
Tăng trưởng (%)	117%	13%	30.0%	30.4%	20.8%	18.0%	15.0%
Giá vốn hàng bán	850,189	972,208	1,104,564	1,489,996	1,837,857	2,168,671	2,493,972
% Doanh thu	80%	81%	80.0%	82.8%	84.5%	84.5%	84.5%
Lợi nhuận gộp	211,724	224,666	275,436	310,004	337,143	397,829	457,503
% Doanh thu	20%	19%	20.0%	17.2%	15.5%	15.5%	15.5%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	47,438	55,356	69,000	90,000	108,750	128,325	147,574
% Doanh thu	4%	5%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
Chi phí quản lý	47,438	55,356	69,000	90,000	108,750	128,325	147,574
% Doanh thu	4.5%	4.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
EBIT (Lợi nhuận hoạt động)	164,286	169,310	206,436	220,004	228,393	269,504	309,929
% Doanh thu	15.5%	14.1%	15.0%	12.2%	10.5%	10.5%	10.5%
Lợi nhuận trước thuế	159,173	91,189	140,661	167,658	184,096	228,219	275,587
% Doanh thu	15.0%	7.6%	10.2%	9.3%	8.5%	8.9%	9.3%
Thuế TNDN	41,882	23,759	36,572	38,561	42,342	52,490	63,385
% Doanh thu	26.3%	26.1%	26.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Lợi nhuận sau thuế	117,291	67,430	104,089	129,097	141,754	175,729	212,202
Net income margin	11.0%	5.6%	7.5%	7.2%	6.5%	6.8%	7.2%
EPS	4,015	1,797	2,082	2,582	2,835	3,515	4,244
Tăng trưởng (%)	-14.6%	-55.2%	15.8%	24.0%	9.8%	24.0%	20.8%
Cổ tức	67,532	56,277	65,000	75,000	75,000	90,000	90,000
Tỷ lệ cổ tức/cổ phiếu	18.0%	15.0%	13.0%	15.0%	15.0%	18.0%	18.0%

Nguồn: PXS, PSI dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ DỰ BÁO							
Triều VND	Năm tài chính 31/12						
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBITDA	24,194	238,037	256,910	270,060	278,076	318,797	359,225
Giảm: Thuế	(41,882)	(23,759)	(36,572)	(38,561)	(42,342)	(52,490)	(63,385)
Giảm: Chi phí tài chính	(32,616)	(96,807)	(64,395)	(50,545)	(42,122)	(38,718)	(31,775)
Giảm: Mua mới TSCĐ	-	-	(8,000)	(15,000)	(20,000)	(20,000)	(20,000)
Add: Extraordinary Income	3,634	(336)	(1,380)	(1,800)	(2,175)	(2,567)	(2,567)
Thay đổi vốn lưu động							
Đầu tư ngắn hạn	10,000	-	-	-	-	-	-
Phải thu khách hàng	(175,099)	25,133	(27,359)	(40,406)	(51,370)	(53,630)	(52,736)
Phải thu khác	(81,529)	78,537	-	-	-	-	-
Tồn kho	(71,454)	58,494	(8,411)	(52,275)	(28,591)	(27,190)	(26,737)
TS ngắn hạn khác	(19,207)	21,352	-	-	-	-	-
Phải trả khách hàng	94,831	(104,223)	6,061	17,650	15,929	15,149	14,896
Trả trước cho người bán	(2,682)	(17,413)	-	-	-	-	-
Thuế và các khoản phải nộp	11,664	(24,248)	885	2,031	1,813	1,893	1,861
Phải trả người lao động	(9,347)	(35,449)	3,027	6,942	6,198	6,471	6,363
Dự phòng	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(242,821)	2,184	(25,796)	(66,058)	(56,020)	(57,308)	(56,353)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh			120,767	98,094	115,416	147,714	185,145
Tăng/giảm vốn vay			(165,138)	(121,547)	(40,952)	(40,952)	(40,952)
Lưu chuyển tiền sau tài chính			(44,371)	(23,452)	74,464	106,762	144,193
Trả cổ tức			(65,000)	(75,000)	(75,000)	(90,000)	(90,000)
Lưu chuyển tiền sau trả cổ tức			(109,371)	(98,452)	(536)	16,762	54,193
Tăng vốn do phát hành vốn			124,820	-	-	-	-
Thay đổi vốn từ tài chính			15,449	(98,452)	(536)	16,762	54,193
Thay đổi tiền thuần			15,449	(98,452)	(536)	16,762	54,193
Tiền đầu kỳ			101,016	116,465	18,013	17,477	34,239
Tiền cuối kỳ	256,886	101,016	116,465	18,013	17,477	34,239	88,432

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI). Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

**PSI** CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**Phòng Nghiên cứu và Phân tích**

Điện thoại: +84 3934 3888

Email: research@psi.vn**Người viết: Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736**hanhnm@psi.vn**Nguyễn Thị Châu, ext 6736**chaunt@psi.vn**Phó Trưởng phòng phụ trách**

Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736

Email: hanhnm@psi.vn