

CTCP Kết cấu kim loại và lắp máy dầu khí (PXS – HSX)

Đầu tư để củng cố năng lực thi công

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- qoq	Q2-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	598,2	463,9	29%	523,0	14%
Lợi nhuận sau thuế	47,2	28,8	64%	40,5	16%
EBIT	69,8	46,4	50%	63,6	10%
Tỷ suất EBIT	11,7%	10,0%	166bps	12,2%	-49bps

Nguồn: PXS, RongViet Securities

- **Cập nhật KQKD Q2: Biên lợi nhuận cải thiện giúp duy trì mức tăng trưởng**
- **Đánh giá triển vọng nửa cuối năm 2015: Ổn định trong hoạt động cốt lõi**
- **Đầu tư mở rộng: củng cố năng lực thi công cho nhu cầu phát triển dài hạn**
- **Triển vọng và định hướng 2016**

Quan điểm và Định Giá:

Là doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp kết cấu kim loại với hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định, PXS đã đạt được KQKD Q2/2015 vô cùng khả quan với 598,2 và 47,2 tỷ đồng doanh thu và LNST. Nguyên nhân nằm ở các dự án đang trong giai đoạn có biên lợi nhuận cao nhờ đã hoàn thành và ghi nhận doanh thu chính trong Q2. Tuy nhiên, trong 6 tháng còn lại của 2015, chúng tôi nhận định yếu tố đột biến sẽ không còn do phần lớn các dự án đang thực hiện ghi nhận doanh thu thấp vào Q3 và Q4 và không có dự án mới dự kiến thực hiện. Trong năm 2016, các dự án từ bộ Quốc phòng (P7, P8, P9, P10) và Nhiệt điện Thái Bình 2 thuộc PV Power sẽ đảm bảo công việc cho PXS trong trung hạn. Nhìn về mặt dài hạn, triển vọng cho sự phát triển của PXS nằm ở việc mở rộng bãi cảng Sao Mai – Bến Đình (dự kiến đầu tư vào cuối năm 2015) giúp cải thiện khả năng thi công thông qua việc đầu tư vào nửa cuối năm nay. Tuy vậy, chúng tôi vẫn đưa ra quan điểm thận trọng do sự bị động của PXS trong việc đưa ra triển vọng các dự án có thể được triển khai trong tương lai xa hơn.

Dựa trên phương pháp định giá P/E và P/BV có sự so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực, mức giá hợp lý cho cổ phiếu của PXS được xác định trong khoảng **17.000 đồng/cp** (13,33% cao hơn so với mức giá đóng của ngày 4/09/2015). Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu PXS.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm (tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế 6T	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	1.009,3	1.666,5	1.062,1	1.814,8	2.014,4
% tăng trưởng	-15,7%	65,1%	20,7%	8,9%	11,0%
Lợi nhuận sau thuế	75,9	123,9	75,9	113,2	129,1
% tăng trưởng	12,6%	63,1%	23,8%	-8,6%	14,0%
Tỷ suất LNST (%)	7,5%	7,4%	7,2%	6,2%	6,4%
ROA (%)	5,3%	7,7%		6,7%	7,5%
ROE (%)	13,8%	19,3%		16,1%	16,9%
EPS (VND)	1.908	2.477		2.013	2.152
EPS đ/chính (VND)	2.600	2.477		2.013	2.152
Giá trị sổ sách (VND)	12.438	13.244		12.349	13.121
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.300	1.300		1.300	1.300
P/E (x)	5,6	7,2		7,5*	6,2*
P/BV (x)	0,9	1,3		1,2*	1,1*

Nguồn: PXS, RongViet Securities *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 04/09/2015

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

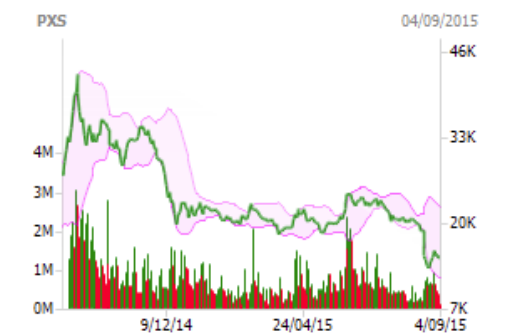
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	15.000
Giá mục tiêu (VND)	17.000

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu Khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	882,00
SLCPDLH	60.000.000
Beta	1,50
Free Float (%)	33,3
Giá cao nhất 52 tuần	34.539
Giá thấp nhất 52 tuần	13.600
KLGD bình quân 20 phiên	470.344



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PXS	-8,54	-32,43	177,78
Dầu khí	-23,20	-58,38	28,07
VN30 Index	-1,48	-14,71	22,42
HSX Index	-2,14	-13,03	38,47

Cổ đông lớn (%)

PVX	46,73
McPECOM	9,17
VF2	5,48
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	37,48

Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1320

Kien.nt@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY15 và Lũy kế đến HT

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- (qoq)	Q2-FY14	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	598,2	463,9	28,9%	523,0	14,4%	1.062,1	20,7%
Lợi nhuận gộp	91,0	66,1	37,8%	80,4	13,2%	157,1	18,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	22,1	21,2	4,5%	18,8	17,4%	43,3	20,5%
Thu nhập HĐKD	68,9	44,9	53,5%	61,6	12,0%	113,9	44,2%
EBITDA	116,4	-27,1	-529,7%	92,5	25,8%	89,3	-11,3%
EBIT	69,8	46,4	50,4%	63,6	9,7%	116,2	14,5%
Chi phí tài chính	9,5	9,5	0,4%	12,3	-22,1%	19,1	-18,9%
- Chi phí lãi vay	9,2	9,5	-2,8%	11,5	-20,0%	18,7	-17,6%
Khấu hao	-46,6	73,5	-163,4%	-28,9	61,3%	26,9	3.095,6%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	60,5	36,9	64,1%	52,0	16,3%	97,4	23,7%
Lợi nhuận sau thuế	47,2	28,8	64,2%	40,5	16,4%	75,9	23,8%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	47,2	28,8	64,2%	40,5	16,4%	75,9	

Nguồn: PXS, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY15

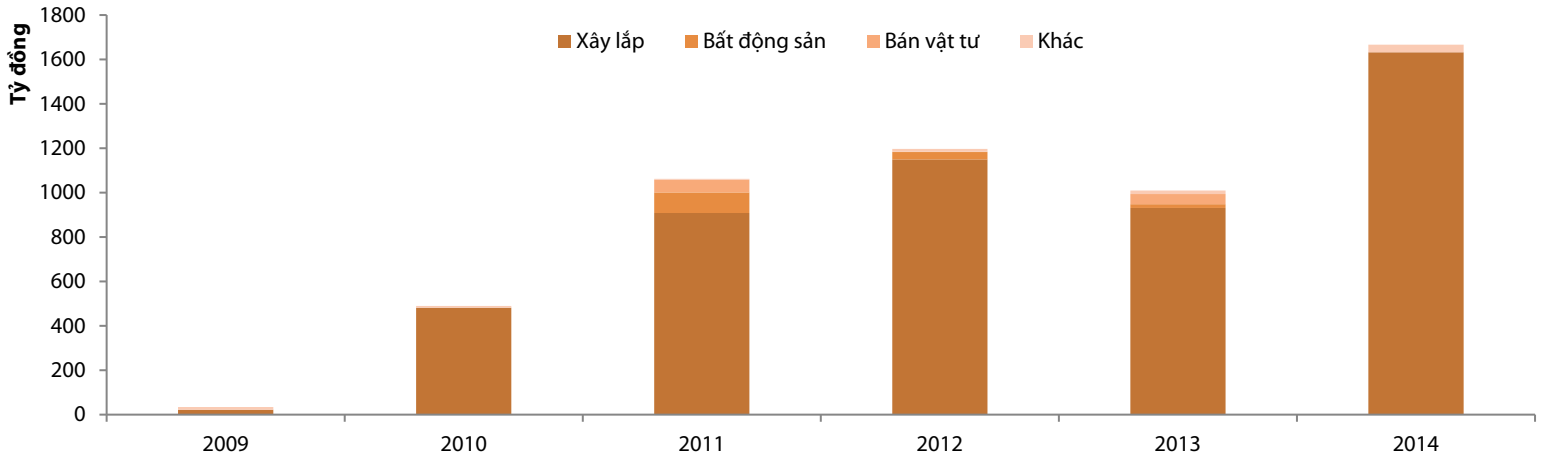
Chỉ tiêu	Q2-FY15	Q1-FY15	+/- (qoq)	Q2-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	15,2%	14,2%	98bps	15,4%	-15bps
EBITDA/Doanh thu	19,5%	-5,8%	2529bps	17,7%	177bps
EBIT /Doanh thu	11,7%	10,0%	166bps	12,2%	-49bps
TS lợi nhuận ròng	7,9%	6,2%	169bps	7,8%	14bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	7,9%	6,2%	169bps	7,8%	14bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	12,1	9,9	2,2	12,8	-0,6
-Khoản phải thu	5,2	4,7	0,5	5,8	-0,6
-Khoản phải trả	3,9	3,0	0,9	4,4	-0,5
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,2	1,7	-0,5	1,4	-0,1

Nguồn: RongViet Securities; (*)thường niên hóa

Cập nhật KQKD Q22015: Biên lợi nhuận cải thiện giúp duy trì mức tăng trưởng

Là doanh nghiệp hoạt động chính trong lĩnh vực khảo sát, thiết kế, chế tạo và lắp đặt; phần lớn doanh thu của PXS đến từ các dự án ngoài biển (off-shore) và trên bờ (on-shore). Q2/2015 là quý ghi nhận phần lớn doanh thu kế hoạch năm do các dự án lớn đi vào giai đoạn hoàn thành. Trong đó, 2 dự án trọng điểm là Giàn P5, P6 thuộc bộ Quốc Phòng (khởi công đầu năm và kết thúc trong tháng 6/2015) và nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2 từ PV Power (dự kiến hoàn thành vào năm 2016). Các dự án trên đóng góp tới 59% doanh thu trong Q2. Bên cạnh đó, hợp đồng thuộc một số dự án khác cũng đã kết thúc trong Q2 như EPCC Jacket & Topside Thái Bình, dự án Giàn BK Thiên Ứng, cụm E-House dự án TGT H5 và dự án Thỏ Trắng.

Hình 1: Cơ cấu doanh thu của PXS



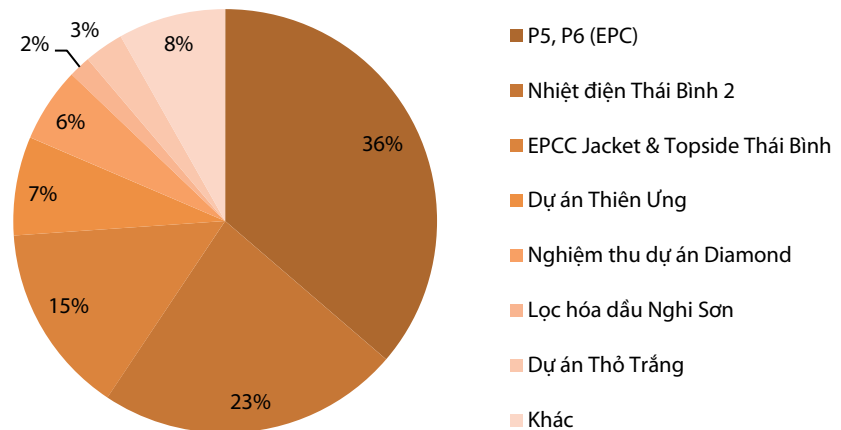
Nguồn: PXS, Rongviet Securities tổng hợp

Bảng 3: Dự án ghi nhận trong 6 tháng đầu năm 2015

Tên công trình dự án	Chủ đầu tư	Giá trị hợp đồng	KH Doanh thu 2015	DT-Q1	DT-Q2
Giàn P5/P6	Bộ QP	580	527,27	314	217
Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2	PV Power	925,69	421,55	16	138,5
EPCC Jacket & Topside Thái Bình	Petronas	492,81	232,58	74,2	87
Thiên Ứng	VSP	204,29	92,59	21	45
Nghiệm thu dự án Diamond	Petronas	1.170,39	33,19	-	34
Lọc hóa dầu Nghi Sơn	JGCS	345,17	102,27	24	10

Nguồn: PXS, Rongviet Securities tổng hợp

Hình 2: Tỷ trọng doanh thu theo dự án Q2/2015



Nguồn: PXS, Rongviet Securities tổng hợp

Trong Quý 2, PXS đạt được KQKD tích cực với mức doanh thu 598,18 tỷ đồng, +14,38% so với cùng kì và +28,94% so với quý gần nhất. LNST cũng có sự tăng trưởng khá đột biến với 42,20 tỷ đồng, +16,40% so với cùng kì và đặc biệt tăng + 64,08% so với Q1/2015. Tỷ lệ lợi nhuận gộp cũng có sự cải thiện, tăng từ 14,24% trong quý đầu năm lên 15,22%.

Tính chung, trong 6 tháng đầu năm 2015, doanh thu của PXS đạt 1062,12 tỷ đồng, tương đương 60,69% kế hoạch năm. LNST cũng đã hoàn thành ¼ chặng đường (xấp xỉ 74,90% kế hoạch năm) với 75,95 tỷ đồng. KQKD nửa đầu năm tăng trưởng khả quan với trên 20% so với cùng kì.

Nguyên nhân cho sự cải thiện trong KQKD theo đánh giá của chúng tôi là:

- (1) Quý 2 hoàn thành và ghi nhận nhiều dự án trọng điểm.
- (2) Các dự án trên bờ (on-shore) như Nhiệt điện Thái Bình 2 mặc dù có biên lợi nhuận thấp nhưng chi phí phần lớn đã được ghi nhận ở các quý trước đó (Q4/2014 và Q1/2015)
- (3) Dự án trên biển (off-shore) như Giàn khoan Thái Bình và Thiên Ưng tiếp tục duy trì biên lợi nhuận cao trên 20%.
- (4) Chi phí lãi vay và Chi phí quản lý doanh nghiệp đang được điều tiết và ghi nhận ở mức ổn định, 9,23 và 22,10 tỷ đồng kéo tăng trưởng lợi nhuận theo đà tăng của doanh thu (chi phí quản lý chỉ tăng nhẹ 4,47% y.o.y và chi phí lãi vay giảm nhẹ 2,83% y.o.y).

Bảng 4: Doanh thu ghi nhận và dự phóng từng dự án theo mốc thời gian (đvt: tỷ đồng)

Dự án	2014	2015			
	FY	Q1	Q2	Q3	Q4
Giàn khoan Diamond	379		34		
ePCC Jacket & Toppide Thái Bình	252	74	87		71
P3, P4 (EPC)	532			50	
P5, P6 (EPC)		314	217		
Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2	188	16	138	301	
BK Thiên Ưng	33	21	45		30
Lọc hóa dầu Nghi Sơn		24	10		100
Thỏ Trắng			18		
Kinh Ngư Trắng					100
Tổng	1.384		1.650		

Nguồn: PXS, Rongviet Securities tổng hợp

Đánh giá triển vọng nửa cuối năm 2015: Ổn định trong hoạt động cốt lõi

Giá dầu trung bình năm của Brent đến cuối tháng 8 đạt 57,60 USD/thùng, trong khi mức giá hòa vốn của tập đoàn dầu khí PVN là 55 USD/thùng. Bên cạnh đó, Cục thông tin năng lượng Mỹ EIA cũng đưa ra dự báo giá dầu Brent trung bình năm đạt 54 USD/thùng trong năm 2015. Triển vọng giá dầu do đó sẽ khiến các dự án dầu khí và hoạt động khoan trên biển có thể bị ảnh hưởng và giãn tiến độ. Tuy nhiên trong năm 2015, theo ước tính của chúng tôi gần 60% doanh thu của PXS đến từ các dự án trên bờ và không phụ thuộc nhiều vào diễn biến thị trường dầu khí. Ngoài ra, dự án giàn khoan dầu khí như Thiên Ưng hay lọc hóa dầu Nghi Sơn đã được kí kết và đang trong quá trình thi công. Chính vì vậy, rủi ro trượt tiến độ trong 6 tháng cuối năm 2015 của PXS là khá thấp.

Về các dự án được kí kết mới, việc giãn tiến độ của một số dự án dầu khí có thể đem lại ít cơ hội đấu thầu và dự án cho PXS trong tương lai. Chúng tôi nhận định tác động này sẽ ảnh hưởng trong trong dài hạn khi giá dầu được dự báo sẽ duy trì ở mức thấp trong thời gian tới. Định hướng tập trung vào các dự án on-shore và các dự án từ Bộ quốc phòng vì vậy có thể giúp doanh nghiệp hạn chế được rủi ro từ giá dầu thấp. Một điểm đáng lưu ý là trong 6 tháng cuối năm 2015, phần lớn các dự án đều là các dự án cũ và chưa có thêm dự án mới được kí kết.

Doanh thu ghi nhận vào Q3 và Q4 vẫn phụ thuộc vào các dự án chính của năm như Nhiệt điện Thái Bình 2 và Jacket & Toppide Thái Bình với giá trị xấp xỉ 350 tỷ đồng. Chính vì vậy, đột biến sẽ khó có thể xảy ra với KQKD nếu PXS tiếp tục duy trì hoạt động theo kế hoạch. Dựa trên những trao đổi với doanh nghiệp và cập nhật tình hình tiến độ dự án, chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu cho Q3 và Q4 lần lượt đạt 381,75 và 377,06 tỷ đồng (vượt 10,65% và 3,30% kế hoạch đặt ra). Dự án ghi nhận chính trong Q3 là Nhiệt điện Thái Bình 2 với giá trị dự kiến vào khoảng 301 tỷ đồng. Trong Q4, doanh thu của PXS có thể suy giảm do giá trị hạch toán của các dự án không cao. Biên lợi nhuận dự kiến cũng sẽ có sự sụt giảm do các dự án có biên lợi nhuận cao đã hoàn thành hoặc ghi nhận phần lớn vào Q2.

Bảng 5: Dự phóng ghi nhận theo từng dự án 6 tháng cuối năm

Tên công trình dự án	Chủ đầu tư	Giá trị hợp đồng	KH Doanh thu 2015	Doanh thu 2H2015 (ước tính)
Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2	PV Power	925,69	421,55	>300
EPCC Jacket & Topside Thái Bình	Petronas	492,81	232,58	45
Lọc hóa dầu Nghi Sơn	JGCS	345,17	102,27	>100
Giàn P3/P4	Bộ QP	532,45	-	50
Dự án Kinh Ngư Trắng	CL JOC	-	50,91	<100

Nguồn: PXS, Rongviet Securities tổng hợp

Bảng 6: Dự phóng KQKD 2015

Chỉ tiêu	Dự phóng 2015	Kế hoạch 2015	%Dự phóng/Kế hoạch
Doanh thu (tỷ đồng)	1.814,81	1.750,00	108,90%
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	114,70	101,40	113,12%
Biên lợi nhuận (%)	14,80%	-	-
EPS	2.039	1.803	113,09%

Nguồn: PXS, Rongviet Securities

Nhìn chung, với mức doanh thu và lợi nhuận khả quan đã đạt được trong nửa đầu năm 2015, PXS có thể dễ dàng vượt kế hoạch năm đã đề ra trong thời gian tới mà không cần kí kết và thi công các dự án khác. Bên cạnh đó, trong năm 2015 các dự án được thực hiện “gối đầu” giúp công việc được hiện liên tục, không có khoảng trống trong hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp. Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2015 của PXS đạt xấp xỉ 1.814,81 và 114,70 tỷ đồng, cao hơn lần lượt 8,90% và 13,12% so với kế hoạch đề ra.

Đầu tư mở rộng: củng cố năng lực thi công cho nhu cầu phát triển dài hạn

Nửa cuối năm 2015, PXS dự kiến thực hiện đầu tư 2 dự án chính là “Dự án nâng cao năng lực máy móc thiết bị” (30 tỷ đồng) và “Dự án nâng cao năng lực bãi cảng” (259 tỷ đồng) với việc mở rộng cầu cảng tại cảng Sao Mai – Bến Đình từ 100m lên 254m. Trong ngắn hạn và trung hạn, dự án này sẽ phục vụ cho việc sửa chữa và nâng cấp giàn P7, P8, P9, P10 từ Bộ Quốc phòng với khối lượng công việc tăng gấp đôi trong năm 2016. Bên cạnh đó, PXS có thể thực hiện các hạng mục lớn hơn nằm trong dự án như Kinh Ngư Trắng hoặc Sư Tử Trắng thuộc các công ty liên doanh điều hành (JOC) và tham gia chế tạo các thiết bị nặng cho dự án Nhiệt điện hóa dầu Long Sơn trong tương lai. Trong dài hạn, dự án đầu tư mở rộng sẽ giúp cải thiện năng lực và khả năng cạnh tranh của PXS. Ngoài ra, việc mở rộng ra thị trường nước ngoài cũng cần có sự quyết liệt trong việc cải thiện năng lực của doanh nghiệp. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, IRR của tổng dự án mở rộng sẽ nằm trong khoảng 15 – 18%.

Thông tin cơ bản về Bãi Cảng chế tạo Kết cấu Kim loại và Thiết bị Dầu Khí

- Diện tích: 23ha
- Tải trọng: 35 tấn/m²
- Kết cấu: siêu cường siêu trọng
- Công suất: 10.000 tấn kết cấu giàn khoan/năm
- Bến cảng dài: 142/246m
- Hệ thống thiết bị: các cần cầu bánh xích có sức nâng lớn với tải trọng 550 /275/250/135 tấn..., các cần cầu bánh hơi với tải trọng 70/50/30 tấn..., máy hàn tự động, máy cắt tự động...

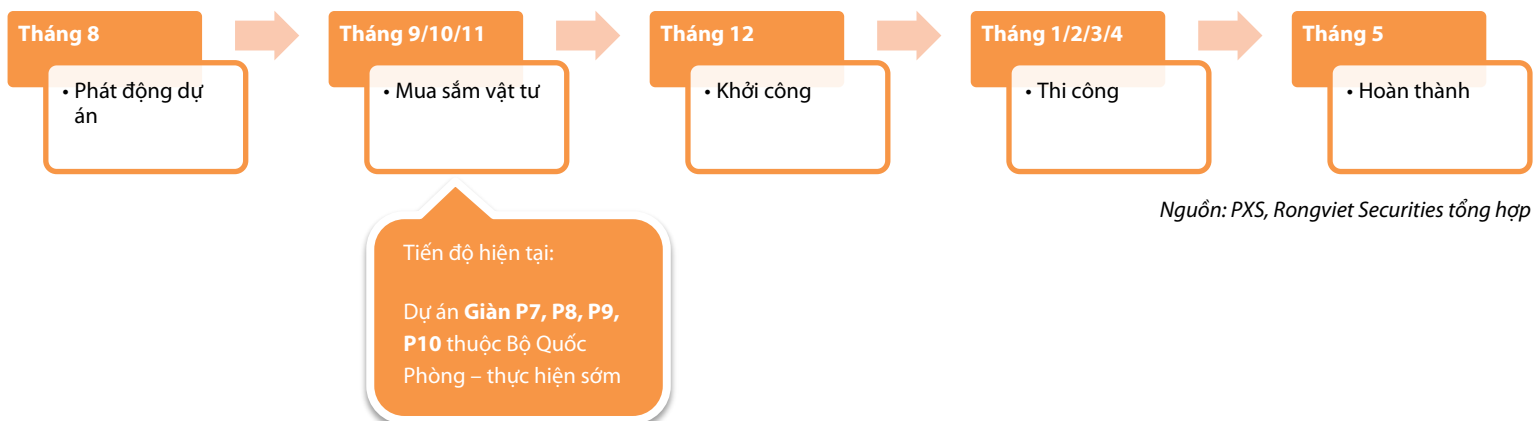
Tổng nhu cầu vốn đầu tư dự án là 289 tỷ đồng và nguồn vốn sẽ lấy từ (1) 50 tỷ đồng từ quỹ đầu tư phát triển, (2) phát hành thêm 5 triệu cổ phiếu với giá 12.703 VND/cp cho cổ đông hiện hữu (dự kiến đem về

63,52 tỷ đồng) và (3) vay dài hạn 166 tỷ đồng trong 60 tháng (Vietinbank) với mức lãi suất 8 – 8,5%. Do đó, trong quý 3, PXS đã thực hiện tăng vốn điều lệ với việc phát hành thêm và chia cổ phiếu thưởng với tỉ lệ 10:1 cho cổ đông hiện hữu.

Đánh giá rủi ro của dự án:

- **Nợ vay:** Với xu hướng chi phí lãi vay giảm khá mạnh trong 2 – 3 năm trở lại đây (năm 2014 giảm -54,30% kể từ cuối năm 2012), ảnh hưởng của chi phí lãi vay từ khoản nợ dài hạn tăng thêm 166 tỷ đồng theo chúng tôi đánh giá sẽ có tác động ở mức độ thấp do các khoản vay cũ đã được xử lý tương đối triệt để. Với trên 110 tỷ đồng nợ đến hạn trả trong 2 năm tới, chi phí lãi vay trong năm 2015 và 2016 được dự phóng sẽ duy trì tương đương 2014.
- **Phát hành:** Việc thành công của đợt phát hành thêm và chào bán cổ phiếu sẽ là yếu tố ảnh hưởng quan trọng đến việc mở rộng của doanh nghiệp. Với mức giá 12.703 đồng/cp so với mức giá trung bình 15 ngày giao dịch là 15.000 (cao hơn 18,08% so với giá phát hành), tỷ lệ thành công được nhận định sẽ khá cao đối với lần phát hành này. Thời gian thực hiện quyền mua sẽ diễn ra trong tháng 9.
- **Nhân lực:** PXS hiện tại 1.671 cán bộ công nhân viên, 919 là lao động phổ thông và 500 thợ hàn có chứng chỉ quốc tế (chiếm gần 30% số lượng nhân viên). Có thể nhận thấy PXS có nguồn nhân lực chất lượng cao. Mặc dù vậy, với khối lượng công việc khá lớn trong thời gian tới, chi phí giá vốn trong tương lai có thể gia tăng với việc thuê ngoài cũng như huy động nhiều nhân lực hơn cho các dự án lớn. Tuy nhiên theo doanh nghiệp cho biết, do PXS là tổng thầu các dự án trên bờ nên nguồn nhân lực chính sẽ đến từ các nhà thầu phụ.
- **Dự án:** với giàn P7, P8, P9, P10 đảm bảo hoạt động trong năm tới cùng với các dự án công nghiệp nặng như Long Sơn. Ngoài ra, gia tăng nhu cầu về an ninh vùng biển sẽ đem lại các dự án lớn cho PXS về dài hạn, từ đó tối ưu hóa việc sử dụng bãi cảng. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, kế hoạch từ nay đến năm 2020 của Bộ QP có thể đảm bảo mang lại công việc trong dài hạn.
- **Thời gian triển khai:** Thời gian thực hiện chỉ còn 4 tháng cho đến thời điểm khởi công cho 4 giàn P7, P8, P9, P10. Chính vì vậy PXS cần hoàn thành mở rộng trong khoảng thời gian là 3 – 4 tháng. Theo thông tin từ doanh nghiệp, hiện tại công việc chuẩn bị cho việc mở rộng đã hoàn thành và chỉ chờ phê duyệt từ HĐQT. Theo chúng tôi đánh giá, khả năng chậm tiến độ cho các dự án đầu tư cũng sẽ ở mức thấp.

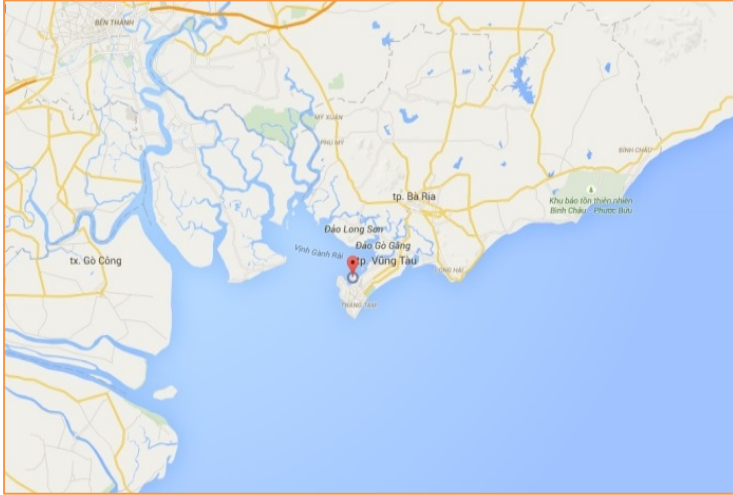
Hình 3: Lộ trình thông thường thực hiện dự án EPC cho Bộ Quốc phòng



Nguồn: PXS, Rongviet Securities tổng hợp



Hình 4: Vị trí và hình ảnh cảng của PXS





Nguồn: Google Maps, Rongviet Securities

Triển vọng và định hướng 2016

Bảng 7: Danh sách kế hoạch dự án trong năm 2016

Dự án đã kí kết	Chủ đầu tư	Tổng giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
Nhà máy Nhiệt điện Thái Bình 2	PV Power	925,69
Lắp đặt thiết bị cơ điện NĐ TB2	PV Power	150,47
Dự án Lọc hóa dầu Nghi Sơn	JGSC	345,17
LQ Modul Sư Tử Trắng	CL JOC	90,00
Lắp ráp và đấu nối các chân H1017 BH 335 L3P		66,91
Dự án P7, P8, P9, P10	Bộ Quốc phòng	819,00
Giàn nhà ở Sư Tử Trắng	CL JOC	408,80
Kinh Ngự Trắng	HL JOC	-
Dự án triển vọng		
GPP Cà Mau	-	-
Long Phú 1	-	-
Sông Hậu 1	-	-
Khánh Mỹ, Đầm Rơi, Phú Tân	-	-
Giàn nén khí Hoàng Long	-	-

Nguồn: PXS, Rongviet Research tổng hợp

Với danh sách các dự án nêu trên có thể nhận thấy năm 2016, PXS sẽ tập trung mạnh vào các dự án trên bờ (Nhiệt điện và Lọc hóa dầu) cũng như từ Bộ Quốc Phòng. Trong thời điểm hiện tại, định hướng tập trung vào on-shore có thể mang lại lợi thế về tiến độ và khối lượng công việc được đảm nhận. Tuy nhiên biên lợi nhuận thấp của các dự án này sẽ là một điểm bất lợi với KQKD của PXS. Theo ước tính của chúng tôi, biên lợi nhuận trong năm 2016 có khả năng giảm nhẹ còn ~14,57%. Trong kịch bản thận trọng (không xét đến khả năng ký mới và nhận thêm dự án trong năm 2016), chúng tôi tin rằng PXS có thể đạt mức tăng trưởng doanh thu tối thiểu 10% so với mức dự phóng năm 2015.

Trong thời gian tới, tìm kiếm và trúng thầu các dự án mới sẽ là yếu tố quan trọng khi nhắc đến việc phát triển dài hạn của PXS. Bãi cảng được cải thiện với năng lực được nâng cao sẽ là yếu tố hỗ trợ tốt trong tương lai. Rủi ro lớn nhất theo chúng tôi nhận định sẽ không thuộc về khả năng trúng thầu cũng như năng lực thực hiện các dự án lớn mà nằm ở khối lượng dự án tiềm năng có thể thực hiện trong trung và dài hạn. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, các hoạt động thi công của PXS thường phải theo tiến độ tổng thầu. Do đó, có những trường hợp PXS hoàn thành đúng tiến độ nhưng vẫn phải chờ những hạng mục từ nhà thầu khác hoàn thành mới có thể tiếp tục công việc. Ngoài ra, với một doanh nghiệp xây lắp như PXS, việc phát triển dài hạn phụ thuộc khá nhiều vào các dự án và định hướng phát triển từ tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Do đó, việc tìm kiếm thêm các dự án bên ngoài cũng như mở rộng hoạt động trong khu vực sẽ là định hướng hợp lý. Tuy nhiên, khi xét trong dài hạn, các hoạt động và dự án trong thời gian tới chưa đem lại góc nhìn chắc chắn về triển vọng dài hạn của doanh nghiệp.

Quan điểm và định giá

Là doanh nghiệp trong lĩnh vực xây lắp kết cấu kim loại với hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định, PXS đã đạt được KQKD Q2/2015 vô cùng khả quan với 598,2 và 47,2 tỷ đồng doanh thu và LNST. Nguyên nhân nằm ở các dự án đang trong giai đoạn có biên lợi nhuận cao nhờ đã hoàn thành và ghi nhận doanh thu chính trong Q2. Tuy nhiên, trong 6 tháng còn lại của 2015, chúng tôi nhận định yếu tố đột biến sẽ không còn do phần lớn các dự án đang thực hiện ghi nhận doanh thu thấp vào Q3 và Q4 và không có dự án mới dự kiến thực hiện. Trong năm 2016, các dự án từ bộ Quốc phòng (P7, P8, P9, P10) và Nhiệt điện Thái Bình 2 thuộc PV Power sẽ đảm bảo công việc cho PXS trong trung hạn. Nhìn về mặt dài hạn, triển vọng cho sự phát triển của PXS nằm ở việc mở rộng bãi cảng Sao Mai – Bến Đình (dự kiến đầu tư vào cuối năm 2015) giúp cải thiện khả năng thi công thông qua việc đầu tư vào nửa cuối năm nay. Tuy vậy, chúng tôi vẫn đưa ra quan điểm thận trọng do sự bị động của PXS trong việc đưa ra triển vọng các dự án có thể được triển khai trong tương lai xa hơn.

Dựa trên phương pháp định giá P/E và P/BV có sự so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước và khu vực, mức giá hợp lý cho cổ phiếu của PXS được xác định trong khoảng **17.000 đồng/cp** (13,33% cao hơn so với mức giá đóng của ngày 4/09/2015). Vì vậy, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu PXS.

Bảng 8: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2015F	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	8,90	11,0
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	14,80	14,57
Tỷ suất EBIT (%)	14,31	10,49

Nguồn: RongViet Securities

Phụ lục - Thông tin tham khảo về dự án PXS tham gia

Tên công trình dự án	Giá trị hợp đồng	Chủ đầu tư	Địa điểm	Bắt đầu	Kết thúc
Giàn khoan Diamond	1.170,39	Petronas	Vũng Tàu	15/3/2013	19/5/2014
P3, P4 (EPC)		Bộ QP	Vũng Tàu	11/2013	10/2014
Giàn BK Thiên Ứng	204,29	VSP	Vũng Tàu	5/2014	5/2015
ePCC Jacket & Topside Thái Bình	492,81	Petronas	Vũng Tàu	6/2014	6/2015
Cụm E-house Dự án TGT H5	39,52	HL JOC	Vũng Tàu	8/2014	3/2015
Cung cấp thiết bị Fuel Gas Skid dự án phát triển mỏ Thái Bình	10,90	Petronas	Vũng Tàu	8/2014	11/2014
Cung cấp thiết bị Wellhead control Panel dự án phát triển mỏ Thái Bình	4,02	Petronas	Vũng Tàu	8/2014	11/2014
Khối thượng tầng giàn BK4A	9,89	VSP	Vũng Tàu	10/2014	01/2015
Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2	925,69	PV Power	Thái Bình	10/2014	2016
Dự án Hàm Rồng	455,00	PV Gas	Thái Bình	Q4/2014	Q3/2015
Chân đế BK	32,00	VSP	Vũng Tàu	3/2015	6/2015
Dự án Lọc hóa dầu Nghi Sơn (gói 1B)	345,17	JGCS	Thanh Hóa	2015	2016
Kinh Ngư Trắng	200,00	HL JOC	Vũng Tàu	8/2015	2016
Dự án BK-Thiên Ứng	15,16	VSP	Vũng Tàu	1/2015	2015
P7, P8, P9, P10 (EPC)	819,00	Bộ QP	Vũng Tàu	11/2015	5/2016
LQ Modul Sư Tử Trắng	90,00	CL JOC	Vũng Tàu	8/2015	6/2016
Nhà ở Sư Tử Trắng	408,80	CL JOC	Vũng Tàu	8/2015	7/2016
P5, P6 (EPC)	580,00	Bộ QP	Vũng Tàu	2015	6/2015
Kinh Ngư Trắng	300,00	HL JOC	Vũng Tàu	3/2016	8/2016

Nguồn: PXS, RongViet Securities tổng hợp

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2013	2014	2015F	2016F
Doanh thu thuần	1.009,3	1.666,5	1.814,8	2.014,4
Giá vốn	762,1	1.391,2	1.546,2	1.721,0
Lãi gộp	247,3	275,3	268,6	293,5
Chi phí bán hàng	0,0	0,0	0,0	0,0
Chi phí quản lý	64,0	78,0	81,7	90,6
Thu nhập từ HĐTC	5,1	9,5	6,7	6,7
Chi phí tài chính	87,4	47,0	48,9	48,6
Lợi nhuận khác	1,0	-0,8	0,5	0,5
Lợi nhuận trước thuế	102,1	159,0	145,2	161,4
Thuế TNDN	26,1	35,1	31,9	32,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	75,9	123,9	113,2	129,1
EBIT	177,0	202,4	190,7	206,6
EBITDA	233,2	260,4	250,2	278,7

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015F	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-15,7%	65,1%	8,9%	11,0%
Lợi nhuận HĐKD	8,3%	7,6%	-5,2%	8,5%
EBITDA	-2,0%	11,7%	-3,9%	11,4%
EBIT	-4,9%	14,3%	-5,8%	8,4%
Lợi nhuận sau thuế	12,6%	63,1%	-8,6%	14,0%
Tổng tài sản	18,4%	7,4%	4,0%	0,2%
Vốn chủ sở hữu	29,9%	6,5%	11,9%	6,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	2,0%	9,2%	5,0%	6,7%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	24,5%	16,5%	14,8%	14,6%
LN HĐKD / Doanh thu	18,2%	11,8%	10,3%	10,1%
EBITDA/ Doanh thu	23,1%	15,6%	13,8%	13,8%
EBIT/ Doanh thu	17,5%	12,1%	10,5%	10,3%
LNST/ Doanh thu	7,5%	7,4%	6,2%	6,4%
ROA	5,3%	7,7%	6,7%	7,5%
ROIC or RONA	19,3%	22,7%	17,9%	18,3%
ROE	13,8%	19,3%	16,1%	16,9%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh, phải thu	4,6	6,9	7,8	8,1
Vòng quay hàng tồn kho	9,5	11,1	9,8	10,6
Vòng quay khoản phải trả	2,5	2,9	3,4	4,0
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	0,9	1,1	1,3	1,2
Nhanh	0,8	0,9	1,0	0,9
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	146,9%	149,2%	132,5%	119,2%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	43,9%	27,5%	20,5%	22,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	28,1%	44,0%	55,8%	39,1%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2013	2014	2015F	2016F
Tiền	312	385	307	303
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3	0	0	0
Các khoản phải thu	252	230	236	262
Tồn kho	99	153	162	163
Tài sản ngắn hạn khác	2	4	4	4
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	668	772	709	732
Tài sản cố định hữu hình	671	663	640	798
Tài sản cố định vô hình	20	18	18	17
Xây dựng cơ bản dở dang	16	19	185	8
Bất động sản đầu tư	0	5	4	4
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	167	179	168	167
TSCĐ và đầu tư dài hạn	874	884	1,014	994
TỔNG TÀI SẢN	1,542	1,656	1,723	1,726
Tiền hàng phải trả và ứng trước	375	361	247	258
Khoản phải trả ngắn hạn khác	78	144	167	195
Vay và nợ ngắn hạn	273	182	152	175
Vay và nợ dài hạn	175	292	413	308
Khoản phải trả dài hạn khác	13	9	3	3
Tổng nợ	913	988	982	938
Vốn chủ sở hữu	622	662	741	787
Vốn đầu tư của CSH	500	500	600	600
Lợi nhuận giữ lại	52	81	106	145
Các quỹ	70	81	35	42
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	622	662	741	787
Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	1,535	1,650	1,723	1,726
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2013	2014	2015F	2016F
LNTT	102,1	159,0	145,2	161,4
Khấu hao	56,2	58,0	59,5	72,1
Các điều chỉnh	82,2	37,8	-10,2	-10,2
Thay đổi vốn lưu động	107,6	-81,2	-161,9	-39,1
Tiền thuần từ HĐKD	348,1	173,6	32,5	184,3
Thay đổi TSCĐ	-36,7	-58,7	-199,4	-50,1
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	55,1	0,0	0,0	0,0
Lãi cho vay cổ tức LN được chia	4,3	8,6	9,0	9,0
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	22,6	-50,1	-190,4	-41,1
Nhận/trả lại vốn góp	104,4	0,0	100,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-213,5	26,2	79,6	-89,2
Cổ tức lợi nhuận đã trả cho CĐ	-50,8	-77,5	-99,7	-57,3
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-159,9	-51,3	79,9	-146,5
Tiền thuần trong kỳ	210,8	72,3	-78,0	-3,4
Tiền đầu năm	101,0	312,1	384,6	306,7
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,2	0,3	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	312,1	384,6	306,7	303,3

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

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 nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

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. VDSC 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, VDSC 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, VDSC 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 Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

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, 2015.**