

Dầu khí

Báo cáo thăm doanh nghiệp

Tháng 5, 2017

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **N/a**

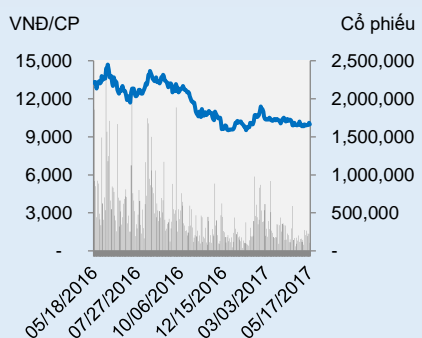
Giá thị trường (17/5/2017) **9.970**

Lợi nhuận kỳ vọng **N/a**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	9.520-14.700
Vốn hóa	598 tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	60.000.000
KLGD bình quân 10 ngày	183.672
% sở hữu nước ngoài	12,65%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	8%
Beta	1.72

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PXS	3,1%	0,6%	-6,8%	-7,3%
VN-Index	8,2%	1,7%	2,3%	8,0%

Chuyên viên phân tích

Lê Thanh Hòa

(84 8) 3914 6888 ext 257

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí

Mã giao dịch: PXS

Reuters: PXS.HM

Bloomberg: PXS VN

Kết quả kinh doanh 2017 sụt giảm và tin đồn trở thành công ty con của PTSC

PXS là một trong ba nhà thầu Việt Nam có năng lực thực hiện các gói thầu EPC/EPCI cho các công trình xây lắp dầu khí trên biển.

PXS thực hiện các công trình offshore: (1) Các giàn khai thác dầu và khai thác khí trên biển. Đối tượng khách hàng là các công ty quản lý khai thác dầu khí trên biển như Tổng Công ty thăm dò khai thác dầu khí (PVEP), các công ty điều hành chung (JOC) như Hoàng Long JOC, Cửu Long JOC... (2) Các nhà giàn phục vụ công tác nghiên cứu khoa học và bảo vệ an ninh biển đảo cho Bộ Quốc phòng. Đối với các công trình offshore, hiện tại chỉ có 3 đơn vị có thể thực hiện các dự án EPC/EPCI là PXS, Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) và Liên doanh Việt-Nga Vietsopetro (VSP).

Biên lợi nhuận gộp giảm do giá dầu giảm.

Kể từ năm 2013 đến nay, biên lợi nhuận gộp của PXS đã sụt giảm qua từng năm, từ mức 24,5% năm 2013 xuống còn 13,98% trong 2016. Nguyên nhân chủ yếu là do giá dầu sụt giảm làm giảm các dự án dầu khí trên biển. Công ty chuyển dịch sang thực hiện nhiều hơn các công trình nhà giàn cho Bộ Quốc phòng và các công trình trên bờ có biên lợi nhuận gộp thấp hơn.

Tin đồn về đề án tái cấu trúc chuyển PXS về PVS.

Thị trường đang có tin đồn về đề án tái cấu trúc PVX, theo đó PVS sẽ tiếp quản PXS. Tuy nhiên hiện đề án vẫn đang trong quá trình thực hiện và chưa có thông tin cụ thể về cách thức thực hiện cũng như tỷ lệ cổ phiếu mà PVS sẽ nắm giữ.

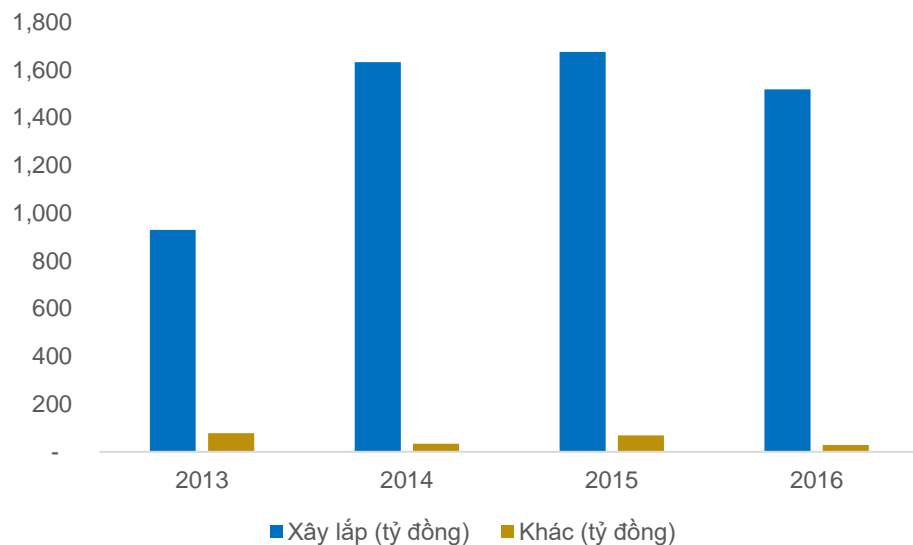
Khuyến nghị đầu tư.

Kết quả kinh doanh năm 2017 khả năng sẽ sụt giảm khá mạnh so với cùng kỳ và khó tăng trưởng trong năm 2018 nếu PXS chưa thành công ty con của PVS trong thời gian này. Tuy nhiên, nếu giá PXS giảm về vùng 9.000 VNĐ/CP thì chúng tôi đánh giá đây là một cơ hội khá hấp dẫn để tích lũy cho đầu tư dài hạn. Tại mức giá này, tỷ suất cổ tức là 8,89% (mức cổ tức theo kế hoạch năm 2017. Tỷ suất cổ tức tính theo tỷ lệ cổ tức năm 2016 là 14,44%) cao hơn mức lãi suất tiền gửi. Với mức giá này thì P/B chỉ còn ở mức 0,64, là mức khá thấp. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có tin tức liên quan đến hoạt động tái cơ cấu.

PXS là một trong ba nhà thầu Việt Nam có năng lực thực hiện các gói thầu EPC/EPCI cho các công trình xây lắp dầu khí trên biển.

Hoạt động kinh doanh chính của PXS là thiết kế, cung ứng vật tư và xây lắp các công trình offshore và các công trình về Điện-Khí-Đạm onshore. Doanh thu từ hoạt động xây lắp thường chiếm trên 95% tổng doanh thu của PXS và một phần nhỏ còn lại là các hoạt động khác như BĐS, cung ứng vật tư, cung cấp dịch vụ cảng biển tại cảng Sao Mai-Bến Đình và dịch vụ cung ứng nguồn nhân lực.

Cơ cấu doanh thu của PXS



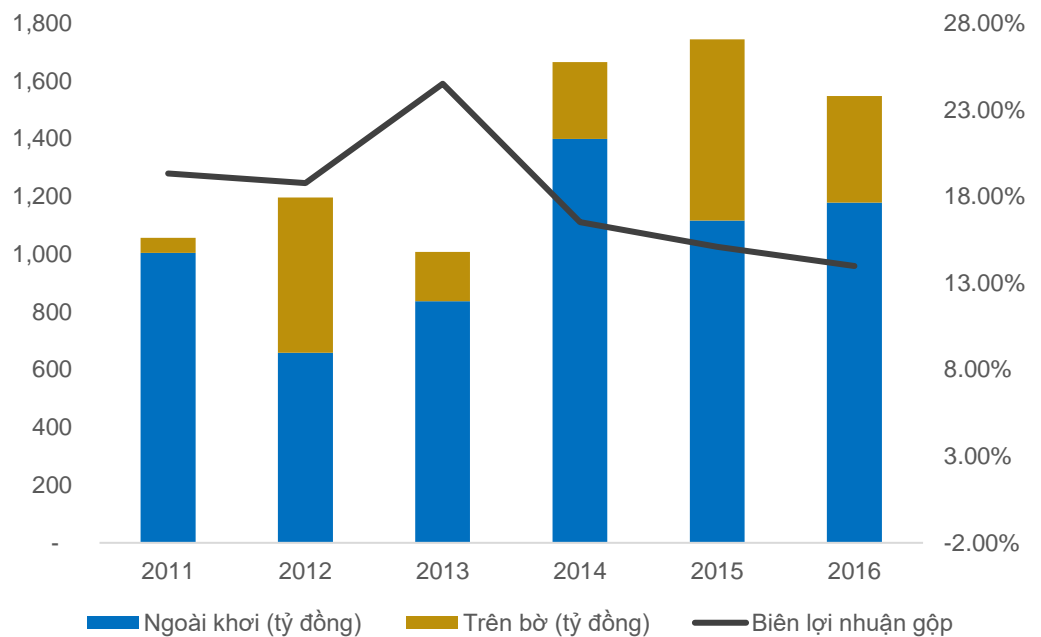
PXS thực hiện các công trình offshore: (1) Các giàn khai thác dầu và khai thác khí trên biển. Đối tượng khách hàng là các công ty quản lý khai thác dầu khí trên biển như Tổng Công ty thăm dò khai thác dầu khí (PVEP), các công ty điều hành chung (JOC) như Hoàng Long JOC, Cửu Long JOC... (2) Các nhà giàn phục vụ công tác nghiên cứu khoa học và bảo vệ an ninh biển đảo cho Bộ Quốc phòng. Đối với các công trình offshore, hiện tại chỉ có 3 đơn vị có thể thực hiện các dự án EPC/EPCI là PXS, Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) và Liên doanh Việt-Nga Vietsopetro (VSP).

Đối với các dự án onshore, PXS thực hiện các khâu thiết kế, cung ứng vật tư, thi công xây lắp các kết cấu thép, hệ thống đường ống, các bồn bể lưu trữ dầu khí cho các nhà máy nhiệt điện (nhiệt điện than và nhiệt điện khí), các nhà máy phân bón, các nhà máy xử lý khí gas, các nhà máy hóa dầu... Đa số các dự án này là PVN làm chủ đầu tư hoặc có vốn đầu tư của PVN đầu tư. Không như các dự án đặc thù trên biển, ngoài việc cạnh tranh với các doanh nghiệp có năng lực thi công các dự án onshore trong cùng tập đoàn PVN như PVX, PTSC, PXT, công ty liên doanh VSP... thì PXS còn chịu sự cạnh tranh từ các công ty ngoài tập đoàn PVN, trong đó đặc biệt là Tổng Công ty lắp máy Việt Nam (Lilama).

Biên lợi nhuận gộp giảm do giá dầu giảm.

Kể từ năm 2013 đến nay, biên lợi nhuận gộp của PXS đã sụt giảm qua từng năm, từ mức 24,5% năm 2013 xuống còn 13,98% trong 2016. Nguyên nhân chủ yếu là do giá dầu sụt giảm làm giảm các dự án dầu khí trên biển. Công ty chuyển dịch sang thực hiện nhiều hơn các công trình nhà giàn cho Bộ Quốc phòng và các công trình trên bờ có biên lợi nhuận gộp thấp hơn.

Cơ cấu doanh thu ngoài khơi, trên bờ và biên lợi nhuận gộp



Giá dầu sụt giảm đã làm cho khối lượng công việc các dự án offshore giảm mạnh cũng như mức giá các dự án offshore giảm. Đối với các dự án offshore có yếu tố nước ngoài là các JOC thì biên lợi nhuận gộp giảm từ mức 20% các năm trước về mức 16-17%. Đối với các dự án offshore do các thành viên trong Tập đoàn Dầu Khí Quốc gia Việt Nam làm chủ đầu tư thì biên lợi nhuận gộp giảm từ 17-18% ở các năm trước về mức 13-15%.

Từ năm 2013, PXS kết hợp với Liên doanh Vietsopetro thực hiện các nhà giàn trên biển cho Bộ Quốc phòng. PXS cho biết biên lợi nhuận gộp của các giàn này vào khoảng 15%.

Đối với các dự án onshore, PXS chịu sự cạnh tranh quyết liệt từ các nhà thầu khác mà đặc biệt là Lilama dẫn đến biên lợi nhuận gộp ở các dự án onshore thấp hơn nhiều so với các dự án offshore, chỉ ở mức 8-10%.

Tạm hoãn đầu tư cảng Sao Mai Bến Đình giai đoạn II phân kỳ 3.

Năm 2015, PXS đã tăng vốn điều lệ từ 500 tỷ đồng lên 600 tỷ đồng nhằm tài trợ cho dự án đầu tư giai đoạn II phân kỳ 3 của Bãi cảng Kết cấu Kim loại và Thiết bị Dầu khí Sao Mai-Bến Đình. Đến nay PXS đã hoàn thành việc nghiên cứu khả thi và thiết kế cơ sở của dự án, Công an PCCC đã cấp Giấy chứng nhận thẩm duyệt thiết kế PCCC, Sở Giao

thông vận tải đã chấp thuận thiết kế cơ sở. Tuy nhiên với việc giá dầu giảm làm ảnh hưởng tới biên lợi nhuận gộp cũng như khối lượng công việc thì Ban lãnh đạo PXS đang tạm hoãn việc đầu tư cho giai đoạn II phân kỳ 3 và sẽ thực hiện khi khối lượng công việc gia tăng trở lại.

Tin đồn về đề án tái cấu trúc chuyên PXS về PVS.

Thị trường đang có tin đồn về đề án tái cấu trúc PVX, theo đó PVS sẽ tiếp quản PXS. Tuy nhiên hiện đề án vẫn đang trong quá trình thực hiện và chưa có thông tin cụ thể về cách thức thực hiện cũng như tỷ lệ cổ phiếu mà PVS sẽ nắm giữ.

Chúng tôi cho rằng nếu PXS trở thành công ty con của PVS thì đây sẽ là thông tin tích cực cho PXS về cả giá cổ phiếu cũng như hoạch định kinh doanh trong tương lai. PVS với thế mạnh về năng lực thi công cũng như đấu thầu dự án sẽ là nguồn hỗ trợ không nhỏ cho PXS trong việc nâng cao năng lực thi công và có thêm dự án để triển khai.

Kết quả kinh doanh năm 2016.

Các dự án ghi nhận doanh thu trong năm 2016 (tỷ đồng)

STT	Dự án	2016
Offshore		
1	Sự Tử Trắng platform	265
2	Sự Tử Trắng module	200
3	Giàn DK 7, 8 và 9	656
4	RC9	15
5	Thỏ Trắng	42
6	Khác	24
Onshore		
1	Nhiệt điện Thái Bình 2	199
2	Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn	118
Tổng cộng		1.519

Dự báo kết quả kinh doanh năm 2017
Các dự án có thể ghi nhận doanh thu trong năm 2017 và 2018 (tỷ đồng).

STT	Dự án	2017	2018
Offshore			
1	Giàn DK 11, 12, 13 và 14		
2	Cá Rồng Đỏ	180	300
3	Giàn DK 15 và 16		340
4	Khác		200
Onshore			
1	Nhiệt điện Thái Bình 2	200	
2	Nhiệt điện Sông Hậu 1	153	
3	Nhà máy Lọc dầu Long Sơn		400
Tổng cộng		1.214	1.240

Tính đến nay các dự án đã được ký hợp đồng và có thể ghi nhận doanh thu trong năm 2017 là 1.034 tỷ đồng. Chúng tôi kỳ vọng PXS sẽ đạt được thỏa thuận thầu phụ cho dự án Cá Rồng Đỏ và có thể ghi nhận khoảng 180 tỷ đồng doanh thu trong năm nay. Với những giả định này chúng tôi ước tính PXS sẽ ghi nhận doanh thu khoảng 1.214 tỷ đồng (-21,57% yoy) và LNST khoảng 65 tỷ đồng (-26,13% yoy).

Đối với dự án Nhà máy Lọc dầu Long Sơn, Công ty cho biết PXS đã ký hợp đồng nguyên tắc cho dự án này. Doanh thu của PXS từ dự án này là 110 triệu USD. Doanh thu sẽ được ghi nhận từ năm 2018 đến 2021.

Khuyến nghị đầu tư.

Kết quả kinh doanh năm 2017 khả năng sẽ sụt giảm khá mạnh so với cùng kỳ và khó tăng trưởng trong năm 2018 nếu PXS chưa thành công ty con của PVS trong thời gian này. Tuy nhiên, nếu giá PXS giảm về vùng 9.000 VND/CP thì chúng tôi đánh giá đây là một cơ hội khá hấp dẫn để tích lũy cho đầu tư dài hạn. Tại mức giá này, tỷ suất cổ tức là 8,89% (mức cổ tức theo kế hoạch năm 2017. Tỷ suất cổ tức tính theo tỷ lệ cổ tức năm 2016 là 14,44%) cao hơn mức lãi suất tiền gửi. Với mức giá này thì P/B chỉ còn ở mức 0,64, là mức khá thấp. Chúng tôi sẽ cập nhật thêm khi có tin tức liên quan đến hoạt động tái cơ cấu.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Doanh thu	1.009	1.666	1.745	1.548
Giá vốn	(762)	(1.391)	(1.482)	(1.332)
Lợi nhuận gộp	247	275	263	216
Doanh thu tài chính	5	9	6	2
Chi phí tài chính	(87)	(47)	(39)	(37)
Lợi nhuận sau thuế	76	124	110	88

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2013	2014	2015	2016
Tiền & khoản tương đương tiền	312	385	164	400
Các khoản phải thu ngắn hạn	250	224	453	430
Hàng tồn kho	99	153	201	155
Tài sản cố định hữu hình	671	663	662	718
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	-	-	2	2
Tổng tài sản	1.542	1.656	1.764	1.915
Nợ ngắn hạn	733	694	752	915
Nợ dài hạn	188	301	250	177
Vốn chủ sở hữu	622	662	762	824
Tổng nguồn vốn	1.542	1.656	1.764	1.915

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2013	2014	2015	2016
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-15,7%	65,1%	4,7%	-11,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	12,6%	63,1%	-11,4%	-19,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	24,5%	16,5%	15,1%	14,0%
Lợi nhuận thuần biên (%)	7,5%	7,4%	6,3%	5,7%
ROA (%)	5,3%	7,7%	6,4%	4,8%
ROE (%)	13,8%	19,3%	15,4%	11,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	60%	60%	57%	57%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	148%	150%	131%	133%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.519	2.477	1.829	1.467
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	12.438	13.244	12.706	13.727

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Thanh Hòa** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuha@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Phan Thùy Trang

Cao su tự nhiên, Mía đường

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Đinh Thị Thu Thảo

Cảng biển & Logistics

dinhthithuthao@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientung@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thị Hải Yến

Hàng hóa tiêu dùng

nguyenthihaiyenB@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng, Dệt may

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dược

hathithuhang@baoviet.com.vn

Thái Anh Hòa

Hạ tầng, Nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Nguyễn Xuân Bình

Phó Giám đốc khối

nguyentuanbinh@baoviet.com.vn**Bạch Ngọc Thắng**

Kinh tế trưởng

bachngocthang@baoviet.com.vn**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn**Trần Đức Anh**

Chiến lược thị trường

tranducanh@baoviet.com.vn**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888