

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	17,600
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28,820
Tiềm năng tăng/giảm (%)	63.8
Tăng trưởng giá CP - YTD (%)	5.4
Tăng trưởng giá CP - 1 năm (%)	17.3
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	(7.9)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	7,861.9
SL CP lưu hành (triệu cp)	446.7
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	6.8
P/E Forward (x)	6.7
P/B (x)	0.7
P/E VN-Index (x)	16.5

Nguồn: FiinPro, MSI

TỔNG QUÁT VỀ DOANH NGHIỆP

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) được thành lập vào năm 1993 trên cơ sở sáp nhập 2 đơn vị trực thuộc Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam là Công ty Địa vật lý và Công ty Dịch vụ dầu khí. PVS là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (sở hữu 51,38%) và được đánh giá là doanh nghiệp hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ kỹ thuật cho ngành công nghiệp dầu khí tại Việt Nam.

PVS hiện tại đang cung cấp 7 dịch vụ chính đóng góp vào tổng doanh thu như sau:

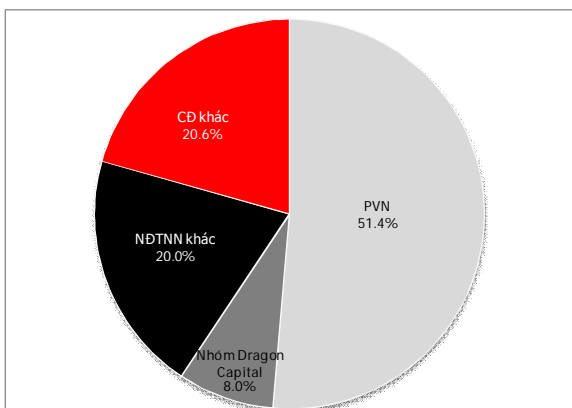
- Dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng trong lĩnh vực dầu khí.
- Dịch vụ cung ứng, quản lý vận hành, khai thác kho nổi FSO/ FPSO.
- Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C).
- Dịch vụ căn cứ Cảng (Supply base).
- Dịch vụ vận chuyển, lắp đặt, đầu nổi, vận hành, sửa chữa và bảo dưỡng (O&M) các công trình dầu khí.
- Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm.
- Dịch vụ khác.

Như vậy, các dịch vụ mà PVS cung cấp đã đáp ứng hầu hết các nhu cầu phát sinh trong quá trình khai thác mỏ dầu: (1) Giai đoạn khảo sát mỏ dầu (nhu cầu sử dụng dịch vụ khảo sát địa chấn), (2) Giai đoạn khoan thăm dò (nhu cầu sử dụng các tàu vận chuyển hàng hoá, trang thiết bị giữa bờ và giàn khoan), (3) Giai đoạn xây dựng mỏ dầu (cung cấp dịch vụ xây lắp dàn khoan), (4) Giai đoạn khai thác (cung cấp các dịch vụ vận hành, bảo dưỡng và các tàu chở dầu FSO/FPSO), và (5) Giai đoạn thu dọn mỏ (dịch vụ xây lắp).

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tính đến thời điểm hiện tại, PVS là doanh nghiệp trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam khi Tập đoàn này đang nắm giữ 51,4% cổ phần của Công ty. Cổ đông ngoại lớn nhất của PVS là nhóm các quỹ thuộc Dragon Capital đang nắm giữ 8% cổ phần. Nhóm các nhà đầu tư nước ngoài khác hiện có tỷ lệ sở hữu là 20%. Các cổ đông khác sở hữu lượng cổ phần còn lại 20,6% .

Cơ cấu cổ đông (tính đến ngày 09/3/2017)



Nguồn: PVS, MSI

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH DẦU KHÍ

Giá dầu Brent 2014 - 13/3/2017 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến thị trường dầu khí thế giới

Vào cuối năm 2016, các nước thuộc khối OPEC và một số cường quốc dầu mỏ khác trên thế giới cam kết sẽ cắt giảm sản lượng khai thác tổng cộng là 1,76 triệu thùng/ngày trong 6 tháng bắt đầu từ ngày 1/1/2017 nhằm kết thúc tình trạng dư cung và nâng giá. Theo Reuters, trong tháng 1/2017, lượng khai thác của 11 nước thành viên OPEC đã giảm 890.000 thùng/ngày xuống còn 29,9 triệu thùng/ngày, tương ứng với mức tuân thủ cam kết là 93%. Ngoài ra, Nga cũng đang bàn bạc với khối OPEC, đề xuất kéo dài thỏa thuận thêm 6 tháng nữa, dự kiến quyết định này sẽ được đưa ra trong tháng 4 hoặc tháng 5/2017. Tăng trưởng nhu cầu dầu quốc tế trong năm 2017 được EIA dự đoán tăng thêm 1,4 triệu thùng/ngày do: (1) thời tiết lạnh kéo dài khiến nhu cầu tại các quốc gia khu vực EU cao hơn, và (2) tăng trưởng dài hạn của Trung Quốc, Ấn Độ và các nước ngoài khối OPEC.

Tuy nhiên, những tác động từ việc: (1) Mỹ tiếp tục tăng sản lượng khai thác dầu đá phiến và hiện đang lên kế hoạch mở rộng khai thác sang miền đông Dakota và nhiều mỏ dầu đá phiến khác, (2) Nigeria và Libya đẩy mạnh khai thác nhằm phục hồi lại nguồn cung sụt giảm do nội chiến, và (3) sau khi được dỡ bỏ lệnh cấm vận, Iran cũng tăng sản lượng khai thác thêm 50.000 thùng/ngày trong tháng 1/2017, đã tạo áp lực mạnh lên giá dầu và nỗ lực tái cân bằng thị trường của OPEC và các nước sản xuất dầu mỏ khác. Vì giá dầu đã vượt ngưỡng 50 USD/thùng nên các công ty dầu đá phiến tại Mỹ đang tăng cường lắp đặt thêm giàn khoan và đẩy mạnh khai thác. Theo công ty dịch vụ dầu khí Baker Hughes, vào đầu tháng 3/2017, tổng số giàn khoan của Mỹ đã tăng lên thành 617 giàn so với mức 591 giàn vào cuối tháng 1/2017. Sản lượng dầu đá phiến của Mỹ trong tháng 3/2017 được dự báo sẽ tăng thêm 79.000 thùng/ngày, chạm mức 4,87 triệu thùng/ngày. Theo báo cáo của EIA, kết thúc tuần đầu tiên của tháng 3/2017, trữ lượng dầu của Mỹ đã tăng thêm 8,2 triệu thùng chỉ trong 1 tuần, đạt mức 528,4 triệu thùng. Cơ quan này cũng dự báo sản lượng dầu thô của Mỹ trong năm 2017 sẽ tăng 330.000 thùng/ngày lên thành 9,21 triệu thùng/ngày. Dựa theo tốc độ tăng trưởng mạnh của số lượng giàn khoan trong thời gian vừa qua, tổng số giàn khoan của Mỹ trong năm 2017 được dự phóng là 850 giàn, và ước tính sẽ đạt mức 1.100 giàn trong năm 2018, phần lớn các giàn khoan sản xuất cả dầu mỏ lẫn khí đốt. Bên cạnh đó, các công ty thăm dò và sản xuất (E&P) có xu hướng sẽ tăng cường chi tiêu trong năm 2017 cao hơn năm 2016.

Trong khi các nước OPEC đang tuân thủ cam kết rất tốt thì Nga chỉ mới thực hiện cắt giảm được 1/3 sản lượng theo cam kết, cùng với việc Mỹ đang làm điều ngược lại khiến khối OPEC đang phải cân nhắc đến phương án không kéo dài thỏa thuận thêm nữa. Do đó để giảm nguồn cung trong năm 2017, các nước sản xuất dầu sẽ phải ngồi lại thương lượng về việc cắt giảm sản lượng khai thác nhiều hơn, nhanh hơn trong thời gian dài hơn.

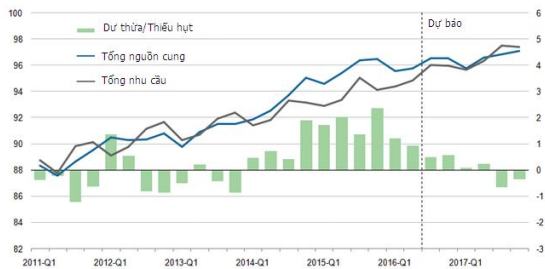
Ngành dầu khí Việt Nam

Theo thống kê của Bloomberg, Việt Nam là quốc gia đứng thứ 28 trên tổng số 52 nước trên thế giới có tài nguyên dầu khí. Tính đến hết năm 2013, trữ lượng dầu thô xác minh của Việt Nam là gần 4,4 tỷ thùng, đứng đầu khu vực Đông Nam Á; còn lượng khí xác minh của Việt Nam vào khoảng 600 tỷ m³, đứng thứ 3 trong khu vực Đông Nam Á sau Indonesia và Malaysia.

Bộ Công Thương cho biết, trữ lượng dầu khí năm 2016 tuy đạt kế hoạch đề ra (đạt 16,7 triệu tấn quy đổi trên kế hoạch đề ra là 16 - 20 triệu tấn quy đổi), nhưng đây là mức thấp nhất trong những năm gần đây. Theo đó, (1) Tổng sản lượng dầu khai thác trong năm đạt 17,23 triệu tấn, vượt 1,19 triệu tấn so với kế hoạch năm; (2) Khai thác khí đạt 10,61 tỷ m³, vượt 1 tỷ m³ so với kế hoạch; (3) Sản xuất xăng dầu cả năm đạt 6,87 triệu tấn, cao hơn kế hoạch là 1,18 triệu tấn. Nguyên nhân tốc độ gia tăng trữ lượng dầu khí đạt mức thấp nhất so với những năm gần đây là do tác động xấu của giá dầu thế giới suy giảm đã làm ảnh hưởng tới hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí của Việt Nam. Cũng trong năm 2016, theo Bộ Công thương, tổng sản lượng dầu thô xuất khẩu được gần 7 triệu tấn, kim ngạch đạt khoảng 2,35 tỷ USD, giảm 24,2% về lượng và 36,7% về trị giá so với năm 2015. Ở chiều ngược lại, báo cáo của Tổng cục Hải quan cho biết trong năm 2016, lượng xăng dầu nhập khẩu từ 5 thị trường Singapore, Malaysia, Thailand, Trung Quốc và Hàn Quốc là 11,62 triệu tấn, tổng giá trị kim ngạch đạt gần 4,8 tỷ USD.

Theo báo cáo tổng hợp của Bộ Công thương, kết thúc tháng 1/2017, khai thác dầu thô và khí đốt tự nhiên giảm 16,9% so với cùng kỳ năm trước. Sản lượng dầu thô khai thác ước đạt 1,4 triệu tấn (-12,7% yoy), khai thác khí đốt thiên nhiên ước đạt 0,8 tỷ m³ (-23,5% yoy), khí hóa lỏng ước đạt 66,2 nghìn tấn (-8,8% yoy).

Dự báo nguồn cung cầu dầu thế giới (triệu thùng/ngày)



Nguồn: EIA

Triển vọng của ngành dầu khí

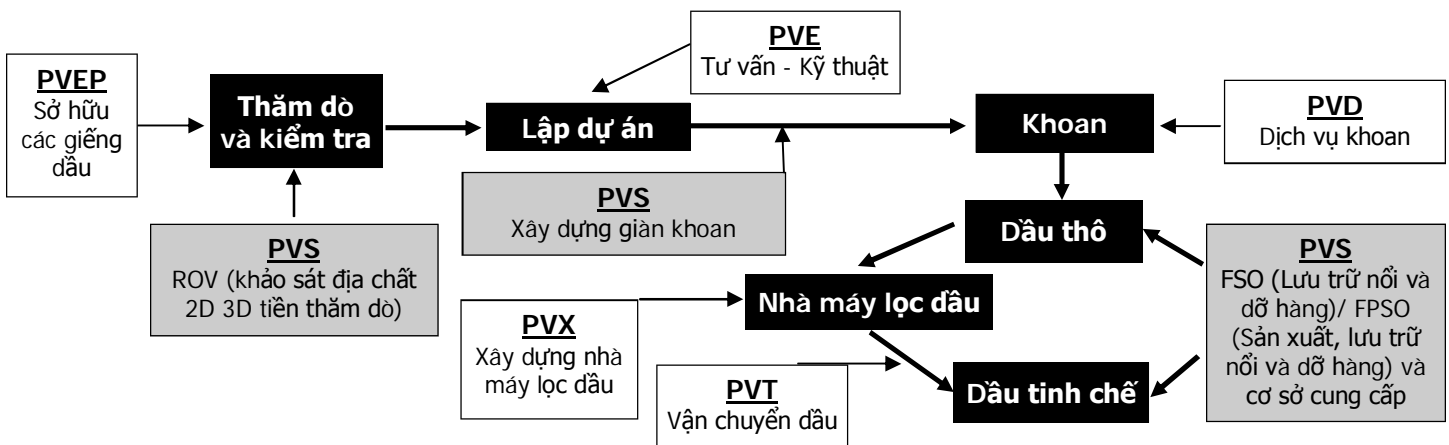
Đối với năm 2017, chúng tôi kỳ vọng ngành dầu khí sẽ có sự tăng trưởng tích cực về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành dầu khí cũng như giá dầu sẽ phục hồi và giữ ổn định quanh mức 60 USD/thùng, dựa trên những nguyên nhân sau:

- Thỏa thuận lịch sử về cắt giảm sản lượng dầu của các thành viên khối OPEC và các nước khác lên tới 1,76 triệu thùng/ngày từ 1/1/2017 được đánh giá là một yếu tố quan trọng và tích cực với giá dầu trong năm 2017, đặc biệt là khi có khả năng thỏa thuận này có thể sẽ được kéo dài tới cuối năm. Nếu điều này thành hiện thực, giá dầu có thể sẽ tăng mạnh lên mức 60 USD/thùng.

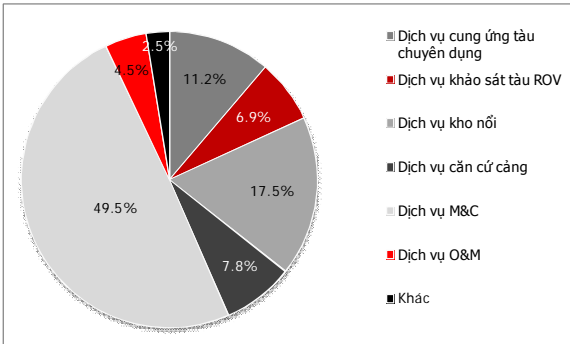
- Dự báo giá dầu thô Brent được Goldman Sachs tăng lên 59 USD/thùng từ mức 56,5 USD/thùng. Tuy nhiên, theo Goldman Sachs cũng dự báo phải đến cuối tháng 1/2017 mới có bằng chứng cho thấy các nước tham gia thỏa thuận thực sự đang cắt giảm sản lượng. Khi đó, việc cắt giảm sản lượng dầu trên thực tế sẽ là chất xúc tác tiếp theo cho những thay đổi của giá dầu.
- Cũng theo Goldman Sachs nhận định, năm 2017 nền kinh tế toàn cầu mạnh hơn sẽ kéo theo đà hồi phục của giá dầu. Ngoài ra, trong năm 2016, Trung Quốc có xu hướng tăng nhập khẩu dầu mỏ nhằm gia tăng trữ lượng các kho dầu dự trữ chiến lược, và làm cho sản lượng khai thác dầu thô trong nước trong 11 tháng 2016 của Trung Quốc giảm 7,2% so với cùng kỳ năm trước, còn 4 triệu thùng/ngày. Một khi Trung Quốc (nước nhập khẩu dầu mỏ lớn nhất thế giới) gia tăng tiêu thụ dầu sẽ là nhân tố chính giúp giá dầu thô tăng trở lại trong tương lai.

MỐI QUAN HỆ THEO CHUỖI GIÁ TRỊ GIỮA PVS VÀ CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH DẦU KHÍ

Do vai trò đặc biệt của ngành dầu khí đối với nền kinh tế đã tạo vị thế độc quyền của PVN, từ hoạt động thăm dò, khai thác, lọc hóa dầu, xuất nhập khẩu cho đến phân phối bán lẻ các sản phẩm xăng dầu.. Chuỗi giá trị của ngành được đảm bảo khép kín, tối đa hóa hiệu quả chuỗi cung ứng. Chỉ tính riêng trong khâu thăm dò và khai thác, hầu hết công việc và hoạt động có tính chất lặp đi lặp lại qua các năm. Do đó, hoạt động thăm dò, khai thác, chế tạo, đóng mới và cho thuê giàn khoan, cơ khí kỹ thuật, hậu cần kho bãi... vẫn duy trì hoạt động ổn định, ngay cả trong giai đoạn khủng hoảng kinh tế. Hiện tại, PVS đang tham gia hoạt động trong khá nhiều mảng kỹ thuật dầu khí: cho thuê tàu chuyên dụng, dịch vụ căn cứ, dịch vụ O&M, lắp đặt, vận hành các công trình dầu khí, dịch vụ đóng mới cơ khí,... Đây là những mảng hoạt động hầu như không có công ty ngoài ngành có thể tham gia. Do đó, theo chúng tôi đánh giá lĩnh vực này có khả năng bứt phá khi nền kinh tế phục hồi do nhu cầu sử dụng các dịch vụ kỹ thuật tăng cao trong ngành.



Cơ cấu doanh thu năm 2016



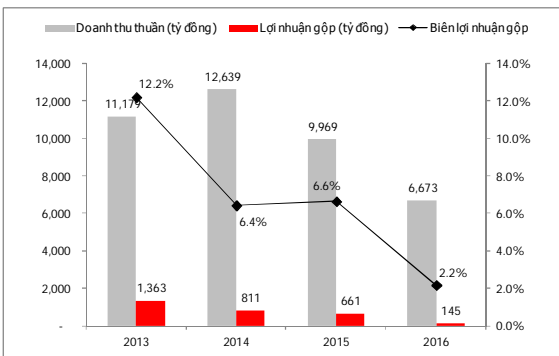
Nguồn: BCTC của PVS

CÁC HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH CỦA PVS

Lĩnh vực cung ứng tàu dịch vụ dầu khí

- Dịch vụ tàu chuyên dụng** - các dịch vụ tàu chuyên dụng chủ yếu của PVS bao gồm các dịch vụ như: dịch vụ vận chuyển hàng, dịch vụ lai dắt, công tác cứu hộ, cứu nạn trên biển, dịch vụ vận chuyển các sản phẩm dầu khí,... Đây là một trong những dịch vụ truyền thống và thế mạnh của PVS và hiện PVS cung cấp khoảng 90% dịch vụ tàu chuyên phục vụ hoạt động tham dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam. PVS hiện đang sở hữu đội tàu gồm 16 chiếc, bao gồm các loại tàu dịch vụ dầu khí đa năng (AHTS), tàu định vị động học (DP1 & DP2), tàu kéo hỗ trợ khảo sát, tàu chống cháy, tàu trục mỏ, tàu bảo vệ,... Trong năm 2016, mảng dịch vụ tàu chuyên dụng của PVS đã phải đối mặt với sức ép giảm giá thuê do các khách hàng hạn chế tối đa nhu cầu cho thuê tàu, nhiều khách hàng đã thay đổi kế hoạch sử dụng tàu nhỏ hơn, cũ hơn với đơn giá thấp hơn, cũng như tăng cường đấu thầu, gọi chào giá từ các đơn vị khách trong và ngoài nước. Do đó, doanh thu thực hiện từ loại hình dịch vụ này năm 2016 giảm mạnh 53,4% so với cùng kỳ năm trước, chỉ đạt 2.104,4 tỷ đồng. Bên cạnh đó, giá cho thuê tàu giảm và chi phí duy trì an toàn cho đội tàu cao làm biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ còn 12,3% từ mức 12,4% của năm 2015.

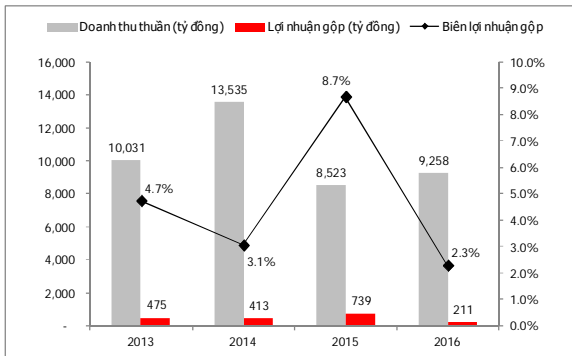
Lĩnh vực cung ứng tàu dịch vụ dầu khí 2013-2016



Nguồn: BCTC của PVS

- Dịch vụ cung cấp, quản lý vận hành tàu xử lý/chứa và xuất dầu thô (FSO/FPSO)** - bao gồm 5 công ty liên doanh liên kết là hoạt động kinh doanh cốt lõi và có đóng góp lớn thứ 2 trong thu nhập của PVS. Cho đến nay, PVS đang sở hữu và đồng sở hữu cho thuê 5 tàu vận chuyển khí hóa lỏng LPG (FSO và FPSO) thông qua các công ty liên kết nhằm đáp ứng nhu cầu dịch vụ tàu cho các mỏ dầu khí tại Việt Nam như mỏ Thăng Long - Đông Đô, mỏ Hải Thạch và Mộc Tinh, mỏ Hồng Ngọc, mỏ PM3 CAA và mỏ Rồng Đồi. Đây là mảng mang lại doanh thu và lợi nhuận đều đặn cho PVS trong những năm vừa qua do các tàu PVS hầu hết được thuê dài hạn với thời hạn thuê từ 5-15 năm, đặc biệt các tàu FPSO/FSO được thuê hầu như đến hết thời gian khấu hao của tàu. Trong đó, PVS cung cấp 2 dịch vụ chính (1) cho thuê tàu FSO/FPSO, (2) các dịch vụ vận hành và bảo dưỡng tàu FSO/FPSO.
- Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm** - PVS là đơn vị duy nhất thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam cung cấp các tàu chuyên dụng phục vụ công tác khoan, thăm dò và khảo sát địa chất, các công trình ngầm. Dịch vụ ROV do PVS cung cấp hiện chiếm trên 90% thị phần ROV trong nước. Đây là loại hình dịch vụ kỹ thuật cao, phức tạp với các hoạt động cung cấp, quản lý và vận hành tàu khảo sát địa chấn 2D, 3D và cách thiết bị khảo sát chuyên dụng ROV. Hiện tại, PVS đang vận hành và quản lý 7 tàu khảo sát có khả năng thực hiện khảo sát trên trên tất cả các vùng biển thềm lục địa Việt Nam và thế giới như: tàu khảo sát địa chấn 2D Bình Minh 02, tàu khảo sát địa chấn 3D CGG Amadeus, tàu khảo sát địa vật lý PTSC Surveyor, tàu khảo sát PTSC Researcher, tàu dầu khí 105, thiết bị lặn khảo sát ROV Observation, thiết bị khảo sát ROV WorkClass.

Dịch vụ cơ khí năm 2013-2016



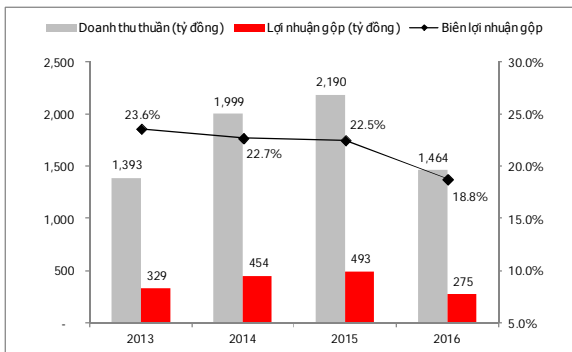
Nguồn: BCTC của PVS, MSI

Lĩnh vực Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C)

PVS là thầu M&C nội địa chính đang thi công các dự án ngành dầu khí tại Việt Nam. PVS đang sở hữu khu căn cứ thi công chế tạo công trình dầu khí tại Vũng Tàu rộng gần 21 ha với điều kiện cơ sở vật chất, cảng bãi, kho hàng thiết bị kéo cầu, thiết bị nâng hạ và các máy móc thiết bị cơ sở khác... luôn đáp ứng đầy đủ yêu cầu của khách hàng. Các dịch vụ PVS đang thực hiện chủ yếu là các dự án EPC/EPIC/EPCI chế tạo, vận chuyển, lắp đặt, chạy thử giàn khoan, chân đế giàn khoan, các cấu kiện, thiết bị dầu khí, các công trình dầu khí ngoài khơi, trên bờ. Cụ thể, dịch vụ M&C bao gồm các gói thầu thực hiện EPC (thiết kế, mua sắm, xây dựng)/ EPCI (thiết kế, mua sắm, xây dựng, lắp đặt) và EPIC (thiết kế, mua sắm, lắp đặt và vận hành).

Dịch vụ cơ khí chế tạo và xây lắp công trình biển là một trong 6 dịch vụ cốt lõi có đóng góp lớn nhất vào doanh thu, lợi nhuận của PVS. Tuy nhiên, mảng kinh doanh này có khả năng sinh lợi khá thấp với biên lợi nhuận gộp chỉ đạt từ 3%-5%. Nguyên nhân vì trong những năm gần đây, giá đầu duy trì ở mức thấp, làm cho các dự án phát triển mở ngoài khơi tại Việt Nam phải tạm ngưng hoặc giãn tiến độ, gây ảnh hưởng đến việc ký kết các hợp đồng mới của PVS. Do đó, PVS đang tạm thời chuyển dần sang các dự án trên bờ, nhằm bù đắp cho sự thiếu hụt dự án ngoài khơi trong ngắn hạn và do PVS là một thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam nên Công ty đang được hưởng lợi từ hợp đồng xây lắp trên cạn từ PVN, bao gồm các dự án lọc hoá dầu và các dự án điện, như dự án nhà máy Năng lượng sinh học Bio-Ethanol Dung Quất, dự án Nhà máy Nhiệt điện Long Phú 1, dự án Nhiệt điện Sông Hậu 1 và dự án Nhà máy xử lý khí Cà Mau. Các dự án trên bờ luôn có biên lợi nhuận thấp hơn nhiều so với các dự án ngoài khơi, do phụ thuộc vào tính phức tạp của các dự án. Vì vậy, biên lợi nhuận của mảng xây lắp giảm đáng kể, từ 8,7% trong 2015 xuống còn 2,3% năm 2016.

Dịch vụ căn cứ cảng năm 2013-2016



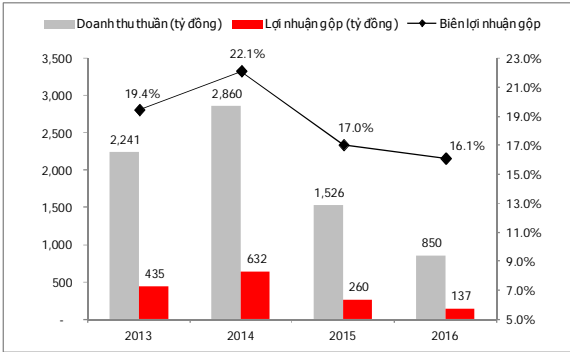
Nguồn: BCTC của PVS, MSI

Lĩnh vực căn cứ Cảng dầu khí

Dịch vụ căn cứ Cảng là dịch vụ cho thuê cầu cảng, bến bãi, kho xưởng, nhà văn phòng, cung cấp các dịch vụ hậu cần cũng như phương tiện, thiết bị vận chuyển, nâng hạ... phục vụ công tác sản xuất kinh doanh của các nhà thầu. PVS đã xây dựng được hệ thống 8 căn cứ cảng dịch vụ dầu khí trải dài trên cả 3 miền Bắc - Trung - Nam, bao gồm Đà Nẵng, Dung Quất, Quảng Bình, Quảng Ngãi, Phú Mỹ, Thanh Hóa, Hải Phòng và Vũng Tàu.

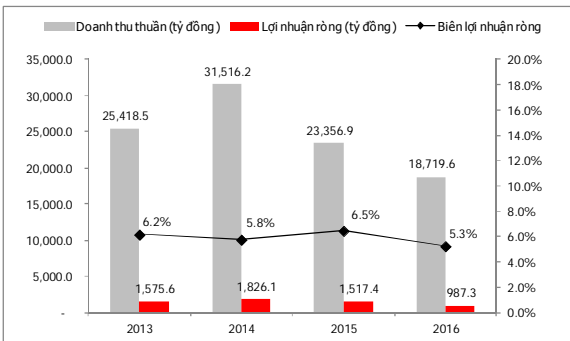
Trong năm 2016, số lượng nhà thầu và kế hoạch khoan có sự suy giảm đáng kể, dẫn đến sự sụt giảm trong nhu cầu thuê kho bãi nhà xưởng, thiết bị, nhân lực, các hoạt động hậu cần... của các nhà thầu chính và các nhà thầu dịch vụ. Ngoài ra, để chia sẻ khó khăn với khách hàng, do ảnh hưởng của sự sụt giảm giá dầu thô thế giới, PVS đã giảm đơn giá nhiều hạng mục dịch vụ cho nhiều khách hàng. Điều này đã làm ảnh hưởng đến kết quả SXKD của PVS trong năm 2016, theo đó doanh thu thực hiện từ loại hình dịch vụ này năm 2016 là 1.464,4 tỷ đồng (-33,1% yoy), đóng góp 7,8% tỷ trọng trong tổng doanh thu, giảm so với mức 9,4% trong năm 2015. Dịch vụ cảng là hoạt động có biên lợi nhuận gộp cao nhất trong 6 mảng kinh doanh, khoảng 18,8% trong năm 2016.

Dịch vụ O&M năm 2013-2016



Nguồn: BCTC của PVS, MSI

KQKD của PVS 2013-2016

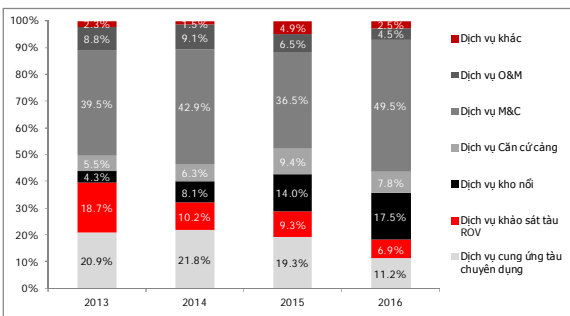


Nguồn: BCTC của PVS, MSI

trọng. Do đó, kết quả doanh thu cả năm 2015 đạt 23.356,8 tỷ đồng, giảm 25,9% so với cùng kỳ năm trước và lợi nhuận ròng đạt 1.517,3 tỷ đồng (-16,9% yoy)

Năm 2016: Trong quý cuối năm 2016, PVS ghi nhận gần 4.802 tỷ đồng doanh thu thuần, tăng 18,9% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, do: (1) tỷ suất giá vốn hàng bán/ doanh thu thuần trong Q3.2016 cao hơn Q3.2015, (2) chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh hơn cùng kỳ, (3) doanh thu hoạt động tài chính tăng giảm mạnh 83% so với của Q3.2015, đạt 5,6 tỷ đồng, vì vậy nên lợi nhuận ròng của PVS ghi nhận 171,3 tỷ đồng lợi nhuận ròng (-28,8% yoy). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong Q4.2016 cũng sụt giảm so với cùng kỳ, lần lượt là 0,3% và 3,6%. Theo đó, tính lũy kế nguyên năm 2016, doanh thu thuần của Công ty là 18.719,6 tỷ đồng (-19,9% yoy) và lợi nhuận ròng là 987,3 tỷ đồng (-34,9% yoy). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng năm 2016 suy giảm chỉ còn 4,1% và 5,3%, thấp hơn nhiều so với mức 9,3% và 6,5% của năm 2015.

Cơ cấu doanh thu năm 2013-2016



Nguồn: BCTC của PVS

Dịch vụ vận chuyển, lắp đặt, đấu nối, vận hành, sửa chữa và bảo dưỡng (O&M) các công trình dầu khí

Hiện PVS đang cung cấp dịch vụ O&M cho Dung Quất và một số công trình ở Thái Lan và Trung Đông. Công ty kỳ vọng sẽ cung cấp một phần dịch vụ O&M cho Nghi Sơn khi nhà máy này đi vào hoạt động. Ngoài ra, cùng với các đối tác trong và ngoài nước, PVS đang đảm nhiệm cung cấp các dịch vụ vận chuyển, lắp đặt đầu nối, chạy thử các công trình dầu khí ngoài khơi.

Trong năm 2016, doanh thu mảng O&M giảm mạnh 44,3% so với cùng kỳ năm trước, do số lượng hợp đồng và giá dịch vụ trung bình giảm. Đây là mảng dịch vụ mang lại biên lợi nhuận cao thứ 2 chỉ sau mảng căn cứ cảng, đóng góp đến 17,5% lợi nhuận cho PVS, trong khi doanh thu từ mảng hoạt động này chỉ chiếm 4,5% trong tổng doanh thu.

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA PVS GIAI ĐOẠN 2013-2016

Năm 2013: Doanh thu thuần của Công ty đạt 25.418,5 tỷ đồng (+3,4% yoy), đạt 106% kế hoạch năm, tăng 3% so với thực hiện năm 2012. Lợi nhuận ròng là 1.575,5 tỷ đồng (+40,9% yoy).

Năm 2014: PVS đạt mức tăng trưởng ấn tượng trong cả doanh thu thuần (31.516,1 tỷ đồng, tăng 24% yoy) và lợi nhuận ròng (1.826 tỷ đồng, tăng 15,9% yoy).

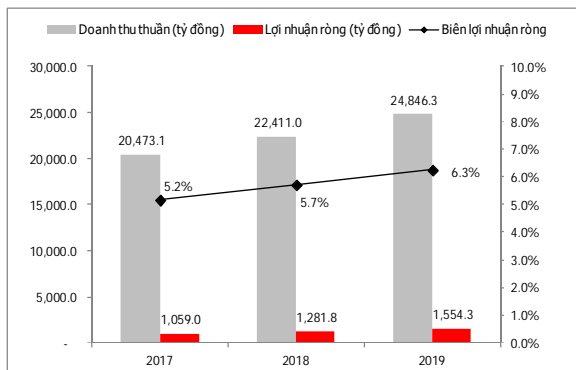
Năm 2015: Việc giá dầu thô thế giới giảm mạnh vào cuối năm 2014 và tiếp tục duy trì ở mức thấp từ đầu năm 2015 đã làm cho các hoạt động thăm dò, khai thác, phát triển mỏ, đầu tư trong lĩnh vực dầu khí bị cắt giảm hoặc tạm ngừng thực hiện, kéo theo hầu hết hoạt động của các mảng dịch vụ của PVS bị giảm sút nghiêm

Cơ cấu doanh thu thay đổi

Trong những năm qua, cơ cấu doanh thu của PVS có nhiều thay đổi. Mảng dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng và tàu khảo sát ROV đang có xu hướng giảm tỷ trọng trong cơ cấu tổng doanh thu trong giai đoạn 2013-2016, chiếm lần lượt 20,9% và 18,7% trong năm 2013, tuy nhiên trong năm 2016 tỷ trọng của 2 mảng này giảm chỉ còn 11,2% và 6,9%. Hoạt động khảo sát địa chấn thường là bước đi đầu tiên trước khi thực hiện một quá trình thăm dò và khai thác mỏ dầu, tuy nhiên đây cũng là dịch vụ bị cắt giảm đầu tiên khi giá dầu thô đi vào xu hướng giảm giá.

Ngược lại, mảng cung cấp tàu FSO/FPSO lại có xu hướng tăng trưởng doanh thu ổn định, do hợp đồng thuê kho nổi FSO/FPSO của PVS thường là hợp đồng dài hạn (trên 10 năm) và có giá cho thuê không đổi. Trong khi đó, mảng dịch vụ cơ khí và xây lắp M&C tiếp tục cho thấy sự ổn định, do hầu hết các hợp đồng EPC của PVS là của năm 2015 và vẫn đang được Công ty tiếp tục thực hiện trong năm 2016, do vậy doanh thu của mảng M&C không bị ảnh hưởng nhiều và vẫn giữ tỷ trọng lớn nhất trong tổng doanh thu, chiếm 49,5%. Ngoài ra, tỷ trọng doanh thu từ mảng dịch vụ căn cứ cảng và mảng dịch vụ vận hành và bảo dưỡng O&M do các dịch vụ này chủ yếu được cung cấp cho các công trình dầu khí ngoài khơi, vì vậy nhu cầu đối với các dịch vụ này cũng giảm theo ảnh hưởng của giá dầu giảm trong thời gian qua.

Triển vọng kinh doanh 2017-2019



Nguồn: BCTC của PVS, MSI

TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA PVS TRONG NĂM 2017

PVS đặt mục tiêu doanh thu đạt 13.000 tỷ đồng cho cả năm 2017, giảm khoảng 30% so với thực hiện năm 2016 (18.719,5 tỷ đồng). Lợi nhuận sau thuế ước đạt 560 tỷ đồng, giảm 35% so với thực hiện năm 2016. Giống như nhiều công ty trực thuộc PVN, việc lập kế hoạch kinh doanh năm 2017 của PVS dựa vào kịch bản giá dầu 60 USD/thùng.

Với nhận định giá dầu cả năm 2017 nhiều khả năng sẽ giữ quanh mức 60 USD/thùng như đã nêu ở trên, chúng tôi cho rằng hoạt động xây lắp dầu khí sẽ khởi sắc trở lại từ năm 2017. Giá các dịch vụ dầu khí đang tăng lên do hoạt động thăm dò khai thác mỏ dầu khí đang được đẩy mạnh trong khu vực.

Trong thời gian sắp tới, PVS sẽ tiếp tục tham gia nhiều dự án tiềm năng như Kinh Ngư Trắng, Cá Rồng Đỏ, Sư Tử Trắng giai đoạn 2, và đặc biệt là các dự án dầu khí lớn đang được triển khai của Việt Nam như Lô B - Ô Môn (Kiên Giang) và dự án Cá Voi Xanh.

Vì thế, chúng tôi lạc quan hơn và dự phóng kết quả kinh doanh trong năm 2017 của PVS sẽ vượt kế hoạch dự kiến của Công ty. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu thuần của PVS sẽ là 20.473,1 tỷ đồng (+9,4% yoy). Lợi nhuận ròng của Công ty trong 2017 sẽ đạt 1.059 tỷ đồng (+7,3% yoy). Biên lợi nhuận gộp của PVS tăng nhẹ so với năm 2016, ở mức 6,1%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận ròng của Công ty không thay đổi nhiều so với cùng kỳ năm trước, đạt 5,2%.

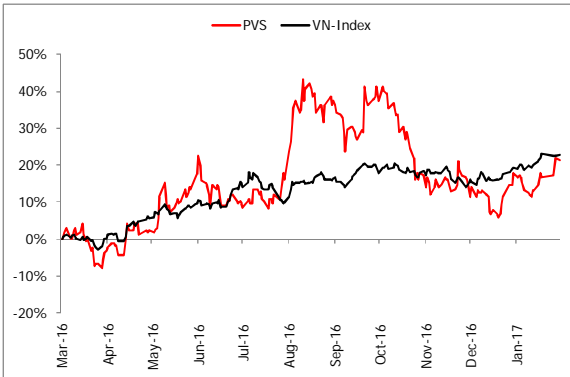
Trong giai đoạn 2018-2019, PVS được kỳ vọng sẽ duy trì mức tăng trưởng doanh thu trung bình 10,2%/năm. Theo đó, doanh thu thuần Công ty ghi nhận trong 2 năm này sẽ là 20.411 tỷ đồng và 24.846,3 tỷ đồng. Biên lợi nhuận gộp trong 2 năm này có khả năng sẽ tăng nhẹ, lần lượt là 6,9% và 8,4%, do giá dầu thế giới được dự báo sẽ dần dần hồi phục.

Bảng tóm tắt các chỉ tiêu tài chính của PVD 2013-2019F

Tóm tắt tài chính	2013A	2014A	2015A	2016A	Kế hoạch 2017	2017F	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	25,418.5	31,516.2	23,356.9	18,719.6	13,000.0	20,473.1	22,411.0	24,846.3
Tăng trưởng (% yoy)	3.4	24.0	(25.9)	(19.9)	(30.6)	9.4	9.5	10.9
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,575.6	1,826.1	1,517.4	987.3	560.0	1,059.0	1,281.8	1,554.3
Tăng trưởng (% yoy)	40.9	15.9	(16.9)	(34.9)	(43.3)	7.3	21.0	21.3
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.2	5.8	6.5	5.3	4.3	5.2	5.7	6.3
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	8,271.2	9,513.1	10,251.3	10,270.0	n/a	10,844.9	11,454.8	12,104.3
Tổng tài sản (tỷ đồng)	23,816.5	26,683.7	26,437.1	25,523.0	n/a	26,195.6	27,971.2	29,997.4
ROE (%)	19.0	19.2	14.8	9.6	n/a	9.8	11.2	12.8
ROA (%)	6.6	6.8	5.7	3.9	n/a	4.0	4.6	5.2
EPS (đồng)	3,527	4,088	3,397	2,210	n/a	2,371	2,869	3,479
BVPS (đồng)	18,516	21,296	22,949	22,991	n/a	24,278	25,643	27,097
Cổ tức (đồng)	1,500	1,200	1,200	1,700	n/a	1,700	1,700	1,700
P/E (x)	4.8	5.7	4.5	7.4	n/a	7.4	6.1	5.1
P/B (x)	0.9	1.1	0.7	0.7	n/a	0.7	0.7	0.6

Nguồn: BCTC của PVS, MSI dự phóng

Tăng trưởng cổ phiếu PVS so với VN-Index (1 năm)



Nguồn: BCTC của PVS

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU PVS

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo P/E để xác định giá trị của cổ phiếu PVS với các chỉ số như sau: (1) EPS forward bình quân của 2 năm 2017F và 2018F là 2.620 đồng/cp, (2) P/E định giá là 11,0x, chiết khấu 33,3% so với mức P/E 16,5x của VN-Index. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu PVS là 28.820 đồng/cp, tiềm năng tăng trưởng là 63,8% so với giá thị trường hiện tại 17.600 đồng/cp.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVS với giá mục tiêu là 28.820 đồng/cp cho mục tiêu trung và dài hạn vì những lý do sau:

- Chúng tôi đánh giá triển vọng giá dầu thô phục hồi sau hai năm duy trì ở dưới mức 50 USD/thùng là rất cao, tuy nhiên các công ty dầu khí chỉ hoạt động có hiệu quả khi giá dầu trên mức 60 USD/thùng. Ở thời điểm hiện tại giá dầu vẫn duy trì ở vùng giá 50-55 USD/thùng, tức là mức giá vừa đủ chi trả cho chi phí sản xuất và các chi phí khác, do đó, các doanh nghiệp dầu khí trong nước sẽ không đầu tư hoặc tái khởi động lại bất kỳ chương trình thăm dò khai thác và sản xuất (E&P) quan trọng nào trong năm 2017. Vì vậy, chúng tôi cho rằng trong ngắn hạn, KQKD trong Q1.2017 của PVS tiếp tục vẫn giữ ở mức thấp và bắt đầu từ Q2.2017 sẽ có sự cải thiện nhẹ nếu giá dầu thô thế giới đạt trên 60USD/thùng. Theo đó, trong trường hợp giá dầu thô tăng lên ngưỡng 60 USD/thùng, thì nhu cầu đối với các mảng dịch khảo sát ROV, mảng vận hành bảo dưỡng O&M sẽ được hưởng lợi và hồi phục do PVN sẽ thúc đẩy các dự án khai thác dầu khí ngoài khơi hoạt động trở lại.
- PVS gần như độc quyền trong việc cung cấp các loại hình dịch vụ trong suốt vòng đời của một dự án dầu khí. Tại Việt Nam, PVS đang cung cấp 100% dịch vụ căn cứ cảng dầu khí; cung cấp 90% dịch vụ khảo sát địa chấn; và vận hành 5 kho nổi FSO/FPSO đang hoạt động ngoài khơi Việt Nam. Như vậy, PVS sẽ là sự lựa chọn tối ưu cho nhà đầu tư trong việc thâm nhập thị trường dầu mỏ có tiềm năng tăng trưởng mạnh tại Việt Nam.
- Trong giai đoạn từ 2017-2019, chúng tôi ước tính lợi nhuận của PVS sẽ có tỷ lệ tăng trưởng trung bình đạt 16,5%/năm, do PVS có mức độ tham gia rộng hơn vào các hoạt động thăm dò khai thác dầu khí thông qua việc cung ứng một chuỗi các loại hình dịch vụ kỹ thuật dầu khí.
- Từ đầu năm 2016, giá dầu Brent trên thị trường thế giới đã tăng khá mạnh từ giá đáy trong vòng 5 năm trở lại đây (từ 28,94 USD/thùng lên vùng giá trung bình 54-56 USD/thùng trong 3 tháng đầu năm 2017). Giá dầu tăng mạnh sẽ tác động tích cực đến triển vọng của PVS, do hiện tại đang có khoảng 53 dự án dầu khí nằm trong kế hoạch sẽ triển khai trong thời gian tới. Trong đó có 9 dự án sẵn sàng để triển khai và nếu giá dầu vượt 65 USD/ thùng thì sẽ có rất nhiều dự án sẽ được tái khởi động đầu tư nhằm đáp ứng nhu cầu cho các dự án nhà máy điện của PVN.
- PVS thường xuyên trả cổ tức đều đặn, tỷ lệ cổ tức bằng tiền mặt ổn định quanh mức 12%-17%, tỷ lệ cổ tức trên giá cổ phiếu PVS khá cao, đạt 6,8%.
- Cổ phiếu PVS đang được giao dịch thấp hơn giá trị thực tế với mức P/B là 0,8x và P/E trailing là 7,4x, thấp hơn khá nhiều so với P/E thị trường 16,5x. Theo phương pháp định giá P/E, giá trị hợp lý của cổ phiếu PVS là 28.820 đồng/cp, cao hơn 63,8% so với giá thị trường hiện tại.

Những vấn đề cần lưu ý

- Giá dầu thấp khiến thị trường dịch vụ khoan dầu khí bị thu hẹp lại do các nhà thầu dầu sẽ dừng hoặc giãn các chương trình khoan, đồng nghĩa với việc số lượng giàn khoan không có việc làm sẽ tăng lên, gây áp lực cạnh tranh giữa các nhà cung cấp dịch vụ khoan, cũng như giá cho thuê giàn, giá dịch vụ khoan và các dịch vụ kỹ thuật liên quan đến khoan bị giảm sút.
- Mỹ vẫn đang mở rộng quy mô khai thác dầu đá phiến, sản lượng dầu gia tăng tại Mỹ đang lấn át hiệu ứng tích cực từ nỗ lực cắt giảm sản lượng nhằm phục hồi giá dầu của các nước khối OPEC và một số cường quốc dầu mỏ khác.

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)

Trụ sở chính:

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phùng Thanh Huyền - Chuyên viên ICC

Email: huyenpt@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.