

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

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Cập nhật Dầu khí

Giá mục tiêu	32.300
Giá hiện tại	27.700
Cổ tức tiền mặt	1.200
Tỷ lệ tăng	16,6%
Lợi suất cổ tức	4,3%
Tổng lợi nhuận	20,9%

Các chỉ số chính	
Giá trị vốn hóa USD	581 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	3 triệu
Số hữu của KN/Room tối đa	25,6%
Room tối đa cho khôi ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	446,7 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	446,7 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	46.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	14.100

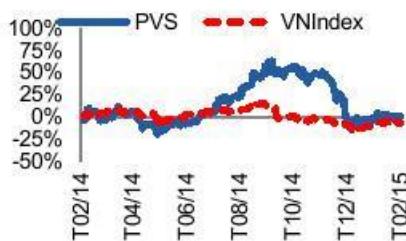
Cơ cấu cổ đông	
Tập đoàn dầu khí VN (PVN)	51,25%
Ocean Bank	4,90%
Vietnam ETF	3,87%
VN Investment Property	3,12%
PVComBank	3,14%

Thuộc danh chỉ số/quỹ ETF
FTSE VN ALL, VNI, VN30

Mô tả công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX:PVS) chiếm phần lớn thị phần ở các ngành trọng điểm có liên quan, như 25% thị phần dịch vụ cơ khí và xây dựng các công trình dầu khí, 97% thị phần dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng và 60% thị phần xử lý dầu thô. PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 24 tàu dịch vụ, 3 kho nồi FSO và 2 kho nồi FPSO.

Điển biến tương đối của giá cổ phiếu PVS so với chỉ số VNIndex



Bị quá bán dù chịu ảnh hưởng bởi giá dầu

- Mức EPS 3.937 đồng của năm 2014 cao hơn dự báo của chúng tôi 4%; tuy nhiên giá dầu thô thấp làm giảm biên lợi nhuận gộp của hầu hết các lĩnh vực kinh doanh.
- Kế hoạch kinh doanh năm 2015: PVS đặt mục tiêu doanh thu giảm 14% và lợi nhuận trước thuế giảm 43% dựa vào giá dầu thô 100 USD/thùng; kế hoạch có thể hạ thấp hơn 20% với giá dầu thô 50 USD/thùng.
- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sau thuế 2015 sẽ chỉ giảm 20% dựa vào giá dầu thô 60 USD/thùng.
- Chúng tôi tin rằng cổ phiếu PVS đang bị bán ra quá mức. Với mức giá hiện tại, PVS đang giao dịch với mức 8,7 lần dựa trên dự báo EPS 3.168 đồng. Giữ nguyên khuyến nghị KHẢ QUAN.

Lợi nhuận ròng sau thuế 2014 tăng 11,7% so với năm 2013, cao hơn 4% so với dự báo của chúng tôi. Doanh thu hợp nhất 2014 tăng mạnh 28% nhờ tăng trưởng toàn công ty đạt mức hai chữ số. Tuy nhiên, nhu cầu khảo sát địa chấn thấp và giá dầu giảm ảnh hưởng biên lợi nhuận gộp của năm trong số sáu lĩnh vực kinh doanh cốt lõi. Biên lợi nhuận gộp toàn công ty giảm xuống 7,7% từ mức 10,5% năm 2013. Tuy nhiên, kho nồi FPSO Lam Sơn hoạt động được sáu tháng và chi phí lãi vay giảm góp phần bù đắp lại.

PVS tiếp tục đề ra mục tiêu thận trọng như các năm trước. Trong trường hợp giá dầu 100USD/thùng, PVS ước tính doanh thu sẽ giảm 14% xuống 27.000 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế sẽ giảm 43% xuống 1.300 tỷ đồng. Trong trường hợp giá dầu 50USD/thùng, công ty có thể điều chỉnh giảm mục tiêu này 20%. Dù ban lãnh đạo dường như phản ánh tình hình giá dầu hiện nay vào mục tiêu trên, chúng tôi cho rằng các mục tiêu này còn rất thận trọng. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sau thuế chỉ giảm 20% với giá dầu 60USD/thùng.

Ban lãnh đạo cho biết có một số yếu tố khả quan giúp tăng trưởng tại cuộc họp gần đây với chúng tôi. (1) Nhà máy Nhiệt điện Long Phú trị giá 500 triệu USD, dự kiến sẽ được khởi công trong tháng 02/2015 và công ty không ghi nhận khoản dự phòng nào, trái với nhiều dự báo hiện nay trên thị trường; (2) Giá trị các hợp đồng M&C chưa thực hiện năm 2015 lên đến 10.000 tỷ đồng, tương đương 40% doanh thu 2015; (3) Gia hạn hợp đồng cho thuê kho nồi FSO MV12 thêm hai năm; (4) Phân khúc cảng dịch vụ dầu khí tăng trưởng mạnh vì giá dầu giảm thúc đẩy các hoạt động xuất nhập khẩu; (5) Ký được các hợp đồng mới cho thuê ROV; và (6) Kho nồi FPSO Lam Sơn dự kiến sẽ mang lại lợi nhuận trong tất cả 12 tháng.

Cổ phiếu PVS bị quá bán. KQLN Quý 4/2014 nhìn chung phù hợp với dự báo của chúng tôi và cũng có quan điểm của chúng tôi cho năm 2015 là biên lợi nhuận gộp sẽ chịu áp lực vì đầu tư vào thăm dò và khai thác bị cắt giảm. Dù vậy, chúng tôi vẫn cho rằng cổ phiếu PVS bị quá bán với PER 8,7 lần EPS 2015 là 3.168VNĐ (dự báo của chúng tôi), thấp hơn 21% so với PER các cổ phiếu khác cùng ngành trong khu vực là 11 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi đưa ra có PER 2015 tương ứng là 10 lần.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	24.595	25.419	31.373	28.689	28.700
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	1.169	1.576	1.760	1.415	1.448
Biên LN gộp (%)	7,4%	10,5%	7,7%	7,3%	7,3%
Biên LN từ HD (%)	4,8%	7,6%	5,1%	4,7%	4,7%
Biên LN ròng sau thuế (%)	4,8%	6,2%	5,6%	4,9%	5,0%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	2.615	3.525	3.937	3.168	3.240
Tăng trưởng EPS (%)	-17,6%	34,8%	11,7%	-19,6%	2,3%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	2,9	4,0	5,4	6,1	5,6
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá	5,5x	9,9x	14,8	12,9	11,9
PE, theo giá TT	14,5x	10,7x	7,0	8,7	8,5
PB, theo giá TT	1,1x	1,8x	1,2	1,1	1,0
ROA (%)	6,0%	7,5%	6,6%	5,7%	5,7%
ROE (%)	18,2%	19,2%	16,0%	13,5%	12,8%
No/CSH (%)	57,7%	36,3%	31,1%	30,0%	30,5%

Lưu ý: LN ròng sau thuế = LN ròng sau thuế và sau lợi ích cổ đông thiểu số

	2014	Dự báo 2015	Tăng/giảm	Ghi chú
Doanh thu	31.373	28.689	-8,6%	
Dịch vụ FSO/FPSO	2.552	3.000	17,6%	Kho nồi FPSO hoạt động trong toàn bộ 12 tháng
Dịch vụ cung ứng tàu	6.829	5.435	-20,4%	Nhu cầu tàu dịch vụ giảm từ 75-80 tàu/ngày xuống còn 55-60 tàu/ngày.
Vận hành và bảo dưỡng	2.854	2.802	-1,8%	Nhu cầu dịch vụ vận hành giảm
Cảng dịch vụ dầu khí	1.997	2.300	15,2%	Cảng dịch vụ dầu khí thương mại, đóng góp 40% doanh thu, sẽ tiếp tục tăng trưởng vì giá dầu thấp đẩy mạnh các hoạt động xuất nhập khẩu
Cơ khí dầu khí	13.440	11.000	-18,2%	Số lượng dự án ngoài khơi mới giảm vì các công ty dầu khí tạm ngưng thi công. Hiện các dự án vừa trúng thầu gồm 55% ngoài khơi và 45% trong đất liền.
Khảo sát địa chấn và ROV	3.224	3.654	13,3%	PVN vẫn tập trung vào an ninh năng lượng và tiếp tục các đợt khảo sát để tận dụng môi trường chi phí thấp
Khác	478	478	0,0%	
Lợi nhuận gộp	2.403	2.094	-12,9%	
Dịch vụ FSO/FPSO	149	211	41,9%	
Dịch vụ cung ứng tàu	649	511	-21,2%	
Vận hành và bảo dưỡng	608	280	-53,9%	
Cảng dịch vụ dầu khí	459	529	15,1%	
Cơ khí dầu khí	513	341	-33,6%	
Khảo sát địa chấn và ROV	1	197	24782,2%	Các hợp đồng mới trong năm 2015 làm giảm thời gian không hoạt động và tăng biên lợi nhuận
Khác	24	24	-0,7%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-103	-86	-16,3%	
Chi phí quản lý	-703	-660	-6,2%	
Lợi nhuận từ HDKD	1.597	1.348	-15,6%	
Lợi nhuận ngoài HDKD	246	71	-71,0%	
Lợi nhuận từ liên doanh	545	596	9,5%	Kho nồi FPSO Lam Sơn đóng góp trọn 12 tháng
EBIT	2.387	2.016	-15,6%	
Chi phí lãi vay	-95	-86	-10,1%	
Lợi nhuận trước thuế	2.292	1.930	-15,8%	
Lợi nhuận sau thuế	1.765	1.506	-14,7%	
LN ròng sau thuế (sau lợi ích CDTs)	1.760	1.415	-19,6%	
EBITDA	3.386	2.848	-15,9%	
Biên lợi nhuận gộp %	7,7%	7,3%		
Dịch vụ FSO/FPSO	5,8%	7,0%		
Dịch vụ cung ứng tàu	9,5%	9,4%		
Vận hành và bảo dưỡng	21,3%	10,0%		
Cảng dịch vụ dầu khí	23,0%	23,0%		
Cơ khí dầu khí	3,8%	3,1%		
Khảo sát địa chấn và ROV	0,0%	5,4%		
Khác	5,0%	5,0%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị/doanh số	-0,4%	-0,3%		
Chi phí quản lý/Doanh số	-2,5%	-2,3%		
Biên lợi nhuận từ HDKD	5,1%	4,7%		
Biên EBIT	7,6%	7,0%		
Biên EBITDA	8,3%	9,9%		
Biên LNST	5,6%	4,9%		
Thuế suất	23,0%	22,0%		

KQLN 2014

Hình 1: Tổng kết KQLN

	Đơn vị tỷ đồng	4Q13	4Q14	YoY	2013	2014	YoY
Doanh thu		6.127	8.451	38%	25.417	31.373	23%
Dịch vụ FSO/FPSO		528	790	50%	1.097	2.552	133%
Tàu dịch vụ		1.797	1.845	3%	5.318	6.829	28%
Vận hành và bảo duống		1.240	585	-53%	2.241	2.854	27%
Cảng dịch vụ dầu khí		433	603	39%	1.393	1.997	43%
Cơ khí dầu khí		1.078	3.954	267%	10.031	13.440	34%
Địa chấn và ROV		1.833	471	-74%	4.763	3.224	-32%
Khác		-782	202	-126%	574	478	-17%
Giá vốn hàng bán		5.188	7.667	48%	22.748	28.970	27%
Lợi nhuận gộp	tỷ đồng	940	784	-17%	2.669	2.403	-10%
Biên lợi nhuận gộp	%	15,3%	9,3%		10,5%	7,7%	
Dịch vụ FSO/FPSO		20,5%	5,3%		16,0%	5,8%	
Tàu dịch vụ		15,1%	11,7%		14,3%	9,5%	
Vận hành và bảo duống		19,1%	36,4%		19,4%	21,3%	
Cảng dịch vụ dầu khí		25,0%	27,3%		23,6%	23,0%	
Cơ khí dầu khí		3,2%	5,7%		4,7%	3,8%	
Địa chấn và ROV		6,4%	-19,9%		8,9%	0,0%	
Khác		-7,7%	8,4%		11,7%	5,0%	
Chi phí lãi vay		31	21	-33%	148	95	-35%
Lợi nhuận từ hoạt động		700	536	-23%	1.903	1.622	-15%
Lợi nhuận từ liên doanh		85	142	68%	319	544	70%
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	551	592	7%	1.576	1.760	12%
Biên lợi nhuận ròng	%	9,0%	7,0%		6,2%	5,6%	

Nguồn: Báo cáo tài chính hợp nhất 2014 của PVS

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
13/10/2014	MUA	42.800	60.000
27/11/2014	MUA	35.900	55.100
08/01/2015	KHÁ QUAN	26.000	32.300

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Đăng Quế, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHÀ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHÀ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÀN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ, 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuân

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thành

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Văn Định Vỹ

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Định Phong

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.