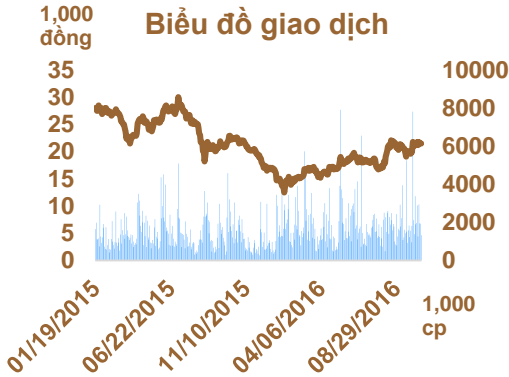


Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG
HOSE: PVS

Dầu khí

Giá thị trường (VND)	19.800
Giá mục tiêu (VND)	28,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	42.9%
Suất sinh lợi cổ tức	5.7%
Suất sinh lợi bình quân năm	48.6%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	29%	5%	19%	-3%
Tương đối	9%	0%	16%	-19%

Nguồn: StoxPlus, so với VNI

Thông kê

28/10/16

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	12.5k-22.6k
SL lưu hành (triệu cp)	446
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,844
Vốn hóa (triệu USD)	400
% khối ngoại sở hữu	29.1%
SL cp tự do (triệu cp)	133.8
KLGD TB 3 tháng (cp)	1.81tr
VND/USD	22,100
Index: VNIndex / HNX	681/85

Nguồn: StoxPlus

Cơ cấu sở hữu

28/10/16

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	51.38%
Dragon Capital	6.95%
VinaCapital	5.34%

Nguồn: StoxPlus

Trần Hà Xuân Vũ

(+84 8) 3914 8585 - Ext: 1459
vu.th@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Tổng CTCP Dịch vụ kỹ thuật dầu khí Việt Nam (HNX: PVS). Trông chờ năm 2017.

Thuận lợi:

- Thỏa thuận cắt giảm sản lượng các thành viên OPEC đẩy nhanh tiến trình phục hồi giá dầu.
- Đầu tư cho thăm dò dầu khí sẽ tăng trong tương lai.
- PTSC được định hướng trở thành nhà thầu EPCIC chính tại Việt Nam và là cung cấp chính dịch vụ FSO/FPSO.
- Tình hình tài chính tốt.

Bất lợi:

- Nhu cầu tiêu thụ dầu yếu hơn dự báo của EIA sẽ ảnh hưởng đến sự hồi phục giá dầu.
- Giá dầu thấp ảnh hưởng đến các hoạt động kinh doanh của PTSC ngắn hạn.
- Không đủ năng lực cho những dự án trên bờ.

Khuyến nghị:

Chúng tôi cho rằng lợi nhuận của công ty đã chạm đáy và sẽ tăng trở lại từ năm 2017 nhờ vào sự phục hồi của giá dầu. Trong năm 2016, chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của công ty mẹ lần lượt đạt 17,997 tỷ đồng (-23% YoY) và 1,172 tỷ đồng (-23% YoY). Trong 2017, PTSC có thể đạt doanh thu 18,245 tỷ đồng, tăng nhẹ 1% và LNST công ty mẹ tăng 8% đạt 1,266 tỷ đồng. Chúng tôi định giá 28.3k cho cổ phiếu PVS vào cuối năm 2017, tương đương với P/E khoảng 10x. Tỷ suất lợi nhuận là 42.9%. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**

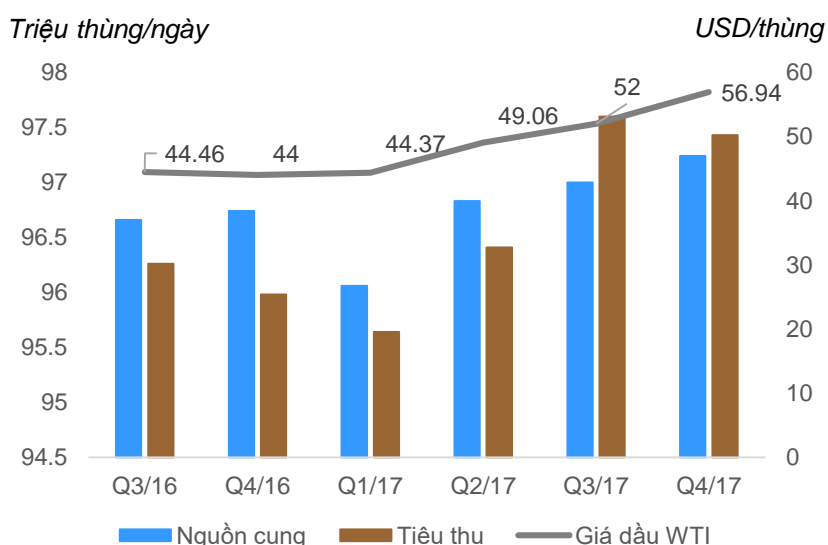
	2014	2015	2016E	2017E
DT Thuần (tỷ đồng)	31,704	23,357	17,997	18,246
Tăng trưởng (%)	25%	-26%	-23%	1%
LN hoạt động (tỷ đồng)	1,769	1,180	326	575
Biên lợi nhuận (%)	5.6%	5.1%	1.8%	3.2%
LN khác	206	82	130	80
LNST (tỷ đồng)	1,991	1,494	1,106	1,276
Biên lợi nhuận (%)	6.28%	6.39%	6.14%	6.99%
SLCP lưu hành (triệu cp)	447	447	447	447
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,421	3,397	2,624	2,834
Tăng trưởng (%)	24%	-23%	-23%	8%
ROE (%)	22%	15%	11%	11%
Nợ ròng/VCSH (%)	-51%	-53%	-51%	-52%
PE (x)	4.5	5.8	7.5	7.0
PB (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA (x)	1.7	2.0	3.4	2.4
Cổ tức (VND)	1,200	1,200	1,200	1,500
Suất sinh lợi cổ tức (%)	6.1%	6.1%	6.1%	7.6%

Kỳ vọng giá dầu phục hồi mạnh từ năm 2017

Sau khi lập đáy trong Q1/16 ở mức 26USD/thùng, giá dầu đã hồi phục trở lại trên 50 USD/thùng trước khi giảm về mức 46 USD/thùng do nhu cầu vẫn yếu và sự hoạt động trở lại của các giàn khoan tại Mỹ.

Theo EIA, việc dư thừa nguồn cung dầu mỏ vẫn sẽ tiếp diễn cho đến Q3/17, kéo theo giá dầu sẽ phục hồi mạnh từ Q3/17 trở đi. Ngoài ra, thỏa thuận cắt giảm sản lượng giữa các thành viên OPEC từ 33.39 triệu thùng dầu/ngày (khoảng 34.6% sản lượng thế giới) xuống còn 32.5 – 33 triệu thùng/ngày, được kỳ vọng sẽ đẩy mạnh hơn quá trình phục hồi của giá dầu.

Dự báo giá dầu

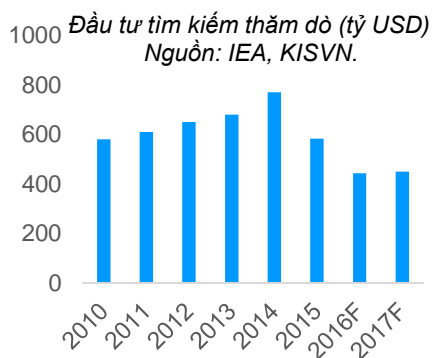


Nguồn: EIA.

Các dịch vụ liên quan đến việc tìm kiếm, thăm dò dầu khí bị ảnh hưởng

Theo báo cáo của Cơ quan năng lượng quốc tế (IEA), đầu tư cho thăm dò dầu khí trên toàn cầu có thể tiếp tục giảm 24% trong năm 2016, sau khi đã giảm 25% trong năm 2015. Đây sẽ là lần đầu tiên dòng vốn cho lĩnh vực dầu mỏ giảm trong 2 năm liên tiếp. Tuy nhiên, giá trị đầu tư có thể tăng nhẹ từ năm 2017. IEA ước tính, tổng mức đầu tư vào lĩnh vực thăm dò tìm kiếm toàn cầu tới năm 2035 có thể đạt 17,000 tỷ USD/năm vào cuối 2035 (Báo cáo triển vọng về đầu tư năng lượng toàn thế giới năm 2014 của IEA).

Tại Việt Nam, hoạt động tìm kiếm thăm dò có xu hướng giảm trong ngắn hạn do giá dầu lao dốc. Tuy nhiên về định hướng lâu dài, Việt Nam sẽ đẩy mạnh đầu tư hoạt động này nhằm đạt mục tiêu tăng trữ lượng 50 triệu tấn quy dầu/năm vào 2020, so với mức 40 triệu tấn dầu trong giai đoạn hiện nay. Việc đẩy mạnh đầu tư cho lĩnh



vực thăm dò khai thác sẽ đẩy mạnh nhu cầu sử dụng dịch vụ kỹ thuật dầu khí, vốn là một trong những lĩnh vực kinh doanh chính của PTSC.

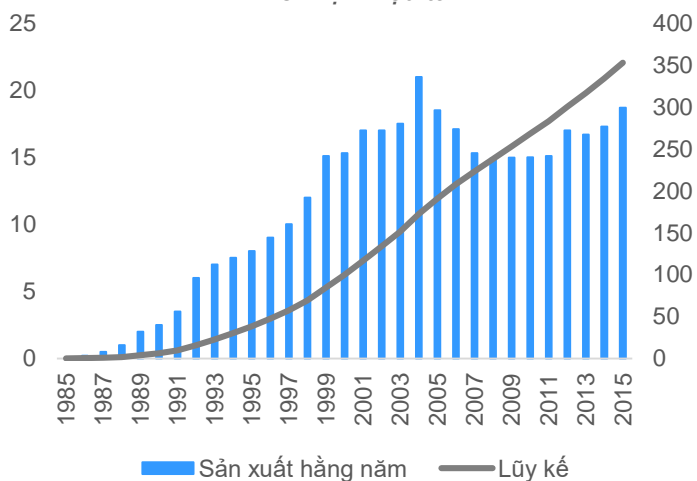
Tiềm năng dầu của Việt Nam là thứ 2 ở Đông Á:

Theo EIA, trữ lượng dầu mỏ của Việt Nam là 4.4 tỷ thùng dầu, đứng thứ 25 trên thế giới và đứng thứ 2 ở Đông Á, sau Trung Quốc. Hiện tại, thị trường dầu mỏ Việt Nam rất tiềm năng với 6/8 bể trầm tích, đang được thăm dò và khai thác.

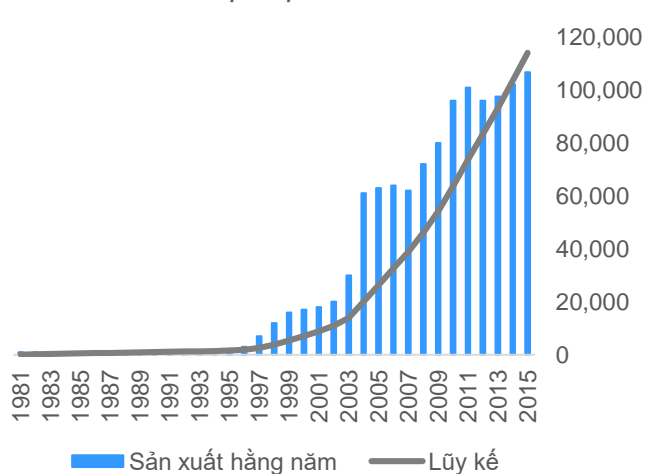
Bể	Diện tích (km ²)	Sản phẩm	Trữ lượng (tấn quy dầu)	Ghi chú
Cửu Long	36,000	Dầu và khí	3.3 tỷ	Chiếm 80% sản lượng khai thác của PVN.
Nam Côn Sơn	100,000	Khí nhiều hơn dầu	900 triệu	Đang khảo sát, thăm dò, tiềm năng dầu khí thứ 2 Việt Nam.
Sông Hồng	110,000	Khí	1.1 tỷ	Đang khảo sát, thăm dò, tiềm năng dầu khí thứ 3 Việt Nam.
Mã Lai – Thổ Chu	80,000	Khí nhiều hơn dầu	380 triệu	Sản lượng khai thác đứng thứ 3 ở Việt Nam.
Phú Khánh	80,000	Khí nhiều hơn dầu	400 triệu	Đang thăm dò, khảo sát
Tư Chính – Vũng Mây	90,000	Khí nhiều hơn dầu	800 triệu	Đang thăm dò, khảo sát
Tổng			6.68 tỷ	

Nguồn: KISVN tổng hợp.

Sản xuất dầu của Việt Nam
Đơn vị: Triệu tấn.



Sản xuất khí của Việt Nam
Đơn vị: Triệu m³ khí.



Nguồn: Viện dầu khí Việt Nam.

Tổng cộng tập đoàn dầu khí Việt Nam đã khai thác 352.6 triệu tấn dầu và 114.03 tỷ m³ khí, tương đương 0.4 tỷ tấn quy dầu, chỉ bằng 5.8% tổng trữ lượng tiềm năng của Việt Nam. Một thị trường dầu khí còn nhiều tiềm năng như vậy là cơ hội tốt cho các công ty về kỹ thuật.

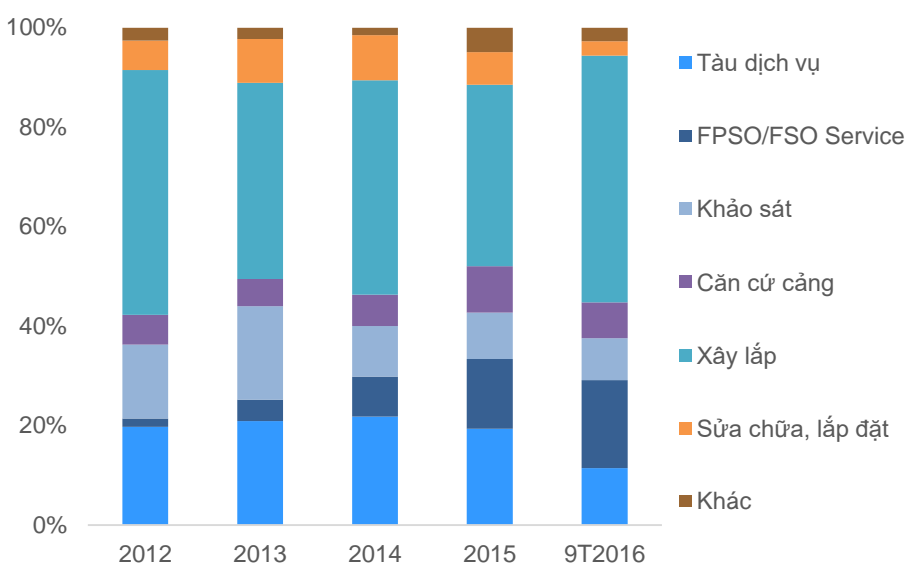
Tổng quan về Tổng CTCP Dịch vụ kỹ thuật dầu khí Việt Nam (PTSC):

Tổng công ty cổ phần dịch vụ dầu khí (PTSC) là một thành viên của tập đoàn dầu khí Việt Nam (sở hữu 51%) và được đánh giá là tổng công ty hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Hiện tại PTSC đang cung cấp 6 dịch vụ chính bao gồm (1) Xây lắp (2) Kho nổi FSO/FPSO (3) Căn cứ cảng (4) Tàu dịch vụ (5) Tàu khảo sát địa chấn (6) Lắp đặt và vận hành bảo dưỡng các công trình biển. Có thể nói những dịch vụ của PTSC xuất hiện hầu hết trong 1 vòng đời của việc khai thác một mỏ dầu.

- + Giai đoạn khảo sát mỏ: Sử dụng dịch vụ tàu khảo sát địa chấn.
- + Giai đoạn khoan thăm dò: Sử dụng các tàu dịch vụ vận chuyển hàng hóa giữa bờ và giàn khoan.
- + Giai đoạn xây dựng mỏ dầu: Cung cấp dịch vụ xây lắp.
- + Giai đoạn khai thác: Cung cấp dịch vụ vận hành, bảo dưỡng và các tàu xử lý dầu FSO/FPSO.
- + Giai đoạn thu dọn mỏ: Dịch vụ xây lắp.

Trong 5 năm, cơ cấu doanh thu thay đổi với tỷ trọng mảng FSO/FPSO tăng từ 1.6% lên 14% trong giai đoạn 2012-2015, trong khi mảng xây lắp giảm còn 38% từ mức 50%.

Cơ cấu doanh thu



Nguồn: PTSC.

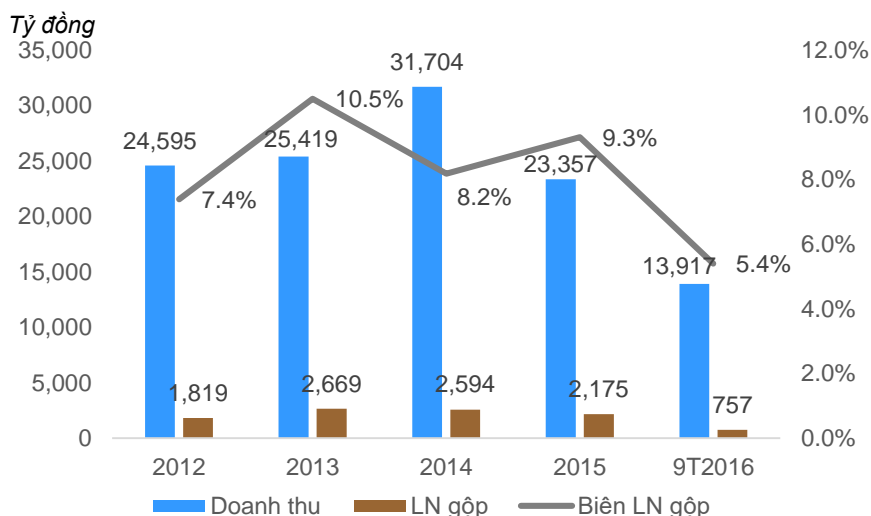
Khó khăn của ngành dầu khí gây ảnh hưởng xấu đến KQKD:

Từ năm 2012 đến 2014, doanh thu của tổng công ty liên tục tăng trưởng với tốc độ 14% và bắt đầu suy giảm từ 2015 do ảnh hưởng từ giá dầu.

Kết thúc Q3/2016, doanh thu của công ty chủ yếu được ghi nhận từ các mảng xây lắp (49.6%), dịch vụ FSO/FPSO (17.7%) và dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (11.5%). Hầu hết doanh thu các mảng hoạt động đều giảm mạnh 10% - 70% so với cùng kỳ năm ngoái ngoại trừ dịch vụ FSO/FPSO ổn định.

Với khó khăn chung của ngành dầu khí, biên lợi nhuận gộp của công ty giảm từ 10% xuống còn 5.4% sau 9 tháng 2016.

KQKD 2012-9T2016

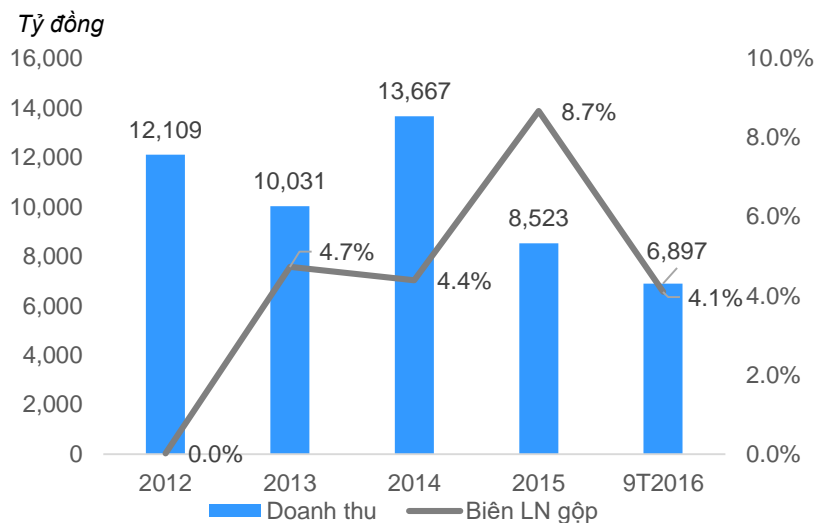


Nguồn: PTSC.

Mảng xây lắp (M&C)

Engineering	Procurement	Construction	Installation	Commissioning
<ul style="list-style-type: none"> Tự thực hiện Hơn 200 kỹ sư Hệ thống phần mềm, dữ liệu thiết kế đa dạng, đầy đủ Năng lực thiết kế đã được kiểm chứng bởi các Chủ đầu tư 	<ul style="list-style-type: none"> Hệ thống & quy trình mua sắm hoàn thiện Dữ liệu nhà cung cấp đa dạng và rộng khắp thế giới 	<ul style="list-style-type: none"> Hệ thống trang thiết bị thi công đa dạng và sẵn sàng Nguồn lực thi công tay nghề cao Đội ngũ giám sát giàu kinh nghiệm 	<ul style="list-style-type: none"> Có mối quan hệ rộng khắp với các thầu phụ trên thế giới Nhiều kinh nghiệm trong việc triển khai công tác vận chuyển, lắp đặt 	<ul style="list-style-type: none"> Sử dụng nguồn lực nội bộ Nhiều kinh nghiệm trong công tác đấu nối, chạy thử

Tổng công ty dịch vụ kỹ thuật là một trong 3 nhà thầu M&C nội địa (PTSC, PXS và Vietsopetro) thi công các dự án ngành dầu khí ở Việt Nam. Là một thành viên của tập đoàn dầu khí, PTSC được định hướng trở thành nhà thầu EPCIC cho những dự án ngoài khơi tại Việt Nam, tuy nhiên do giá dầu thấp nên công ty tạm thời tập trung nhiều hơn vào các dự án trên bờ nhằm bù đắp cho sự thiếu hụt các dự án. Cần nhớ rằng biên lợi nhuận dự án ngoài khơi cao hơn các dự án trên bờ do đặc tính phức tạp của các dự án.



Nguồn: PTSC.

Thiếu các hợp đồng ngoài khơi Với giá dầu khí liên tục giảm, các dự án phát triển mở tại Việt Nam từ năm 2014 bị ngưng hoặc giãn tiến độ, gây ảnh hưởng xấu đến việc ký kết các hợp đồng mới của tổng công ty. Phần lớn các dự án ngoài khơi mà công ty ghi nhận doanh thu là những dự án đã ký từ trước như Sư Tử Trắng, Maharaja Lela South, dự án thu gom khí Thái Bình – Hàm Rồng ...

Bù đắp bằng các dự án trên bờ Trong bối cảnh thiếu các dự án mới ở ngoài khơi, công ty đã đẩy mạnh các dự án trên bờ như lọc hóa dầu Nghi Sơn, nhiệt điện Long Phú, nhiệt điện sông Hậu hay nhà máy NPK của Đạm Phú Mỹ ... Vì biên lợi nhuận gộp các dự án trên bờ chiếm thấp, biên lợi nhuận gộp của mảng xây lắp giảm đáng kể từ 8.7% trong năm 2015 xuống còn 4.1% sau 9 tháng 2016.

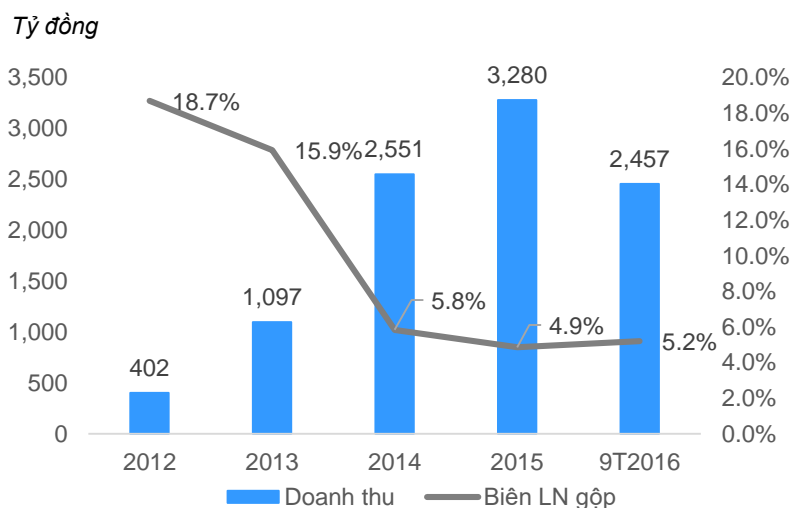
Năng lực hạn chế khi thi công dự án trên bờ Dù ký nhiều dự án trên bờ nhưng PTSC chưa đủ năng lực để tự mình thi công những dự án trên bờ mà phải thông qua việc liên kết thầu với những nhà thầu nước ngoài khác, dẫn đến lợi nhuận thấp. Ví dụ, PTSC đang hợp tác với Power Machine, Thyssen để xây dựng các dự án Long Phú 1 hay NH3, NPK Phú Mỹ.

Mảng FSO/FPSO

Thông qua 5 công ty liên doanh, PTSC đang đồng sở hữu và cho thuê 5 tàu FSO/FPSO phục vụ cho các mỏ Rồng Đỏ, Hải Thạch Mộc Tinh, Thăng Long –

Đông Đô, PM3 – CAA, Hồng Ngọc. Đây là mảng mang lại doanh thu và lợi nhuận đều đặn cho PTSC thông qua 2 nguồn chính (1) Hoạt động vận hàng bảo dưỡng FSO/FPSO được cung cấp bởi chính PTSC (2) Cho thuê tàu xử lý dầu FSO/FPSO thông qua các công ty liên doanh liên kết.

Biên lợi nhuận gộp của vận hành bảo dưỡng giảm mạnh Với việc đưa vào khai thác FSO Biển Đông 1 và FPSO Lam Sơn, doanh thu mảng dịch vụ FSO/FPSO tăng với tốc độ trung bình 101% trong giai đoạn 2012-2015. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của dịch vụ này giảm mạnh từ 18.7% năm 2013 xuống còn 5.2% sau 9 tháng 2016.



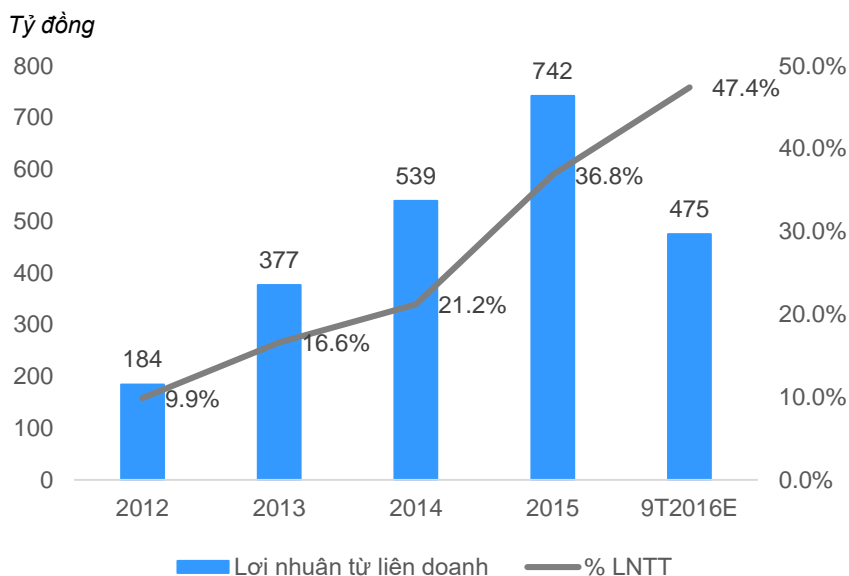
Nguồn: PTSC.

Hợp đồng thuê tàu dài hạn với giá cho thuê cố định Các tàu trong liên doanh được thuê dài hạn với thời gian 10 năm – tương đương với dòng đời của một mỏ dầu, với giá cho thuê cố định. Với những điều kiện trên, PTSC tránh được những tác động do giá dầu thay đổi và đảm bảo dòng tiền ổn định để trả nợ vay và tạo lợi nhuận.

Tên tàu	Sở hữu	Giá thuê (USD/ngày)	Thời gian cho thuê
FPSO Ruby	60%	165,000	2010-2020
FSO Orkid	49%	84,100	2009-2019
FSO MV 12	33%	42,000	-
FSO Biển Đông	51%	106,000	2013-2023
FPSO Lam Sơn	51%	209,000	2014-2024

Nguồn: PTSC.

Lợi nhuận từ liên doanh chiếm tỷ trọng lớn LNTT Lợi nhuận từ những liên doanh cho thuê FSO/FPSO tăng mạnh trong những năm gần đây, bù đắp cho sự suy giảm của những mảng kinh doanh khác. Theo đó, tỷ trọng lợi nhuận từ các liên doanh chiếm 47.7% LNTT của PTSC trong 9 tháng 2016.



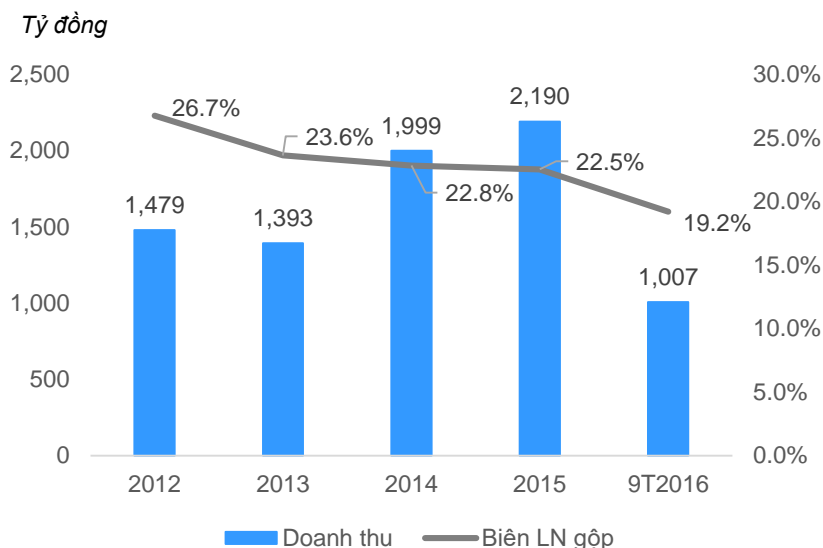
Nguồn: PTSC.

Căng cứ cảng

Sau khi đưa cảng Sơn Trà vào khai thác từ năm 2015, tổng công ty hiện đang vận hành 8 cảng trên khắp cả nước, gồm các cảng dầu khí cung cấp dịch vụ kho bãi, vật tư, phương tiện cho các nhà thầu đang hoạt động thăm dò, khai thác khí tại Việt Nam và cảng tổng hợp cung cấp các dịch vụ xếp dỡ, vận chuyển hàng hóa. Trong các cảng đó, cảng PTSC Vũng Tàu đóng góp phần lớn doanh thu và lợi nhuận cho mảng dịch vụ cảng.

	Sở hữu	Chức năng
Cảng hạ lưu Vũng Tàu	100%	Cảng dịch vụ dầu khí.
Cảng dịch vụ dầu khí Phú Mỹ	59.6%	Cảng dịch vụ, tiếp nhận được tàu 70,000 DWT.
Cảng Sao Mai – Bến Đình	51%	Cảng dịch vụ dầu khí, tiếp nhận được tàu 20,000 DWT.
Cảng Dung Quất	95%	Phục vụ nhà máy lọc dầu Dung Quất, tiếp nhận tàu 50,000 DWT.
Cảng Sơn Trà	100%	Cảng dịch vụ, tiếp nhận được tàu 20,000 DWT.
Cảng Hòn La	95%	Cảng dịch vụ, tiếp nhận được tàu 20,000 DWT.
Cảng Nghi Sơn	54.7%	Cảng dịch vụ, tiếp nhận được tàu 30,000 DWT.
Cảng Đình Vũ	51%	Cảng dịch vụ, tiếp nhận được tàu 20,000 DWT.

Nguồn: PTSC.

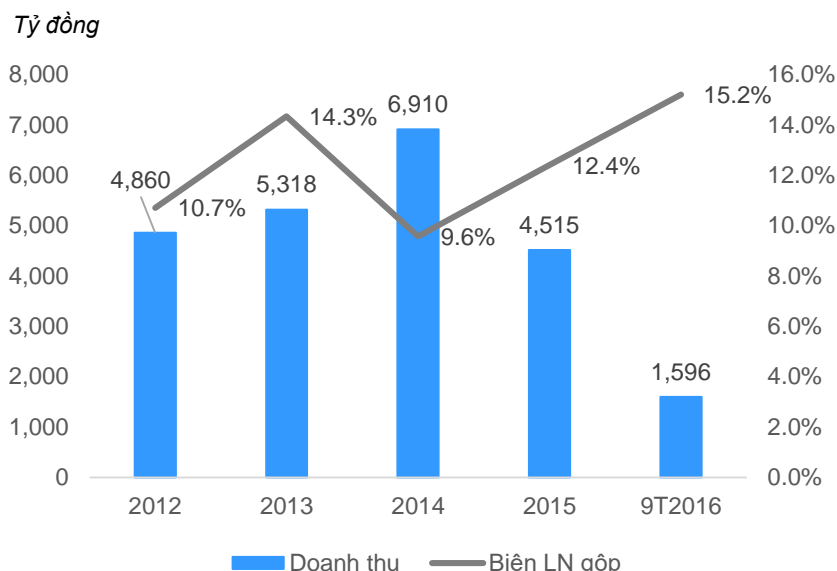


Nguồn: PTSC.

Biên lợi nhuận đang giảm dần Dịch vụ cảng là hoạt động có biên lợi nhuận cao nhất trong 6 mảng kinh doanh. Tuy nhiên biên lợi nhuận đang giảm dần từng năm, từ 26.7% trong năm 2012 xuống còn 19.2% vào cuối Q3/2016. Sau 9 tháng, doanh thu giảm mạnh 38.6% so với cùng kỳ do ảnh hưởng từ cảng PTSC Vũng Tàu, vốn đóng góp khoảng 70% doanh thu và lợi nhuận của dịch vụ cảng. Nhu cầu cho hoạt động tìm kiếm, thăm dò dầu khí thấp đã ảnh hưởng đến hoạt động của các cảng dịch vụ dầu khí. Trong khi đó, hoạt động các cảng tổng hợp vẫn bình thường.

Tàu dịch vụ dầu khí (OSV)

Hiện Tổng công ty cung cấp khoảng 90% dịch vụ tàu chuyên dụng phục vụ hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam với hơn 20 tàu dịch vụ dầu khí. Trong năm 2015, doanh thu dịch vụ giảm 34% do (1) giá cho thuê tàu giảm 29% về mức trung bình 35tr/tàu/ngày (2) hiệu suất hoạt động giảm còn 87% từ mức 95% trong năm 2014.

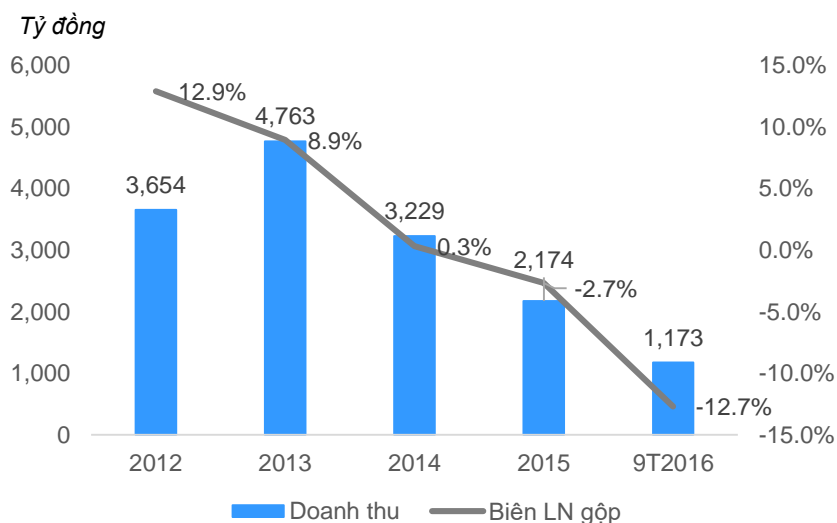


Nguồn: PTSC.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện trong thời gian gần đây Với sự ảnh hưởng của giá dầu, PTSC đã hạn chế thuê ngoài các tàu dịch vụ, vốn có biên lợi nhuận thấp hơn các tàu mà tổng công ty sở hữu. Chính vì thế, doanh thu sau 9 tháng 2016 của dịch vụ giảm mạnh 55% so với cùng kỳ trong khi biên lợi nhuận lại có xu hướng gia tăng.

Dịch vụ khảo sát địa chấn và công trình ngầm (ROV)

Tổng công ty dịch vụ kỹ thuật là đơn vị duy nhất trong tập đoàn PVN cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn tại Việt Nam. Hiện tại, tổng công ty đang vận hành 4 tàu phục vụ cho khảo sát địa chấn gồm: Bình Minh 02, Amadeus, PTSC Surveyor và PTSC Researcher. Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng này liên tục giảm từ năm 2013. Trong năm 2015, dịch vụ khảo sát địa chấn ghi nhận mức lỗ hơn 100 tỷ đồng. Sau 9 tháng 2016, biên lợi nhuận ghi nhận khoảng lỗ 88.7 tỷ đồng.



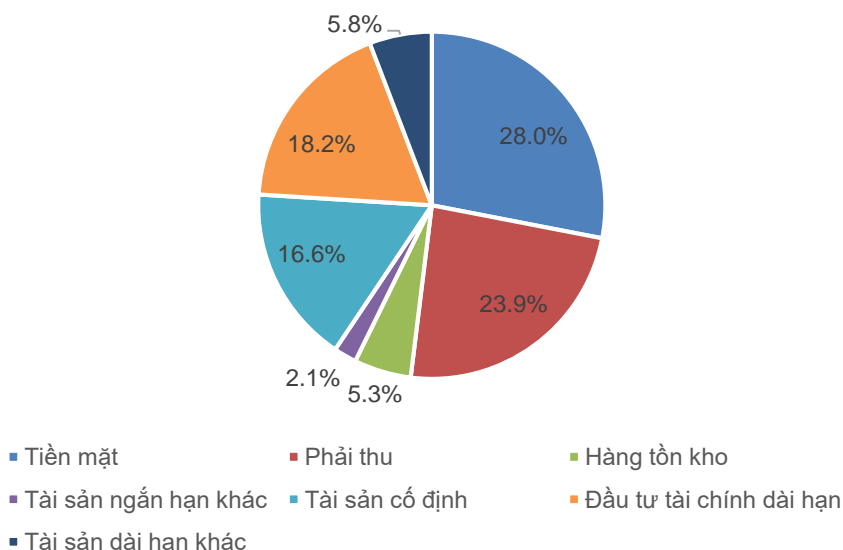
Nguồn: PTSC.

Tình hình tài chính:

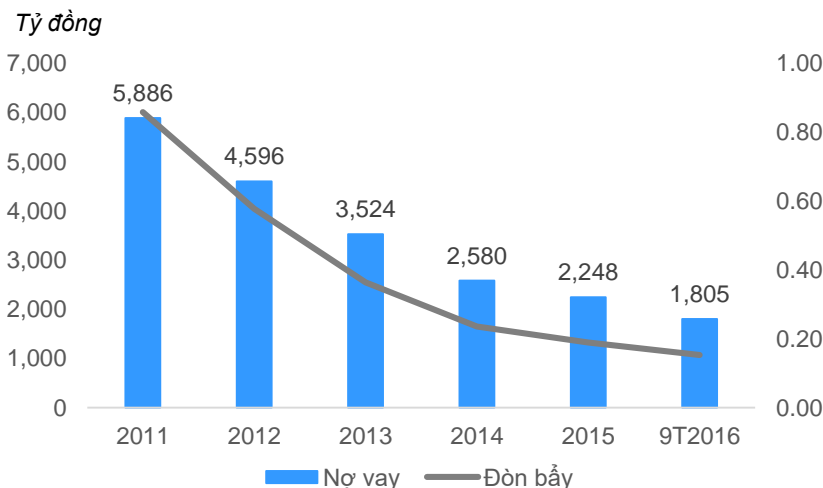
Tiền mặt dồi dào Cơ cấu tài sản cuối Q3/2016 với gần 28% là tiền và tương đương tiền. Lượng tiền mặt này tương đương với 16,200 đồng/cp, tương đương với 82% giá trị thị trường của PTSC. Lượng tiền này đảm bảo cho PTSC có thể trả hết các khoản nợ hiện tại của mình.

Khoản phải thu Tính đến cuối Q3/2016, khoản phải thu ngắn hạn chiếm 24% tổng tài sản, trong đó có 3 khoản phải thu lớn đến từ 3 khách hàng Biên Đông POC, Cửu Long JOC và Lam Sơn JOC. Sự khó khăn của thị trường dầu khí khiến 3 khách hàng trên kéo dài hơn việc thanh toán của mình.

Cơ cấu tài sản vào Q3/2016



Đòn bẩy tài chính giảm Hoạt động kinh doanh hiệu quả với dòng tiền luôn dương, giúp công ty trả bớt nợ vay. Từ đó giúp đòn bẩy tài chính(nợ vay/VCSH) giảm qua từng năm.



Nguồn: PTSC.

Tiềm năng 2016, 2017

Hoạt động xây lắp (M&C)

+ **Khó khăn trong việc ký các hợp đồng mới trong ngắn hạn** Hiện tại tổng công ty dịch vụ kỹ thuật vẫn đang tích cực đấu thầu các dự án mới cả trong và ngoài nước như Bundled Phase 2 (Thái Lan) Neelam (Ấn Độ, ONGC), Zawtika 1C (Myanmar), RAPID (Malaysia), Cá Rồng Đỏ... Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá việc ký kết các hợp đồng mới trong ngắn hạn là rất khó khăn trong bối cảnh giá dầu vẫn chưa có sự hồi phục mạnh mẽ.. Trong năm 2016, chúng tôi dự báo doanh thu mảng xây lắp là 7,798 tỷ đồng (-8.5% YoY) và biên lợi nhuận gộp của mảng chưa có sự cải thiện mạnh vì các dự án trên bờ vẫn sẽ góp phần lớn doanh thu trong năm.

+ **Kỳ vọng ký nhiều hợp đồng ngoài khơi từ 2017** Với dự báo về kịch bản giá dầu như ở trên, chúng tôi cho rằng hoạt động xây lắp sẽ khởi sắc trở lại từ năm 2017 khi PTSC có thể ký nhiều hợp đồng ngoài khơi, đặc biệt là Cá Rồng Đỏ. Tuy nhiên, do phải cần thời gian để ghi nhận nên doanh thu trong năm 2017 vẫn tiếp tục giảm. Do đó, chúng tôi dự phóng doanh thu hoạt động xây lắp đạt 7,462 tỷ đồng, giảm 2% so với 2016. Về dài hạn, việc được tập đoàn dầu khí định hướng giao cho phụ trách các dự án dầu khí ngoài khơi sẽ là một thuận lợi cho công ty.

Dự án đang triển khai

Dự án	Tổng thầu	Dự kiến vận hành	Giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
Nhiệt điện Long Phú I (GD 1).	Liên doanh PTSC + Power Machines.	2018	5,500
Nhiệt điện Long Phú I (GD 2).	Liên doanh PTSC + Power Machines.	2019	
Nhiệt điện sông Hậu I (GD 1, 2).	Tổng thầu Lilama (PTSC tham gia xây lắp).	2019	1,300
NH3 mở rộng.	Liên doanh Technip + Thyssen Krupp + PTSC.	2017	3,200
NPK Phú Mỹ.	Liên doanh Technip + Thyssen Krupp + PTSC.	2017	1,900
Xử lý khí Cà Mau.	Liên doanh Posco + PTSC.	2017	5,500

Nguồn: PTSC, KISVN tổng hợp.

Dịch vụ FSO/FPSO

+ **Nhà cung cấp chính tàu FSO/FPSO ở Việt Nam** Hợp đồng cho thuê kéo dài hết vòng đời của một mỏ dầu và giá cho thuê cố định giúp cho doanh thu, lợi nhuận và dòng tiền của PTSC được ổn định. Trong năm 2016, chúng tôi dự phóng mảng dịch vụ O&M đạt doanh thu 3,345 tỷ đồng (+2% YoY) và lợi nhuận từ liên doanh đạt 756 tỷ đồng (+1.9% YoY).

+ **FPSO Cá Rồng Đỏ** Trong ngắn hạn, PTSC kỳ vọng sẽ có thể cung cấp dịch vụ FPSO tại mỏ Cá Rồng Đỏ, qua đó giúp PTSC gia tăng doanh thu, lợi nhuận từ dịch vụ này cũng như lợi nhuận cho các liên doanh. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa tính FPSO Cá Rồng Đỏ vào mô hình định giá do vẫn chưa có đầy đủ thông tin cần thiết.

Vi vậy chúng tôi ước tính doanh thu FSO/FPSO năm 2017 đạt 3,412 tỷ đồng (+2% YoY) và lợi nhuận các liên doanh vẫn ổn định ở mức 756 tỷ đồng.

Căn cứ cảng

Kết quả kinh doanh không khả quan của cảng PTSC Vũng Tàu đã ảnh hưởng xấu đến hoạt động chung của căn cứ cảng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng đà hồi phục của giá dầu sẽ cải thiện hoạt động của căn cứ cảng. Theo đó, doanh thu căn cứ cảng 2016 sẽ giảm mạnh 35% xuống còn 1,423 tỷ đồng trước khi tăng nhẹ khoảng 5% lên 1,494 tỷ đồng trong năm 2017.

Khảo sát địa chấn ROV và tàu dịch vụ chuyên dụng OSV

Với hoạt động khảo sát địa chấn ROV. Sau 9 tháng, lợi nhuận gộp hoạt động khảo sát địa chấn ghi nhận lỗ 88.7 tỷ và sẽ không có nhiều chuyển biến trong quý 4. Tuy nhiên, doanh thu trong 2017 kỳ vọng tăng 5%, đạt 1,711 tỷ đồng và biên lợi nhuận gộp cải thiện từ âm sang dương.

Tàu dịch vụ chuyên dụng. Trong năm 2016, doanh thu dịch vụ giảm 46%, còn 2,438 tỷ đồng, chủ yếu do hiệu suất hoạt động của đội tàu giảm mạnh. Theo PTSC, giá cho thuê hiện tại là quá thấp và khó có khả năng giảm hơn. Chính vì vậy, chúng tôi cho rằng doanh thu tàu dịch vụ trong năm 2016 sẽ ở mức đáy và có thể hồi phục từ năm 2017 với doanh thu dự phóng là 2,486 tỷ đồng (tăng 2%).

Kỳ vọng kế hoạch tăng sản lượng khai thác của PVN

Theo kế hoạch, PVN khai thác khoảng 16 triệu tấn dầu trong năm 2016. Chính phủ vừa chỉ đạo cho tập đoàn dầu khí quốc gia tăng sản lượng khai thác lên 17 triệu tấn dầu, tăng 6% so với kế hoạch. Để có thể đạt được kế hoạch trên, tập đoàn sẽ phải đẩy mạnh hơn nữa hoạt động khai thác ở các mỏ hiện tại cũng như khai thác sớm các mỏ mới. Do đó, nhu cầu sử dụng dịch vụ dầu khí sẽ tăng lên, ảnh hưởng tích cực đến hoạt động kinh doanh của PTSC.

Kết quả kinh doanh năm 2016 kỳ vọng sẽ là đáy

Sự khó khăn của ngành dầu khí đã ảnh hưởng đáng kể đến hầu hết các mảng kinh doanh của PTSC. Tuy nhiên với kỳ vọng giá dầu sẽ phục hồi từ năm 2017, chúng tôi cho rằng kết quả hoạt động kinh doanh của PTSC có thể đạt đáy trong năm 2016 và phục hồi từ 2017.

Trong năm 2016, chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 17,997 tỷ đồng (-23% YoY) và 1,172 tỷ đồng (-23% YoY). EPS đạt 2,624 đồng

Và cho năm 2017, doanh thu chỉ ghi nhận 18,245 tỷ đồng, tăng nhẹ 1%, trong khi lợi nhuận cho cổ đông công ty mẹ tăng mạnh 8%, đạt 1,266 tỷ đồng nhờ vào biên lợi nhuận gộp cải thiện. EPS đạt 2,834 đồng.

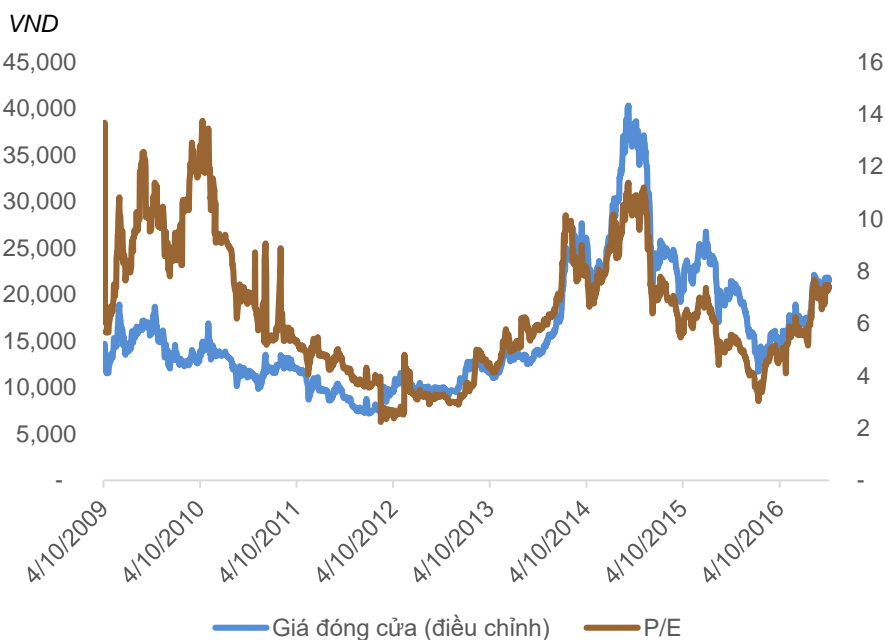
Định giá:

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để định giá cổ phiếu PVS. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu hồi phục sớm trong 2017, tác động tích cực tới tất cả hoạt động kinh doanh của PTSC. Với mức giá hiện tại là 19.8k, PTSC đang được giao dịch ở mức P/E dự phóng 2017 là 6.9x, rất thấp so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh sẽ chạm đáy trong năm 2016 và cải thiện từ năm 2017 trở đi. Vì vậy, sẽ hợp lý khi cổ phiếu PVS được giao dịch ở mức P/E khoảng 10x, mức cao nhất trong những năm gần đây. Do đó, dựa vào EPS dự phóng 2017 là 2,834 đồng, chúng tôi định giá PVS ở mức 28.3k vào cuối năm 2017, tương đương với mức sinh lợi 42.9% cho hơn 1 năm. Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG.

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tr USD)	P/E
Dyna-Mac Holdings	Singapore	104	95.3
Barakah Offshore Petroleum	Malaysia	133	74.7
Uzma Berhad	Malaysia	117	54.8
KNM Group	Malaysia	205	31.6
Ch Offshore Ltd	Singapore	136	24.1
Deleum Berhad	Malaysia	102	12.8

Nguồn: Bloomberg.



Nguồn: StoxPlus.

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PVS	Giá TT: 19.8k VND	Giá MT: 28.3k VND	Vốn hóa: 8,844 tỷ VND	
Đơn vị: Tỷ đồng	2014	2015	2016E	2017E
Doanh thu thuần	31,704	23,357	17,997	18,246
Tăng trưởng (%)	25%	-26%	-23%	1%
Xây lắp	13,667	8,523	7,799	7,643
FSO/FPSO	2,551	3,280	3,346	3,413
Cần cù cảng	1,999	2,190	1,424	1,495
OSV+ROV	10,139	6,689	4,068	4,199
Dịch vụ khác	3,348	2,674	1,360	1,497
GVHB	29,110	21,182	17,042	16,941
Biên LN gộp (%)	8.2%	9.3%	5.3%	7.2%
Chi phí BH& QLDN	825	995	630	730
EBITDA	2,752	2,084	1,204	1,523
Biên lợi nhuận (%)	8.7%	8.9%	6.7%	8.3%
Khấu hao	983	904	878	947
Lợi nhuận từ HĐKD	1,769	1,180	326	575
Biên LN HĐKD (%)	5.6%	5.1%	1.8%	3.2%
Chi phí lãi vay ròng	-25	0	-134	-147
% so với nợ ròng (gồm lãi vay vốn hóa)	0.6%	0.0%	2.1%	2.2%
Khả năng trả lãi vay(x)	-71	8,612	-2	-4
Lãi/lỗ khác	206	82	130	80
Thuế	553	522	276	319
Thuế suất hiệu dụng (%)	22%	26%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	1,991	1,494	1,106	1,276
Biên lợi nhuận (%)	6.3%	6.4%	6.1%	7.0%
Lợi ích CĐ thiểu số	16	-24	-66	10
LN cho công ty mẹ	1,975	1,517	1,172	1,266
Số lượng CP (triệu)	447	447	447	447
EPS hiệu chỉnh (VND)	4,421	3,397	2,624	2,834
Tăng EPS (%)	24%	-23%	-23%	8%
Cổ tức (VND)	1,200	1,200	1,200	1,500
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	27%	35%	46%	53%

- EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
- EBIT = EBITDA – Khấu hao
- Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
- Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
- Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CDKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2014	2015	2016E	2017E
Vòng quay phải thu (x)	4.1	3.4	3.8	3.8
Vòng quay HTK (x)	44.7	23.8	29.0	29.0
Vòng quay phải trả (x)	3.2	2.4	2.7	2.7
Thay đổi vốn lưu động	-997	274	761	99
Capex	270	773	230	529
Dòng tiền khác	158	-71	-442	-440
Dòng tiền tự do	3,859	1,279	550	1,155
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	573	579	536	670
Thay đổi nợ ròng	-3,286	-700	-14	-485
Nợ ròng cuối năm	-5,619	-6,319	-6,333	-6,819
Giá trị doanh nghiệp (EV)	4,668	4,149	4,069	3,593
Tổng VCSH	10,955	11,875	12,445	13,051
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,442	1,624	1,557	1,567
VCSH	9,513	10,251	10,887	11,483
Giá trị sổ sách/cp (VND)	21,296	22,949	24,373	25,707
Nợ ròng / VCSH (%)	-51%	-53%	-51%	-52%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-204%	-303%	-526%	-448%
Tổng tài sản	26,684	26,437	26,992	27,113

- Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2014	2015	2016E	2017E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	22%	15%	11%	11%
ROA (%)	8%	6%	4%	5%
ROIC (%)	8%	7%	4%	4%
WACC (%)	30%	32%	19%	19%
PER (x)	4.5	5.8	7.5	7.0
PBR (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
PSR (x)	0.3	0.4	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	1.7	2.0	3.4	2.4
EV/sales (x)	0.1	0.2	0.2	0.2
Suất sinh lợi cổ tức (%)	6.1%	6.1%	6.1%	7.6%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 8) 3914 8585
Fax: (+84 8) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q.Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Trưởng phòng Phân tích
Doanh nghiệp**

Hoàng Huy
(+84 8) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Năng lượng, hàng hóa,
logistics**

Trần Hà Xuân Vũ
(+84 8) 3914 8585 (x1459)
vu.th@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Tiêu dùng**

Lê Thị Nụ
(+84 8) 3914 8585 (x1460)
nu.lt@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích –
Bất động sản**

Hoàng Thế Trung
(+84 8) 3914 8585 (x1457)
trung.ht@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Trưởng phòng Phân tích Vĩ
mô**

Bạch An Viễn
(+84 8) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

**Chuyên viên Phân tích Kỹ
thuật**

Nguyễn Kim Quang
(+84 8) 3914 8585 (x1451)
quang.nk@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Giám đốc Quan hệ Khách
hàng định chế**

Lâm Hạnh Uyên
(+84 8) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.