



# TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM HNX - PVS

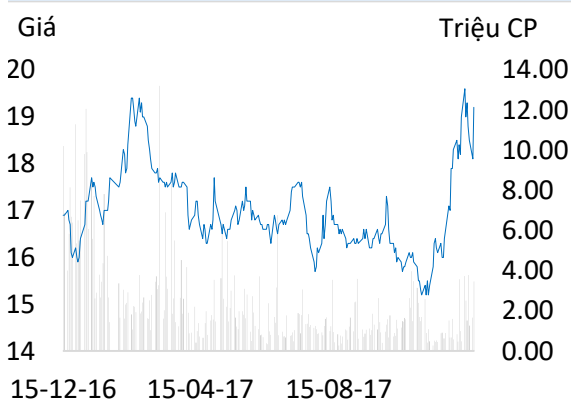
**Ngành Dầu khí | 03 Tháng 1, 2018**

## Khuyến nghị

## MUA

Giá thị trường **23.000VNĐ**  
Mục tiêu **31.400VNĐ**  
Tham chiếu 26/12/2017 **+36,0%**

**Thời gian đầu tư** **DÀI HẠN**



### Thông tin cổ phiếu

Ngành Dầu khí  
Vốn hóa (tỷ đồng) 8085  
Số lượng CP lưu hành 446.700.420  
Beta 1,34  
Free Float (%) 99,99%  
Giá cao nhất 52 tuần 22.700  
Giá thấp nhất 52 tuần 15.200  
KLGB bình quân 10 phiên 8.795.666

### Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn dầu khí Việt Nam 51,83%  
CT TNHH VinaCapital Finance VN 5,29%  
Dragon Capital 4,48%

### Sở hữu nhà đầu tư nước ngoài

CĐ NĐT nước ngoài 16,9%  
Giới hạn sở hữu NĐT nước ngoài 32,1%

### Tổng quan chung

Tổng công ty cổ phần dịch vụ kỹ thuật dầu khí Việt Nam (PVS) trực thuộc tập đoàn dầu khí Việt Nam trên cơ sở sáp nhập công ty Địa vật lý và công ty Dịch vụ dầu khí. Đây là doanh nghiệp đầu cung cấp các sản phẩm chủ chốt trong ngành dầu khí như dịch vụ đại lý tàu biển và môi giới hàng hải, dịch vụ cung ứng tàu biển; dịch vụ phục vụ hoạt động khảo sát địa vật lý, địa chất công trình; dịch vụ quản lý khai thác các tàu chứa dầu...

### Tiềm năng tăng trưởng rộng mở trong tương lai

- Giá dầu tăng đem lại động lực tăng trưởng các doanh nghiệp ngành dầu khí: Giá dầu thế giới chạm đáy vào tháng 01/2016 và đang có xu hướng tăng trở lại nhờ các cam kết cắt giảm sản lượng từ OPEC và Nga
- PVS cùng các doanh nghiệp trong ngành tham gia vào các dự án khai mỏ dầu khí lớn như Cá Rồng Đỏ, Lô B Ô-môn, Cá Voi Xanh sắp đưa vào khai thác trong giai đoạn 2018-2022 đem lại nguồn thu nhập cao.
- PVS đa dạng nhiều mảng kinh doanh trong ngành dầu khí giảm thiểu nhiều rủi ro do ảnh hưởng giá dầu biến động thất thường

### Rủi ro đầu tư

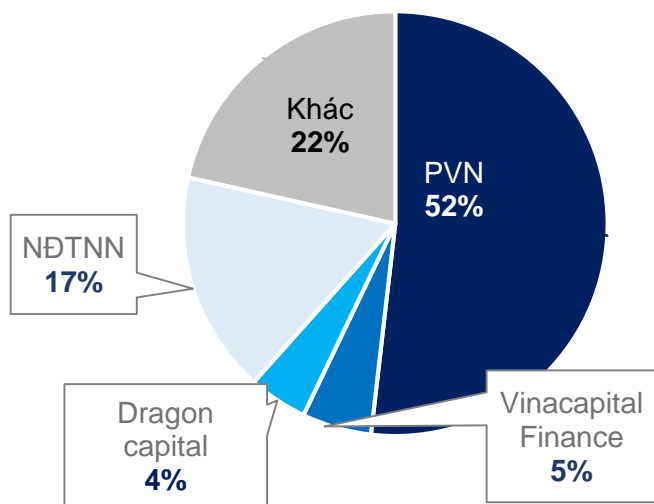
- Giá dầu bị ảnh hưởng rất nhiều bởi các yếu tố chính trị quan hệ Nga, Mỹ, Trung Đông nên mặc dù giá dầu đang có diễn biến tích cực nhưng khó dự báo được diễn biến trong tương lai
- Các dự án của PVN thường chậm hơn so với kế hoạch vì liên quan đến các vấn đề giải ngân vốn gây lãng phí nguồn lực hoạt động của PVS

### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Chỉ tiêu	2014A	2015A	2016A	2017F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	31516	23357	18682	14572
% tăng trưởng DT	24%	25,9%	-20%	-22%
LNST (tỷ đồng)	1813	1517	1039	1407
% tăng trưởng LN	15%	15,24%	49,1%	35,4%
Biên lợi nhuận ròng (%)	5,75%	6,5%	5,56%	9,65%
ROA (%)	7,26%	5,65%	3,5%	2,89%
ROE (%)	20,7%	14,1%	7,7%	6,1%
EPS (VNĐ)	2.966	3.338	2.210	2310
Book Value (VNĐ)	24.000	26.500	26200	23160
P/E (lần) (*)	7,63	4,4	7,2	13,0
P/BV (lần) (*)	0,94	0,54	0,6	1,09

(Nguồn: PVS, DNSE tổng hợp và ước tính, (\*) Tính theo giá CP ngày 25/12/2017)

### Cơ cấu cổ đông



### TỔNG QUAN VỀ CÔNG TY

PVS là doanh nghiệp nhà nước trực thuộc tập đoàn dầu khí Việt Nam PVN (52% CP)

Hoạt động kinh doanh chính của PVS liên quan đến các vấn đề khai thác và vận chuyển dầu khí:

- Thượng nguồn: khảo sát địa chấn, địa chất và công trình ngầm; lắp đặt, vận hành, bảo dưỡng công trình biển; cơ khí dầu khí
- Trung nguồn: Dịch vụ tàu khí; căn cứ cảng dịch vụ; kho nổi kho chứa và xử lý dầu thô xuất khẩu.

Ngoài ra PVS còn có các dịch vụ phục vụ xây dựng các công trình công nghiệp sản xuất các sản phẩm từ dầu khí.

### TRIỂN VỌNG NGÀNH

**Diễn biến thế giới:** Năm 2014, 2015 khủng hoảng dầu mỏ diễn ra, cung vượt cầu tiêu thụ dầu ở biên độ lớn (từ 1 – 2 triệu thùng/năm) dẫn đến giá dầu chạm đáy kỷ lục. Nguyên nhân do Mỹ và Nga tăng cường khai thác dầu mỏ (Mỹ bắt đầu khai thác các mỏ dầu đá phiến, Nga khai thác mạnh để giảm thiểu thiệt hại kinh tế do cuộc khủng hoảng tiền tệ. Tháng 1 năm 2016, giá dầu đã chạm đáy kỷ lục, OPEC và tất cả các nước sản xuất dầu mỏ trên thế giới đã họp lại và cùng thỏa thuận cắt giảm sản lượng.

Từ đầu năm 2016, giá dầu mỏ chạm đáy \$39/thùng và tăng trở lại một cách thận trọng. Năm 2017 dự báo sản lượng cung tăng với thấp hơn tốc độ tăng của cầu tiếp tục giảm khiến khiến giá dầu tăng trong trung hạn. Điều này có được do các cam kết của OPEC với các quốc gia khai thác dầu ngoài OPEC.

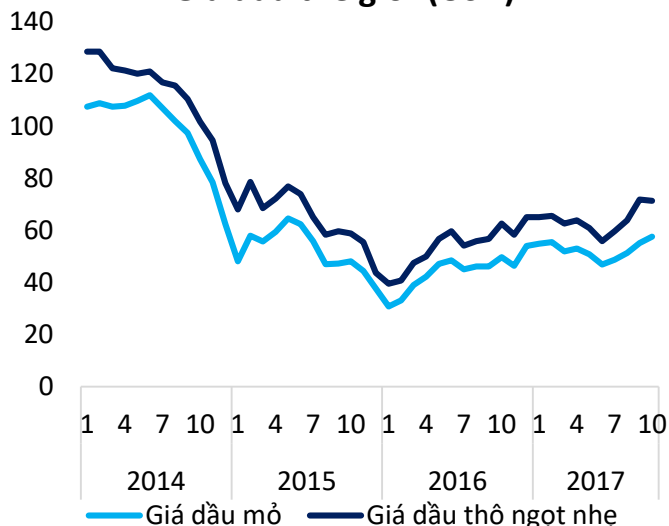
**Diễn biến trong nước:** Việt Nam là nước có tài nguyên về dầu mỏ nên có thể tận dụng lợi thế để sản xuất trong ngành nhiên liệu quan trọng của thế giới.

Dầu khí Việt Nam vẫn đang trong giai đoạn phát triển, chuyển dịch từ xuất khẩu dầu thô sang bán các sản phẩm và nhiên liệu từ dầu mỏ. Hiện trong nước đã có nhà máy lọc, hóa dầu và đang trong quá trình mở rộng nhằm tối đa hóa giá trị gia tăng các sản phẩm từ dầu mỏ, trong đó nổi bật là nhà máy lọc dầu Dung Quất có công suất lớn nhất 6,5 triệu tấn/năm (43,4% toàn quốc). BSR đã đưa vào hoạt động nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và sắp tới sẽ hoàn thiện với công suất 10 triệu tấn/năm để nâng cao hiệu quả sản xuất các sản phẩm dầu khí.

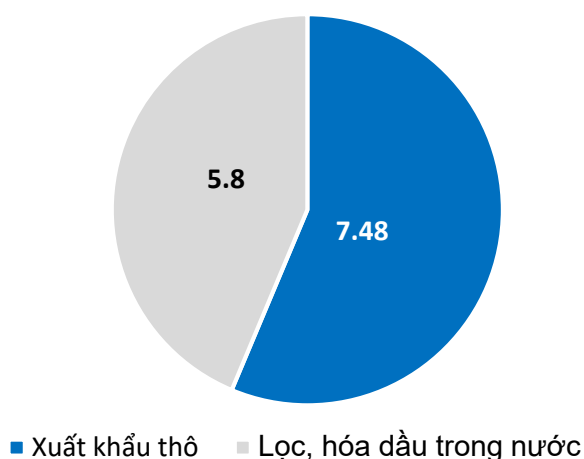
Tuy nhiên, Việt Nam vẫn là một nước nhỏ trong toàn ngành thế giới nên chịu tác động rất nhiều từ giá dầu thế giới. Khủng hoảng giá dầu thế giới 2014-2015 dẫn đến hệ lụy hầu hết các doanh nghiệp trong ngành đều có mức tăng trưởng âm, thậm chí sản xuất chịu lỗ để duy trì doanh nghiệp.

Với tình hình giá dầu tăng thận trọng và ổn định như hiện nay, chúng tôi kì vọng cả ngành sẽ có diễn biến tích cực trong vòng 5 năm tới.

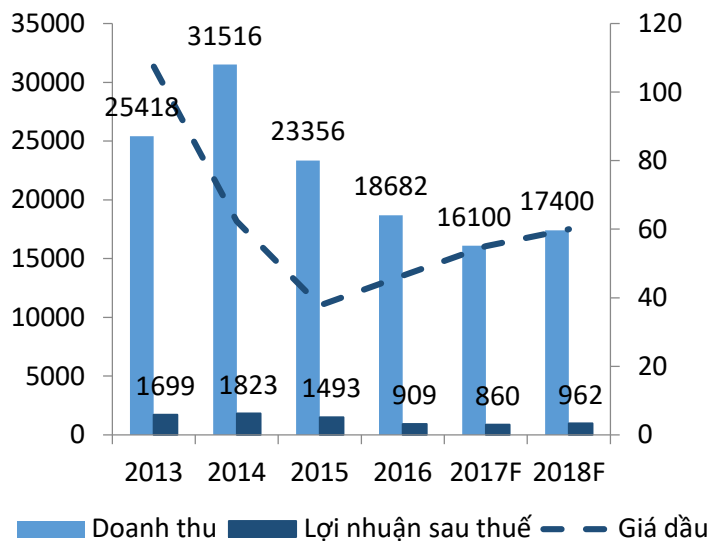
### Giá dầu thế giới (USD)



### Dầu mỏ Việt Nam 6T/2017 (Đơn vị triệu tấn)



**Doanh thu và lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)**



**TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH**

Cũng như các doanh nghiệp trong ngành, sự phát triển của PVS phụ thuộc khá nhiều vào diễn biến giá dầu. Giá dầu chạm đáy vào cuối năm 2015 đầu năm 2016 dẫn đến hệ lụy năm 2017 là năm doanh nghiệp có doanh thu thấp nhất. Tuy nhiên với xu hướng diễn biến tích cực của giá dầu, chúng tôi đã phân tích được những tiềm năng tăng trưởng của PVS nói riêng và cả ngành dầu khí nói chung

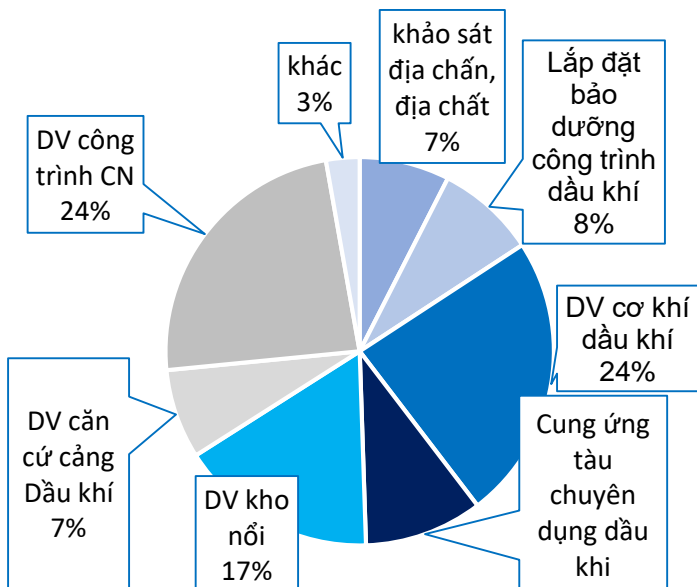
**Đa dạng hoạt động kinh doanh giảm thiểu rủi ro:** PVS là doanh nghiệp hoạt động trong ngành dầu khí nhưng đa dạng hóa các khâu kinh doanh từ khai thác (thượng nguồn) cho đến vận chuyển, phân phối (trung nguồn). Vì thế mặc dù cũng chịu thiệt hại do cuộc khủng hoảng dầu mỏ nhưng PVS cũng không có khoản lợi nhuận âm như nhiều doanh nghiệp cùng ngành.

**Hoạt động thượng nguồn:** Cơ cấu của các hoạt động này lên tới 39% tổng doanh thu của PVS, hơn nữa đây là các mảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất cơ cấu lợi nhuận khoảng 52% do giá vốn đầu tư thấp.



- Khảo sát địa chấn, địa chất:
  - o Dịch vụ khảo sát địa chấn 2D, 3D & 4C: Thu nổ, xử lý số liệu và minh giải: Trong bối cảnh giá dầu vẫn duy trì ở mức thấp, các hoạt động khảo sát địa chấn 2D, 3D tiếp tục bị thu hẹp, cắt giảm nghiêm trọng trong năm 2016. Tổng khối lượng thu nổ địa chấn 2D thực hiện trong năm 2016 là 8.479,6 km tuyến, giảm 42% so với năm 2015. Tổng khối lượng thu nổ địa chấn 3D thực hiện trong năm 2016 là 1.801 km<sup>2</sup>, giảm 56% so với năm 2015. Việc 2 tàu không có việc trong khoảng 60% thời gian trong năm là khó khăn lớn nhất và ảnh hưởng quyết định đến kết quả SXKD của lĩnh vực này năm 2016. Tuy nhiên từ giữa năm 2017, với tình hình giá dầu tăng trở lại và đạt trên ngưỡng hòa vốn PVN đã bắt đầu cho triển khai nhiều các dự án lớn như Cá Rồng Đỏ (2018), Cá Voi Xanh, Nam Côn Sơn Lô B Ô môn (2020),...
  - o Dịch vụ hỗ trợ khoan, khảo sát, bảo dưỡng sửa chữa và lắp đặt công trình ngầm bằng ROV:
- Lắp đặt bảo dưỡng công trình dầu khí: duy trì hợp đồng cung cấp nhân lực dài hạn cho các khách hàng JVPC, KNOC, Cửu Long JOC, ROSNEFT, PVEP POC... đồng thời cung cấp thêm nhiều lượt nhân sự tham gia dịch vụ ngắn hạn khác
- DV cơ khí dầu khí: Lắp đặt và Chạy thử (EPC/EPCIC) cho các công trình ngoài khơi như các giàn khoan, giàn đầu giếng, giàn nén khí, giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở, giàn nửa nổi nửa chìm, các hệ thống ngầm dưới biển (subsea),... Tiềm năng của mảng này cũng đến từ các dự án sắp tới như Dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt, Cá Rồng Đỏ, Sư Tử Trắng FF - Giai đoạn 2, Lô B Ô môn...

**Cơ cấu doanh thu 2016**



**Hoạt động trung nguồn:** liên quan đến các hoạt động vận tải, phân phối và tang trữ. Đây là hoạt động cân bằng lại những bất lợi khi dầu mỏ giảm giá vì chi phí kinh doanh chủ yếu là xăng dầu, nguyên liệu chạy các phương tiện vận chuyển. Cơ cấu doanh thu 34% và cơ cấu lợi nhuận chiếm khoảng 30%.



- Cung ứng tàu chuyên dụng: PVS hiện có 15 tàu công suất từ 980 đến 8900 HP gồm tàu kéo, có chức năng thả neo và vận chuyển hàng hóa giữa bờ và giàn khoan.
- DV căn cứ cảng dầu khí vận hành hệ thống gồm 8 căn cứ cảng dịch vụ tại tất cả các trung tâm trên cả 3 miền Bắc, miền Trung và miền Nam với tổng diện tích hơn 345 héc ta. Các cảng hoạt động gồm: Cảng PTSC Đình Vũ (15,2 ha), Cảng Nghi Sơn (35 ha), Cảng Hòn La (8,8 ha), Cảng Sơn Trà (10 ha), Cảng Dung Quất (4,2 ha), Cảng tổng hợp Phú Mỹ (26,5 ha), Cảng Sao Mai – Bến Đình (163 ha), Cảng Hạ lưu Vũng Tàu (82,2 ha). Doanh thu từ loại hình dịch vụ này năm 2016 là 1.637 tỷ đồng, đạt 91% Kế hoạch năm, giảm 36% so với cùng kỳ năm trước.
- DV kho nổi: PVS có dịch vụ cung cấp kho nổi FSO và FPSO (có xử lí dầu mỏ).



**Dịch vụ công nghiệp và dịch vụ khác:** PVS đã và đang mở rộng triển khai các dự án EPC bao gồm Thiết kế kỹ thuật, Thiết kế chi tiết, Mua sắm, Thi công và Chạy thử cho lĩnh vực công nghiệp trên bờ như: xây dựng các nhà máy điện, nhà máy lọc hóa dầu, cụm thiết bị công nghệ và cơ khí, nhà máy sản xuất phân bón,... Mảng này đem lại doanh thu chiếm 27% và chiếm 18% cơ cấu lợi nhuận

**Các dự án lớn:** Với xu thế giá dầu tăng trở lại và sẽ tăng nhẹ, đều qua các năm, dự báo giá dầu sẽ chạm ngưỡng \$80/thùng trong vòng 5 năm tới. Đây là điều kiện thuận lợi để PVN triển khai các dự án khai thác dầu khí lớn:

Dự án Cá Rồng Đỏ FPSO (2018-2019):

- Thuộc Block 07/03 – Bể Nam Côn Sơn, cách bờ biển Vũng Tàu 440km.
- Thời gian xây dựng: từ 20/10/2017 gồm 12 cụm giếng, là mỏ sâu nhất của Việt Nam.
- Thời gian hoàn thành: 5/2019.

PVS xây dựng FPSO, dàn chân đế căng, qua đó doanh thu của dự án đem lại cho PVS ước tính đạt 8000 tỷ VNĐ

Dự án Sư tử Trắng GD2 (2018-2022)

- Thuộc Lô 15-1 phía đông nam cụm mỏ Sư Tử
- Thời gian thi công: từ Q2/2018, khai thác từ 600.000 đến 1.500.000 m3 khí/năm

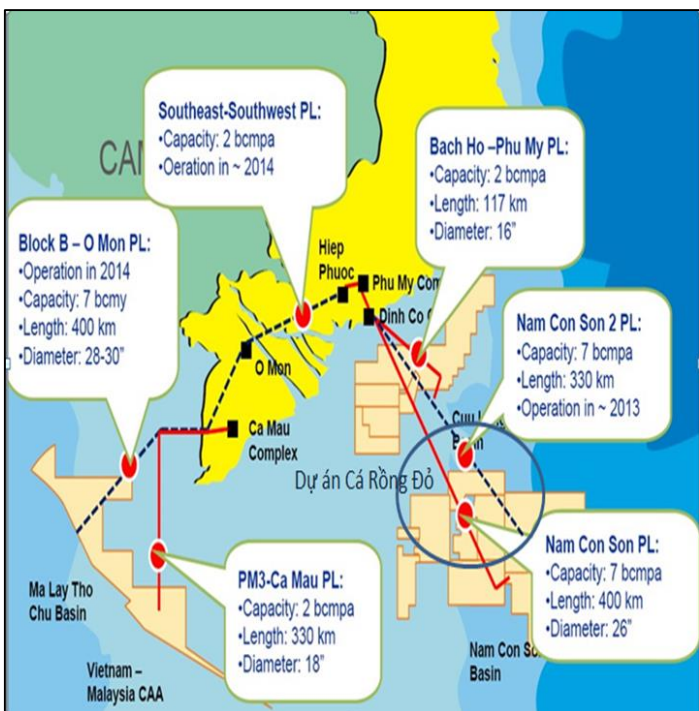
PVS xây dựng bổ sung các chân dàn để tăng cường khai thác sau giai đoạn 1.

Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (2018-2022)

- Tổng mức đầu tư lên đến 11.250 tỷ đồng
- Xây dựng dàn trung tâm và các dàn WHP

Dự án Lô B – Ô môn (2020-2022)

- Lô B, 48/95 và 52/97. Cách đất liền 440km.
- Trữ lượng 107 tỷ m<sup>3</sup>, 12 triệu thùng condensate



- Tổng mức đầu tư 1,27 tỷ USD đã kí thỏa thuận vào ngày 01/09/2017. Xây dựng 1 giàn công nghệ trung tâm, 46 giàn khai thác, 750 giếng khai thác.

Dự án đem lại cho PVS doanh thu ước tính 8500 tỷ VNĐ

Dự Án Cá voi xanh (2020-2022)

- Trữ lượng: 150 tỷ m3 khí
- Khai thác: 9-11 tỷ m3/năm
- Tổng mức đầu tư 4,6 tỷ USD

Đây là dự án quy mô hơn gấp vài lần dự án Lô B Ô-môn và Cá Rồng Đỏ hiện vẫn đang trong quá trình thỏa thuận và dự kiến sẽ hoàn tất các thủ tục vào quý I 2018. Ước tính dự án sẽ đem lại cho PVS khoản doanh thu 20.000 tỷ VNĐ

**TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH**

Cập nhật KQKD 2017: Doanh thu của PVS trong quý III/2017 đạt mức 3.185 tỷ (-33,3% so với cùng kỳ) không chênh lệch đáng kể so với giá vốn. Theo đó, lợi nhuận gộp đã giảm gần 50% so với cùng kỳ xuống mức 99 tỷ đồng. Biên lãi gộp giảm 1 điểm phần trăm xuống còn 3,1%.

Trong kỳ, PVS ghi nhận khoản lãi tài chính tăng nhẹ lên mức 63 tỷ đồng, tăng so với mức 44,4 tỷ đồng cùng kỳ năm trước. Dù vậy, với các chi phí còn lại không nhiều thay đổi so với cùng kỳ dẫn đến mức lãi thuần chỉ đạt 46 tỷ đồng, giảm đến 65% so với cùng kỳ 2016. Nhờ khoản hoàn nhập dự phòng các dự án thu về trong kỳ này đạt 80 tỷ đồng, PVS ghi nhận mức lãi sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt gần 111 tỷ đồng, chỉ còn giảm 11,2% so với cùng kỳ 2016.

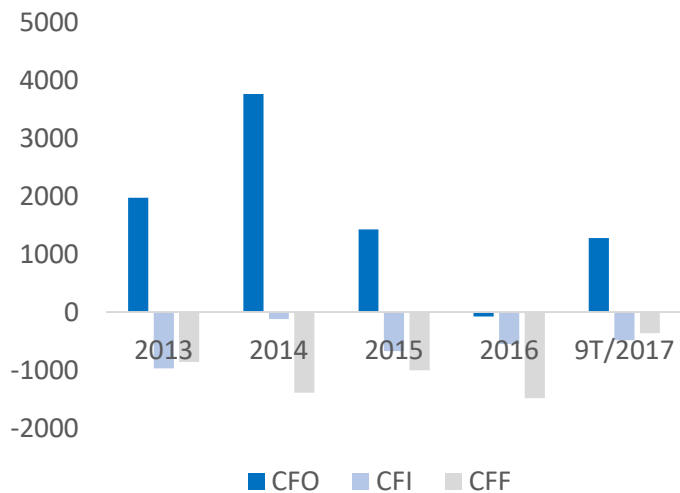
Mặc dù doanh thu suy giảm mạnh nhưng chủ yếu do ảnh hưởng bởi sự suy giảm chung của toàn ngành vì tác động của giá dầu thế giới. Cụ thể, kết quả kinh doanh của PVS dao động cùng nhịp độ pha với giá dầu thế giới khoảng 2 năm.

PVS có cơ cấu dòng tiền khá tốt. Cụ thể, dòng tiền thu về hàng năm chủ yếu từ hoạt động kinh doanh, duy chỉ có năm 2016 âm do trích lập dự phòng các khoản phải thu vì các doanh nghiệp cùng ngành cũng chịu thiệt hại nặng nề vì sự sụt giảm giá dầu.

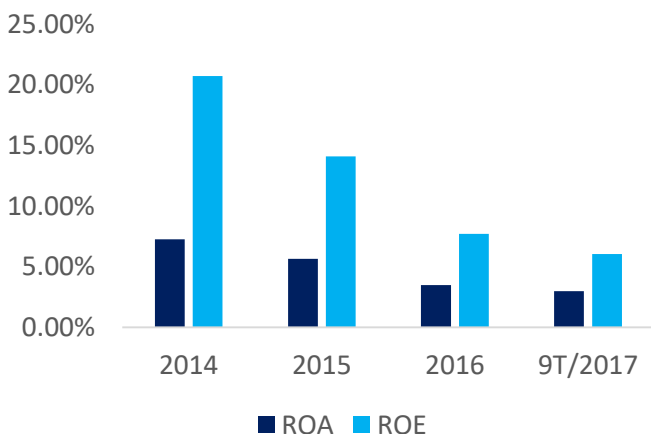
Khả năng thanh khoản tốt: các chỉ số thanh toán hiện hành và thanh toán nhanh các năm gần đây đều trên 150%. Thậm chí, khả năng thanh toán tiền mặt cũng trên 100%. Điều này phản ánh tâm lý thận trọng của doanh nghiệp trong tình hình thị trường ngành dầu khí chưa có tín hiệu cải thiện mạnh. Duy trì lượng thanh khoản lớn mặc dù sẽ khó để doanh nghiệp có thể tạo đột biến về lợi nhuận trong các năm tiếp theo nhưng có thể kết luận đây là một điểm đầu tư an toàn.

Cải thiện biên lợi nhuận: Các chỉ số ROA và ROE liên tục giảm, lợi nhuận không còn đạt mức cao và sụt giảm dần qua các năm. Tuy nhiên đã giảm đã ngày càng yếu dần và đã có một số dấu hiệu tích

**Lưu chuyển dòng tiền**



**Tỷ suất sinh lợi**



cực. Phân tích Dupont cho thấy vòng quay tổng tài sản liên tục giảm mặc dù mẫu số là tài sản đã có sự giảm nhẹ qua các năm nhưng tử số là doanh thu có đà giảm còn mạnh hơn. Điều này do giá dầu xuống dốc khiến hoạt động khai thác bị đình trệ nên PVS không có nhiều hoạt động tạo ra doanh thu. Tuy nhiên doanh nghiệp đã đa dạng ngành nghề kinh doanh để hạn chế rủi ro này. Các yếu tố còn lại là đòn bẩy tài chính và biên lợi nhuận gộp có xu hướng tích cực hơn. Với tâm lý phòng vệ với thị trường, PVS tiếp tục giảm đòn bẩy tài chính đưa tỷ lệ vốn nợ - VCSH về 1:1 nhằm đảm bảo an toàn vốn và giảm áp lực lãi vay.

<b>Phân tích Dupont</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>9T/2017</b>
Vòng quay TTS	119,2%	88,35%	73,15%	45,14%
Biên lợi nhuận	5,75%	6,49%	5,56%	6,27%
Đòn bẩy tài chính	2,45	2,23	2,17	2,02

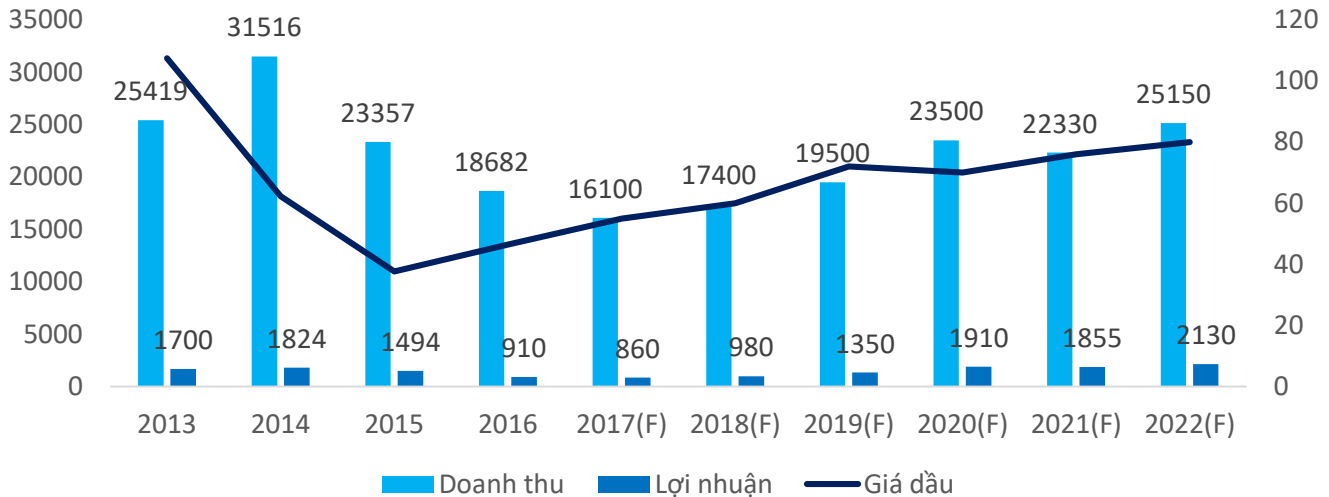
### DỰ PHÓNG & ĐỊNH GIÁ

Với những những diễn biến khả quan của giá dầu thô “crude oil” tháng 11 đã đạt trên \$62/thùng, chúng tôi nhận định giá dầu trong năm 2018 sẽ tích lũy quanh mức \$60/thùng và dự báo thậm trọng sẽ chạm mức \$80/thùng trong năm 2022. Giá dầu tăng ổn định trên ngưỡng hòa vốn \$55-\$60 tín hiệu tích cực của các dự án sắp đưa vào khai thác trong vòng 5 năm tới, chúng tôi nhận định PVS sẽ đạt mức doanh thu là 17400 tỷ đồng trong năm 2018 (+8,07% yoy).

Mảng dịch vụ cơ khí dầu khí và dịch vụ công trình công nghiệp vẫn là hai mảng đem lại mức lợi nhuận lớn nhất do triển khai các dự án mới cần các đơn vị thi công và nhu cầu xây dựng các nhà máy chế biến sản phẩm từ dầu mỏ. Ước tính tổng lợi nhuận đem lại trong năm 2018 là 980 tỷ đồng

		<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Thượng Nguồn</b>	Khảo sát địa chấn, địa chất	1127	1392	2178	1344	1175	2012.5
	Lắp đặt bảo dưỡng công trình dầu khí	1288	1392	1694	2016	2350	2587.5
	DV cơ khí dầu khí	3864	4350	5324	4480	5875	8912.5
<b>Trung Nguồn</b>	Cung ứng tàu chuyên dụng dầu khí	1610	2436	3630	2016	1645	1725
	DV kho nổi	2737	1914	3146	3360	3525	4025
	DV căn cứ cảng Dầu khí	1127	870	2904	2464	1410	1150
<b>Khác</b>	DV công trình CN	3864	4350	4840	5824	5875	6900
	khác	483	696	484	896	1645	1437.5

### Doanh thu - Lợi nhuận dự phóng



Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E	P/B
Mermaid Martiome	3071	11.1	0.9
Alphageo Indea	2025	9.3	0.95
PVT	4780	14	1.16
PGS	1150	11.9	1.26
<b>Trung bình</b>		<b>12.18</b>	<b>1.06</b>

#### So sánh P/E

Từ kết quả kinh doanh 2018, chúng tôi nhận định mức EPS của PVS đạt 2194đ/CP

So sánh với các doanh nghiệp có hoạt động tương tự thì P/E chung là 12,18(x). Từ đó chúng tôi đưa ra mức giá của PVS qua phương pháp này là 26.700 đ/CP.

Trong kịch bản thận trọng hơn, giá dầu chỉ đạt mức \$55/thùng trong năm 2018, doanh thu và lợi nhuận sẽ giảm xuống còn 14000 tỷ và 910 tỷ. Mức EP giảm xuống còn 2033đ/CP. Mức giá hợp lý theo phương pháp so sánh P/E là 24.750đ/CP

#### So sánh P/BV:

Tài sản đến năm 2018 ước tính đạt 12500 tỷ VNĐ tăng 4,2% so với năm 2017.

So sánh với các doanh nghiệp có hoạt động tương tự thì P/B chung là 1.06(x). Từ đó chúng tôi đưa ra mức giá của PVS qua phương pháp này là 29.750 đ/CP.

#### Phương pháp chiết khấu dòng tiền:

Dựa vào thu nhập từ các dự án lớn Cá Rồng Đỏ, Lô B, Cá Voi xanh và các hoạt động kinh doanh bảo dưỡng duy trì với các khách hàng, chúng tôi ước tính giá trị doanh nghiệp chiết khấu về hiện tại sẽ là 21025 tỷ VNĐ.

Qua đó mức giá hợp lý của PVS là 40.200/CP.

**Kết hợp 3 phương pháp định giá trên chúng tôi nhận định mức giá trung bình của PVS thận trọng trong dài hạn là 31.400/CP**

Với mức giá đóng cửa ngày 02/01/2018 là 23.000đ/CP, mức lợi nhuận kỳ vọng dài hạn (từ 4-5 năm) chúng tôi khuyến nghị MUA đối với mã cổ phiếu PVS.

Chỉ tiêu	
Risk-free rate	5,22%
Chi phí Vốn chủ sở hữu (Re)	8.95%
Chi phí vốn vay (Rd)	9,7%
Chi phí vốn bình quân WACC	9,33%
<b>Giá trị doanh nghiệp FCFF(tỷ VND)</b>	<b>21886</b>
<b>Giá trị CSH (tỷ VND)</b>	<b>17960</b>

So sánh P/E	Chiết khấu dòng tiền	So sánh P/B
50%	30%	20%
26.700	40.200	29.750

### BẢNG TÓM TẮT BCTC

<b>KẾT QUẢ HĐKD</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>9T/2017A</b>	<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>9T/2017A</b>
Doanh thu thuần	31516	23357	18682	10932	<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>17020</b>	<b>16006</b>	<b>15151</b>	<b>13873</b>
Giá vốn	29070	21182	17899	10156	Tiền & tương đương tiền	8199	7997	5884	6312
<b>Lãi gộp</b>	<b>2446</b>	<b>2175</b>	<b>783</b>	<b>777</b>	Đầu tài chính ngắn hạn	4	570	911	1449
Chi phí bán hàng	116	99	92	58	Các khoản phải thu	7534	5725	6125	4664
Chi phí quản lý	711	896	540	502	Hàng tồn kho	899	1190	1651	1195
Thu nhập từ HĐTC	25	0	146	146	Tài sản ngắn hạn khác	384	524	581	453
Lợi nhuận khác	140	82	292	292	<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>9419</b>	<b>10431</b>	<b>10390</b>	<b>10347</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2328</b>	<b>2015</b>	<b>1256</b>	<b>912</b>	Tài sản cố định	4718	4728	4150	3756
Thuế thu nhập DN	504	521	346	192	Tài sản dở dang dài hạn	0	424	499	495
Lợi ích cổ đông thiểu số	10	-24	-126	37	Bất động sản đầu tư	0	202	198	194
<b>LNST (Công ty mẹ)</b>	<b>1813</b>	<b>1517</b>	<b>1039</b>	<b>685</b>	Đầu tư tài chính dài hạn	4046	4204	4734	5176
					Tài sản dài hạn khác	655	796	742	689
<b>CHỈ SỐ TÀI CHÍNH</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>9T/2017A</b>	<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>26438</b>	<b>26437</b>	<b>25541</b>	<b>24220</b>
Doanh thu	24%	-26%	-20%	-21,9%	<b>Tổng nợ</b>	<b>15651</b>	<b>14562</b>	<b>13789</b>	<b>12223</b>
Lợi nhuận HĐKD	-14%	17,6%	-50%	-5,73%	Phải trả người bán	5118	4355	4052	2626
EBITDA	-13%	13%	-43%	-	Người mua trả tiền trước	2090	987	1432	1482
EBIT	-15%	15%	-49%	-	Vay và nợ ngắn hạn	752	486	432	299
Lợi nhuận sau thuế	15%	-16%	-32%	-17,2%	Vay và nợ dài hạn	1828	1563	1144	956
Tổng tài sản	11%	0%	-3,4%	-5,17%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9352</b>	<b>11875</b>	<b>11752</b>	<b>11997</b>
Vốn chủ sở hữu	13%	27%	-1%	2,08%	Vốn góp của CSH	4467	4467	4467	4467
					Thặng dư	40	40	40	40
<b>KHẢ NĂNG SINH LỢI</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>6T/2017A</b>	LN chưa phân phối	2998	3326	3189	3366
LN gộp / Doanh thu	7,8%	9,3%	4,2%	7,11%	Quỹ đầu tư phát triển	1555	2419	2626	2729
LN HĐKD / Doanh thu	5,2%	6,4%	3,2%	7,59%	Các quỹ khác	292	0	0	0
EBITDA / Doanh thu	6,9%	7,8%	4,5%	3,75%	Lợi ích cổ đông thiểu số	0	1624	1431	1395
EBIT / Doanh thu	5,5%	6,4%	3,2%	2,73%	<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>26438</b>	<b>26437</b>	<b>25541</b>	<b>24220</b>
LNST / Doanh thu	5,8%	6,5%	5,6%	6,27%					
ROA	7,3%	5,7%	3,5%	2,89%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>9T/2017A</b>
ROE	20,7%	14,1%	7,7%	6,06%	LNTT	2328	2015	1256	906
					Khấu hao	983	904	871	543
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>6T/2017A</b>	Chi phí lãi vay	95	71	56	30
Vòng quay phải thu	4,18	3,52	3,15	2,06	Tiền trước thay đổi VLĐ	3287	2443	1331	892
V/q hàng tồn kho	36,0	20,3	12,6	7,14	<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>3765</b>	<b>1427</b>	<b>-76</b>	<b>1275</b>
V/q khoản phải trả	6,75	4,53	4,37	2,91	Thay đổi TSCĐ	-260	-767	-447	-207
					Thay đổi cho vay, góp vốn	-5	-64	-323	-458
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>6T/2017A</b>	Lãi cho vay, cổ tức, LN	141	159	218	178
Hiện hành	137%	162%	156%	167%	<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu tư</b>	<b>-123</b>	<b>-673</b>	<b>-551</b>	<b>-486</b>
Nhanh	130%	150%	139%	153%	Nhận/trả lại vốn góp	0	0	0	60
					Vay mới/trả nợ vay	-745	-427	-676	-371
<b>Cấu trúc tài chính</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>6T/2017A</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CĐ	-573	-579	-809	-51
Tổng nợ/ Vốn CSH	167%	123%	117%	102%	<b>Tiền thuần từ HĐTC</b>	<b>-1319</b>	<b>-1006</b>	<b>-1485</b>	<b>-363</b>
Nợ ngắn hạn/ Vốn CSH	132%	83%	83%	69%	Tiền thuần trong kỳ	2323	-252	-2112	524
Nợ dài hạn/ Vốn CSH	34,9%	34,5%	34,4%	32,7%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>5857</b>	<b>8194</b>	<b>7991</b>	<b>5884</b>
TTS/Vốn CSH	2,45	2,23	2,17	2,02	Ảnh hưởng của tỷ giá	20	54	4	3
					<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>8199</b>	<b>7997</b>	<b>5884</b>	<b>6311</b>

(Đơn vị: tỷ đồng)

(Nguồn: Báo cáo tài chính PVS)



### Thông tin liên hệ

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN ĐẠI NAM**  
**DAINAM SECURITIES JOINT STOCK COMPANY**

**Ts. Đỗ Thái Hưng**

hungdt@dnse.com.vn

Trụ sở: Tầng 5, Time Tower – tòa nhà HACCI, Lô đấ 2.6

Lê Văn Lương, Thanh Xuân, Hà Nội

Tel: (04) 7304 7304

Fax: (04) 6262 0656

Website: www.dnse.com.vn

## 1. CƠ SỞ KHUYẾN NGHỊ

Với thời hạn đầu tư dài hạn (>12 tháng), DNSE Research đưa ra khuyến nghị MUA, NẮM GIỮ hoặc BÁN dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của các cổ phiếu so sánh với tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường là 16% (\*).

Khuyến nghị MUA khi cổ phiếu dự kiến sẽ tăng tuyệt đối từ 16% trở lên, khuyến nghị BÁN khi cổ phiếu dự kiến giảm từ 8% trở lên và khuyến nghị NẮM GIỮ khi tỷ lệ sinh lợi dự kiến trong khoảng -8% đến 16%.

*\* Tỷ lệ sinh lời yêu cầu của thị trường được tính toán dựa trên lợi tức trái phiếu Chính phủ 1 năm và phần bù rủi ro thị trường sử dụng phương pháp độ lệch chuẩn của thị trường cổ phiếu.*

## 2. TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin trong báo cáo này được Công ty Cổ phần chứng khoán Đại Nam đưa ra dựa trên nguồn thông tin mà chúng tôi coi là đáng tin cậy. Tuy nhiên, DNSE không đảm bảo tính chính xác, đầy đủ và cập nhật của những thông tin này.

Các nhận định được đưa ra trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích. Các nhà đầu tư sử dụng báo cáo này như nguồn tư liệu tham khảo tự chịu trách nhiệm cho quyết định đầu tư của mình.