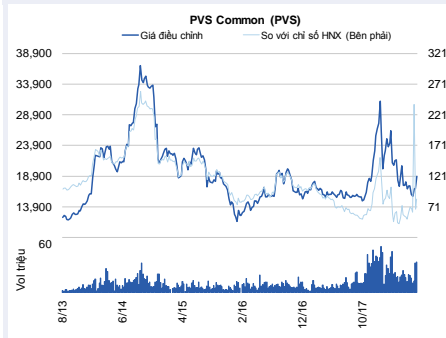


Biểu đồ giá

Thông tin cổ phiếu vào ngày 7/8/2018

Giá cổ phiếu (đồng)	18,400
Số lượng CP niêm yết hiện tại (triệu cp)	447
Số lượng CP đang lưu hành (triệu cp)	447
Giá cao nhất trong 52 tuần (đồng)	31,264
Giá thấp nhất trong 52 tuần (đồng)	14,850
Thay đổi giá trong 3 tháng	14.9%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-4%
Thay đổi giá trong 12 tháng	7.8%
Khối lượng CP giao dịch tự do	223
GTGD (triệu đồng) (GTTB trong 5 ngày giao dịch gần nhất)	177,845
GT Vốn hóa thị trường (triệu đồng)	8,219,288
GT vốn hóa thị trường (triệu USD)	353
Số lượng được phép sở hữu	219
Số lượng còn được phép mua	134
% sở hữu nước ngoài	18.9%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%

Biểu đồ P/E


Chuyên viên phân tích cấp cao
 Vũ Việt Linh
 linh.vviet@hsc.com.vn

Tổng quan tài chính	12-16A	12-17F	12-18F	12-19F
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	18,720	16,812	14,714	19,850
Tăng trưởng doanh thu thuần	(19.9%)	(10.2%)	(12.5%)	34.9%
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	775	809	812	1,533
Tăng trưởng lợi nhuận gộp	(63.8%)	4.4%	0.4%	88.9%
EBITDA (tỷ đồng)	971	691	879	1,329
Tăng trưởng EBITDA	(54.0%)	(28.8%)	27.2%	51.1%
LNST (tỷ đồng)	859	782	718	1,248
Tăng trưởng LNST	(41.5%)	(9.0%)	(8.1%)	73.7%
LNST của cổ đông cty mẹ (tỷ đồng)	987	800	736	1,278
Tăng trưởng LNST của cổ đông cty mẹ	(33.8%)	(18.9%)	(8.1%)	73.7%
EPS (đồng)	2,210	1,792	1,647	2,861
EPS pha loãng (đồng)	2,210	1,792	1,647	2,861
Tăng trưởng EPS	(33.8%)	(18.9%)	(8.1%)	73.7%
P/E (lần)	7.0	10.3	11.2	6.4
P/E pha loãng (lần)	7.0	10.3	11.2	6.4
EV/EBITDA (lần)	2.72	5.23	3.57	2.62
P/B (lần)	0.68	0.76	0.65	0.62

Nguồn: Dữ liệu công ty; (F): HSC dự báo

- KQKD 6 tháng đầu năm của PVS không nhiều khả quan với doanh thu đạt 7.629 tỷ đồng (giảm 1% so với cùng kỳ) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 322 tỷ đồng (giảm 43% so với cùng kỳ).
- Chi phí cao phát sinh từ việc ngừng hoạt động mảng ROV là lý do chính khiến LNST của cổ đông công ty mẹ giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm 2018.
- Triển vọng dự án khả quan cho dù không có dự án Cá Rồng Đỏ.
- Tàu FPSO Lam Sơn hiện vẫn hoạt động với giá thuê tàu tạm thời và ở mức khá thấp nên sẽ không đóng góp lợi nhuận đáng kể trong năm 2018.
- HSC dự báo dự báo trong năm 2018, PVS đạt doanh thu 14.714 tỷ đồng (giảm 12% so với năm 2017) và LNST đạt 736 tỷ đồng (giảm 8% so với năm 2017).
- EPS dự phóng 2018 là 1.647 đồng (giảm 8%), tương đương P/E dự phóng 11,2 lần ở thị giá hiện tại.
- Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 27.700 đồng, tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 9,7 lần.
- Tiếp tục đánh giá Mua vào.

KQKD 6T đầu năm của PVS

	6T/2018	6T/2017	y/y %	Kế hoạch năm 2018	% hoàn thành
Doanh thu thuần	7,629,046	7,687,435	-0.8%	13,000,000	58.7%
Giá vốn hàng bán	(7,246,078)	(6,998,171)	3.5%		
Lợi nhuận gộp	382,969	689,265	-44.4%		
Thu nhập tài chính	166,493	137,994	20.7%		
Chi phí tài chính	28,272	47,727	-40.8%		
Lợi nhuận từ công ty liên kết	137,472	352,131	-61.0%		
Chi phí bán hàng	(42,835)	(39,245)	9.1%		
Chi phí quản lý	(281,610)	(314,203)	-10.4%		
Lợi nhuận hoạt động	334,216	778,214	-57.1%		
Lợi nhuận khác	7,796	2,566	203.9%		
LNTT	342,012	780,780	-56.2%		
LNST	212,661	642,822	-66.9%		
LNST của cổ đông công ty mẹ	322,293	565,425	-43.0%	560,000	57.6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.0%	9.0%			
Tỷ suất LNTT	4.5%	10.2%			
Tỷ suất LNST	4.2%	7.4%			
Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu	-0.6%	-0.5%			
Tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu	-3.7%	-4.1%			

Nguồn: Dữ liệu công ty

PVS (Mua vào) đã công bố KQKD 6 tháng đầu năm chưa soát xét với doanh thu đạt 7.629 tỷ đồng (giảm 1% so với cùng kỳ) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 322 tỷ đồng (giảm 43% so với cùng kỳ). Kết quả trên hoàn thành 59% kế hoạch doanh thu là 13.000 tỷ đồng và 58% kế hoạch LNST của cổ đông công ty mẹ là 560 tỷ đồng đề ra cho cả năm. Chi phí cao phát sinh từ việc ngừng hoạt động mảng ROV là lý do chính khiến LNST của cổ đông công ty mẹ giảm mạnh trong 6 tháng đầu năm 2018.

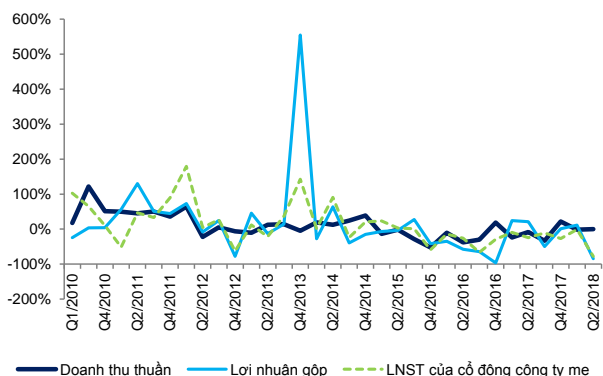
KQKD 6 tháng đầu năm của PVS không nhiều khả quan. Tuy nhiên, triển vọng tăng trưởng trong năm sau là rất lớn. Tiếp tục duy trì đánh giá Mua vào.

Kết luận nhanh. Duy trì đánh giá Mua vào. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu PVS là 27.700 đồng, tương đương P/E dự phóng năm 2019 là 9,7 lần. HSC dự báo LNST của cổ đông công ty mẹ giảm 8% trong năm nay nhưng sẽ tăng trưởng 74% trong năm sau. Doanh thu 6 tháng đầu năm thấp hơn kỳ vọng mặc dù có sự cải thiện mạnh của các mảng như dịch vụ cơ khí & xây lắp (tăng 40%), căn cứ cảng (tăng 16%), dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (tăng 39%). Việc tập trung giải thể mảng ROV đã ảnh hưởng đến doanh thu lợi nhuận trong nửa đầu năm 2018; nhưng chúng tôi coi đây là thông tin tích cực vì mảng này đã phát sinh lỗ trong nhiều năm. Trong khi đó chúng tôi cũng kỳ vọng PVS sẽ được đền bù hoàn toàn cho phần công việc đã thực hiện tại dự án Cá Rồng Đỏ cho đến thời điểm xảy ra sự kiện bất khả kháng. Triển vọng dài hạn vẫn rất tích cực nhờ với giá dầu tăng sẽ thúc đẩy nhu cầu sản phẩm dầu khí nội địa lên cao và hoạt động thăm dò khai thác dầu khí sẽ bắt đầu mở rộng đáng kể. PVS cũng có nhiều dự án đã được lên kế hoạch trong dài hạn.

LNST của cổ đông công ty mẹ 6 tháng đầu năm giảm 1% so với cùng kỳ xuống còn 7.629 tỷ đồng, do doanh thu mảng ROV giảm mạnh đã triệt tiêu sự tăng trưởng ở các mảng khác như dịch vụ cơ khí & xây lắp, căn cứ cảng, dịch vụ vận hành và bảo dưỡng. Cơ cấu doanh thu cụ thể như sau:

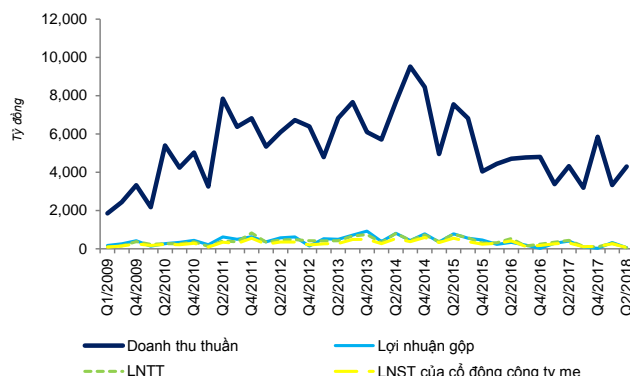
Doanh thu dịch vụ tàu chuyên dụng giảm 18% so với cùng kỳ - Doanh thu thuần dịch vụ tàu chuyên dụng giảm 18% so với cùng kỳ và đạt 89 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp đạt 69 tỷ đồng (giảm 22% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận đạt 8%; giảm từ mức 9% trong 6 tháng đầu năm 2017. Mặc dù giá dầu đã tăng mạnh trong những tháng gần đây, nhu cầu thuê tàu hỗ trợ ngoài khơi vẫn tăng chậm, từ đó làm giảm tỷ suất lợi nhuận gộp. Ở mảng này, PVS cho thuê tàu dùng để vận chuyển hàng hóa và thiết bị, lai đất, cứu hộ cứu nạn ngoài khơi cũng như cung cấp dịch vụ an ninh mỏ cho các nhà thầu dầu khí. Khoảng 90% khối lượng công việc của các tàu chuyên dụng liên quan đến hoạt động thăm dò và phát triển mỏ dầu.

PVS - Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

PVS - Doanh thu và lợi nhuận theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

Doanh thu mảng cung cấp tàu FSO/FPSO giảm 57% so với cùng kỳ - Doanh thu thuần mảng cung cấp tàu FSO/FPSO đạt 866 tỷ đồng (giảm 57% so với cùng kỳ) và lợi nhuận gộp đạt 77 tỷ đồng (tăng 10% so với cùng kỳ). Tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 9%; cao hơn mức 3% trong 6 tháng đầu năm 2017. Doanh thu giảm do giá cho thuê tàu FPSO Lam Sơn giảm 60% so với cùng kỳ và tàu FSO Biển Đông giảm 58% so với cùng kỳ. Ở mảng này, PVS cung cấp 2 loại dịch vụ:

1. Thuê lại tàu FSO Biển Đông và FPSO Lam Sơn theo hợp đồng thuê tàu trần từ PTSC AP (liên doanh theo tỷ lệ 51:49 giữa PVS và Yinson Holdings) và cho các đơn vị khai thác dầu ngoài khơi (PVEP và Biển Đông JOC) thuê lại theo hợp đồng thuê tàu định hạn. Trong đó:
 - a. Giá cho thuê tàu định hạn của PVS = giá thuê tàu trần + phí dịch vụ vận hành & quản lý tàu (hiện do PPS – một công ty con của PVS đảm nhiệm).
 - b. Theo đó, trong khi PVS hạch toán doanh thu từ cho thuê định hạn tàu FSO Biển Đông và FPSO Lam Sơn vào doanh thu hợp nhất, thì lợi nhuận gộp hợp nhất lại chỉ gồm phần liên quan đến dịch vụ vận hành và quản lý đối với 2 tàu này. Chi phí thuê tàu trần đối với tàu FSO Biển Đông và FPSO Lam Sơn được hạch toán vào giá vốn hàng bán hợp nhất của PVS.
2. Cung cấp dịch vụ vận hành và quản lý cho tàu FSO Orkid, FSO MV12 và FPSO Ruby.

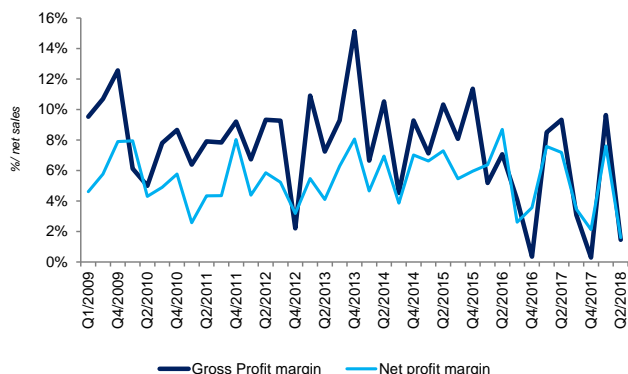
Theo đó lợi nhuận gộp chỉ đến từ hoạt động vận hành và bảo dưỡng tàu FPSO/ FSO và lợi nhuận này ổn định trong vài năm qua.

Doanh thu mảng dịch vụ ROV giảm 50% so với cùng kỳ - Doanh thu thuần mảng dịch vụ ROV đạt 290 tỷ đồng (giảm 50% so với cùng kỳ) và lỗ gộp 256 tỷ đồng (6 tháng đầu năm 2017 lãi gộp 122 tỷ đồng) với tỷ suất lợi nhuận gộp là âm 88% (trong 6 tháng đầu năm 2017 tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 21%). Do thiếu cơ hội trong nước, nên PVS đã phải tìm kiếm việc ở các thị trường nước ngoài như Myanmar và Malaysia. Theo đó chi phí phát sinh cao hơn và phí dịch vụ thấp hơn do phải cạnh tranh với các doanh nghiệp nước ngoài.

Doanh thu mảng dịch vụ cơ khí & xây lắp (M&C) tăng 40% so với cùng kỳ - Doanh thu thuần mảng M&C đạt 4.154 tỷ đồng (40% so với cùng kỳ). Lợi nhuận gộp đạt 332 tỷ đồng (tăng 80% so với cùng kỳ) với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 8%; cao hơn mức 6% trong 6 tháng đầu năm 2017.

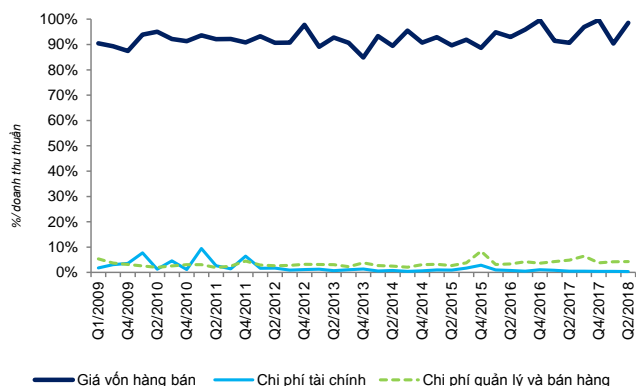
Mảng dịch vụ cơ khí & xây lắp đạt kết quả khả quan chủ yếu nhờ doanh thu đáng kể từ dự án Cá Rồng Đỏ (có tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 700 triệu USD) và nhờ dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (có tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 600 triệu USD) được khởi động. Tuy nhiên vào cuối tháng 3/2018, dự án Cá Rồng Đỏ đã ngừng lại do một sự kiện bất khả kháng.

PVS - Tỷ suất LN gộp và tỷ suất LNST



Nguồn: Dữ liệu công ty

PVS - Giá vốn hàng bán, chi phí quản lý & bán hàng và chi phí tài chính/ doanh thu theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

Trong khi vẫn chưa có ngày khởi động lại dự án này, thì PVS (tổng thầu EPC) theo luật được bồi thường toàn bộ phần công việc đã thực hiện.

Bên cạnh 2 dự án trên, PVS còn đang có việc ở 2 dự án lớn khác trên đất liền với tư cách là tổng thầu EPC là dự án nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 (có tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 250 triệu USD) và dự án nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1 (có tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 250 triệu USD).

Tại thời điểm cuối tháng 6 năm 2018, chúng tôi được biết thông tin về các dự án lớn do PVS làm tổng thầu EPC gồm:

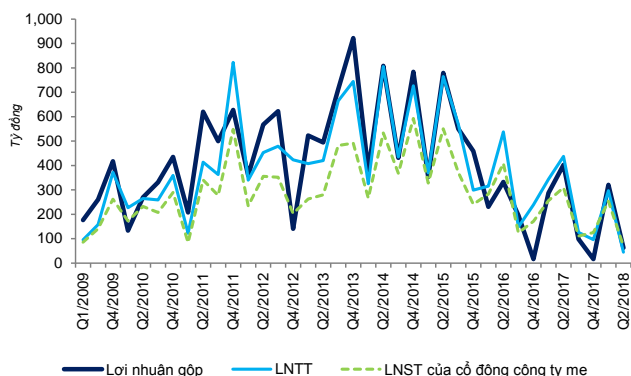
- **Dự án Cá Rồng Đỏ** - Thời gian hoàn thành dự kiến là Q4/2019. Tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 700 triệu USD. Tỷ lệ hoàn thành: 25%. Dự án này hiện đang tạm ngưng.
- **Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt**: Thời gian hoàn thành dự kiến là Q2/2020. Tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 600 triệu USD. Tỷ lệ hoàn thành: 10%.
- **Dự án nhà máy nhiệt điện Long Phú 1**: Thời gian hoàn thành dự kiến là Q4/2019. Tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 250 triệu USD. Tỷ lệ hoàn thành: 30%.
- **Dự án nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1**; Thời gian hoàn thành dự kiến là Q1/2020. Tổng giá trị hợp đồng xấp xỉ 250 triệu USD. Tỷ lệ hoàn thành: 25%.

Doanh thu mảng dịch vụ căn cứ cảng tăng 16% so với cùng kỳ - Doanh thu thuần mảng dịch vụ căn cứ cảng đạt 709 tỷ đồng (tăng 16% so với cùng kỳ). Lợi nhuận gộp đạt 136 tỷ đồng (giảm 12% so với cùng kỳ) với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 15%; thấp hơn so với mức 25% trong 6 tháng đầu năm 2017. PVS có 8 căn cứ cảng, chủ yếu cung cấp dịch vụ logistic cho các nhà thầu thăm dò dầu khí tại Việt Nam. Doanh thu mảng này ổn định hơn và ít chịu tác động của giá dầu hơn so với các mảng khác.

Doanh thu mảng dịch vụ vận hành và bảo dưỡng tăng 39% so với cùng kỳ – Mảng dịch vụ vận hành và bảo dưỡng đạt doanh thu thuần 518 tỷ đồng (tăng 39% so với cùng kỳ) và lợi nhuận gộp đạt 21 tỷ đồng (giảm 37% so với cùng kỳ). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp là 4%, giảm từ mức 9% trong 6 tháng đầu năm 2017. Lợi nhuận của mảng này tiếp tục chịu ảnh hưởng của xu hướng chậm triển khai các hoạt động thăm dò khai thác dầu khí tại Việt Nam và khu vực Đông Nam Á.

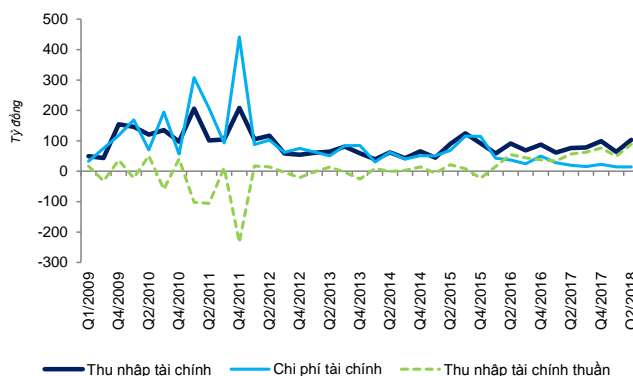
Chi phí bán hàng & quản lý giảm 8% so với cùng kỳ trong 6 tháng đầu năm 2018 – Chi phí bán hàng & quản lý 6 tháng đầu năm là 324 tỷ đồng (giảm 8% so với cùng kỳ), tương đương 4% doanh thu (tỷ lệ này là 5% trong 6 tháng đầu năm 2017).

PVS - Lợi nhuận theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

PVS - Thu nhập tài chính và chi phí tài chính theo quý



Nguồn: Dữ liệu công ty

Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết giảm 61% trong 6 tháng đầu năm 2018 do tàu Lam Sơn FPSO vẫn được thuê theo hợp đồng tạm thời và giá cho thuê tàu FSO Biển Đông trên hợp đồng giảm – PVS ghi nhận 137 tỷ đồng lợi nhuận từ các liên doanh (giảm 61% so với cùng kỳ). Đóng góp từ các công ty liên doanh liên kết giảm mạnh do hai yếu tố sau;

1. Mặc dù FPSO Lam Sơn vẫn được thuê theo hợp đồng tạm thời với PVEP với giá xấp xỉ 86.000 USD/ngày; thấp hơn 60% so với cùng kỳ năm 2017.
2. Phí thuê tàu đối với tàu FSO Biển Đông giảm từ khoảng 105.000 USD/ngày xuống 45.000 USD/ngày trong tháng 8/2017, vào thời điểm đầu năm thứ 5 trong kỳ hạn 10 năm cho thuê. Như vậy phí thuê tàu giảm 58%, nhiều hơn mức kỳ vọng là giảm 20% của chúng tôi.

LNST của cổ đông công ty mẹ 6 tháng đầu năm 2018 giảm 43% so với cùng kỳ do chi phí phát sinh từ việc ngừng mảng gây lỗ ROV – Doanh thu thuần (chưa soát xét) đạt 7.629 tỷ đồng (giảm 0,1% so với cùng kỳ) và LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 322 tỷ đồng (giảm 43% so với cùng kỳ). Kết quả trên hoàn thành 59% kế hoạch doanh thu là 13.000 tỷ đồng và 58% kế hoạch LNST của cổ đông công ty mẹ là 560 tỷ đồng đề ra cho cả năm.

Triển vọng dự án khả quan cho dù không có dự án Cá Rồng Đỏ - Việc không có dự án Cá Rồng Đỏ (tổng giá trị hợp đồng khoản 700 triệu USD) có thể sẽ làm giảm phần nào tiềm năng lợi nhuận của PVS trong tương lai nhưng triển vọng kinh doanh 3 năm tới vẫn rất tích cực nhờ khả năng khởi động các dự án lớn như:

- Lô B – Ô Môn (giá trị hợp đồng xấp xỉ 1,2 tỷ USD).
- Sử Tử Trắng giai đoạn 2 (giá trị hợp đồng xấp xỉ 500 triệu USD).
- Tổ hợp hóa dầu Long Sơn (chưa công bố giá trị hợp đồng).
- Dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Bình Sơn (chưa công bố giá trị hợp đồng).

Tàu FPSO Lam Sơn hiện vẫn hoạt động với giá thuê tàu tạm thời và ở mức khá thấp nên sẽ không đóng góp lợi nhuận đáng kể trong năm 2018. Tuy nhiên, FPSO Lam Sơn dự kiến sẽ được áp dụng giá thuê chính thức cao hơn trong năm 2019, đặc biệt trong bối cảnh triển vọng giá dầu thế giới trong trung hạn khả quan hơn. Chúng tôi đặc biệt lạc quan đối với hoạt động cung cấp tàu FPSO của PVS nhờ tính chất dài hạn và ổn định của mảng kinh doanh này.

Việc nhanh chóng phát triển các mỏ dầu và khí mới hiện được xem là bắt buộc đối với Việt Nam để bù đắp cho sản lượng suy giảm ở các mỏ hiện tại. Cụ thể, nhu cầu khí khô trong nước có thể tăng 20%/ năm từ năm 2021 sau khi hai nhà máy nhiệt điện chạy khí lớn là Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 đi vào hoạt động. Với giá dầu hiện tại đã cao hơn nhiều so với mức hòa vốn bình quân của Việt Nam, là 55 USD/thùng, chúng tôi dự báo hoạt động

thăm dò sẽ sớm phục hồi và tiến độ triển khai các dự án chủ chốt của PVS như Lô B – Ô Môn và Sư Tử Trắng giai đoạn 2 nhiều khả năng sẽ được đẩy nhanh hơn.

PVS có tình hình tài chính rất tốt, với dư tiền mặt lớn (chiếm 35% tổng tài sản), vay nợ thấp (tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu là 0,1 lần) và thanh khoản tài chính cao (hệ số thanh toán hiện tại là 1,8 lần).

Chúng tôi tin rằng rủi ro lớn đặt ra cho công ty là các sự kiện địa chính trị có thể làm giảm tiến độ triển khai các dự án chủ chốt hiện tại. Bên cạnh đó, giá dầu thường dễ biến động, nếu trong tương lai giá dầu giảm mạnh tương tự như trong giai đoạn 2014-2016 thì hoạt động của PVS có thể bị ảnh hưởng đáng kể.

Dự báo năm 2018

HSC dự báo LNST của cổ đông công ty mẹ năm 2018 giảm 8% so với năm 2017 – Trong mô hình của mình, chúng tôi dự báo trong năm 2018, PVS đạt doanh thu 14.714 tỷ đồng (giảm 12% so với năm 2017) và LNST đạt 736 tỷ đồng (giảm 8% so với năm 2017). Dự báo của chúng tôi dựa trên những giả định sau:

Chúng tôi dự báo giá dầu **Brent bình quân là 70 USD/thùng (tăng 27%) và giá dầu WTI là 65 USD/thùng**.

Chúng tôi dự báo doanh thu của mảng tàu chuyên dụng đạt 2.089 tỷ đồng (tăng trưởng 2%). Lợi nhuận gộp dự báo đạt 188 tỷ đồng (tăng trưởng 2%). Tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp là 9% (xấp xỉ năm 2017). Mảng này dự báo sẽ phục hồi dần nhờ hoạt động thăm dò được kỳ vọng sẽ sôi động trở lại từ cuối năm 2018.

Chúng tôi dự báo doanh thu của mảng cung cấp tàu FSO/ FPSO là 1.782 tỷ đồng (giảm 40% so với năm 2017). Lợi nhuận gộp dự báo là 152 tỷ đồng (tăng trưởng 14%). Theo đó tỷ suất lợi nhuận gộp là 9% (năm 2017 là 4,5%). Doanh thu giảm (do giá thuê định hạn của tàu FPSO Lam Sơn và tàu FSO Biển Đông giảm) sẽ giúp biên lợi nhuận gộp tăng một cách kỹ thuật trong năm 2018 (do doanh thu giảm nhưng lợi nhuận gộp vẫn ổn định).

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng dịch vụ ROV là 422 tỷ đồng (giảm 60% với năm 2017). Lỗ gộp dự báo ở mức 401 tỷ đồng, so với mức lỗ gộp 106,7 tỷ đồng trong năm 2017. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp là -95% (năm 2017 là -9,7%). PVS sẽ dừng hoạt động ở mảng này vào cuối năm nay nên chúng tôi dự báo mảng ROV sẽ phát sinh lỗ lớn từ chi phí ngừng hoạt động.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng dịch vụ cơ khí và xây lắp đạt 7.951 tỷ đồng (giảm 4% so với năm 2017). Lợi nhuận gộp dự báo là 477 tỷ đồng (tăng trưởng 201%). Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp là 6% (năm 2017 là 2,2%).

- Các dự án ngoài khơi lớn như Sao Vàng Đại Nguyệt, và Block B - Ô Môn đã được khởi động và dự kiến sẽ giúp cải thiện đáng kể tỷ suất lợi nhuận của mảng này trong năm nay. Thông thường, các dự án ngoài khơi cho tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn rất nhiều, là 6-8% so với mức 2-3% của các dự án trên bờ.
- Trong năm 2016 và 2017, phần lớn các dự án EPC của PVS đều là trên bờ như nhà máy Bio-Ethanol Dung Quất (đã hoàn thiện 100%), nhà máy nhiệt điện Long Phú (hoàn thành 15% vào cuối năm 2017), nhà máy nhiệt điện Sông Hậu (hoàn thành 15% vào cuối năm 2017), nhà máy NPK/NH3 Đạm Phú Mỹ, và nhà máy chế biến khí Cà Mau (đã hoàn thiện 100%).
- Trong năm 2018, chúng tôi dự báo dự án ngoài khơi Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ đóng góp khoảng 175 triệu USD doanh thu (dự án đã hoàn thành khoảng 25%). Trong khi đó, các dự án trên bờ như nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 và Sông Hậu 1 dự báo sẽ đóng góp tổng cộng khoảng 140 triệu USD cho mảng này (hai dự án đều được dự tính sẽ hoàn thành khoảng 45% vào cuối năm 2018).

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng dịch vụ căn cứ cảng đạt 1.321 tỷ đồng (giảm 2% so với năm 2017). Lợi nhuận gộp dự báo đạt 341 tỷ đồng (tăng trưởng 5%). Tương đương với tỷ suất lợi

nhuận là 26% (năm 2017 là 24%). Do PVS chủ yếu cung cấp dịch vụ cho các nhà thầu thăm dò, chúng tôi dự báo mảng này sẽ phục hồi cùng với sự gia tăng của các hoạt động thương mại.

Chúng tôi dự báo doanh thu của mảng vận hành & bảo dưỡng đạt 819 tỷ đồng (tăng trưởng 10%). Lợi nhuận gộp dự báo đạt 49 tỷ đồng (giảm 25% so với năm 2017). Tương đương tỷ suất lợi nhuận gộp là 6% (năm 2017 là 9%). Mặc dù nhu cầu đã tăng trở lại, phí dịch vụ hiện vẫn ở mức thấp và cần thời gian để tăng dần trở lại.

Chi phí bán hàng và quản lý dự báo là 618 tỷ đồng (giảm 21% so với năm 2017), chiếm 4% tổng doanh thu (năm 2017 là 5% tổng doanh thu). PVS dự kiến sẽ thực hiện một số biện pháp cắt giảm chi phí để giảm chi phí quản lý trong năm 2018.

Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết dự báo đạt 282 tỷ đồng (giảm 39% so với năm 2017). Do giá thuê định hạn của tàu FPSO Lam Sơn thấp (giảm từ 200.000 USD/ngày xuống 85.000 USD/ngày) và giá thuê tàu FSO Biển Đông cũng giảm (từ 105.000 USD/ngày xuống 75.000 USD/ngày), nên đóng góp lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết dự báo sẽ giảm trong năm 2018. Mặc dù vậy, nhờ giá dầu phục hồi, PVS vẫn đang đàm phán với PVEP về việc điều chỉnh tăng giá thuê tàu FPSO Lam Sơn. Vẫn chưa có kết quả đàm phán cuối cùng, và chúng tôi sẽ điều chỉnh dự báo của mình về lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết nếu đàm phán đạt được kết quả như mong muốn.

Từ những giả định trên, EPS dự phóng 2018 là 1.647 đồng (giảm 8%), tương đương P/E dự phóng 11,2 lần ở thị giá hiện tại. Đây không phải là mức định giá rẻ nếu chỉ dựa trên triển vọng của năm 2018.

Dự báo năm 2019

Tuy nhiên, trong năm 2019, chúng tôi dự báo KQKD của PVS sẽ phục hồi đáng kể với LNST của cổ đông công ty mẹ tăng trưởng mạnh 74%. Tổng doanh thu dự báo sẽ tăng trưởng 35% đạt 19.850 tỷ đồng và LNST của cổ đông công ty mẹ tăng trưởng 74% đạt 1.278 tỷ đồng. Các giả định chính của chúng tôi gồm:

- Giá dầu Brent tiếp tục tăng lên bình quân 70 USD/thùng (tăng 27%) và dầu là WTI là 65 USD/thùng.
- PVS không còn nghi ngại từ mảng ROV vốn là gánh nặng trong những năm gần đây.
- Nhu cầu đối với các dịch vụ dầu khí tăng trong xu hướng giá dầu tiếp tục tăng và giúp thúc đẩy lợi nhuận của PVS, đặc biệt là hoạt động của các tàu hỗ trợ ngoài khơi.
- Quá trình triển khai dự án Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ bước vào giai đoạn tập trung nhất trong năm 2019 và tiếp tục đóng góp lợi nhuận tốt cho PVS. Chúng tôi dự báo riêng dự án này sẽ đóng góp 40% lợi nhuận gộp năm 2019 của PVS.
- Dự án Lô B – Ô Môn (với giá trị hợp đồng khoảng 1,2 tỷ USD) và Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (giá trị hợp đồng khoảng 500 triệu USD) có thể sẽ được triển khai trong năm 2019.
- Tàu FPSO Lam Sơn dự kiến sẽ được nhận mức giá thuê cao hơn từ năm 2019 sau khi giá thuê tạm thời hết hiệu lực vào cuối năm nay.

Từ những giả định trên, EPS dự phóng 2019 là 2.861 đồng (tăng 74%), tương đương P/E dự phóng 6,4 lần ở thị giá hiện tại, là mức định giá hấp dẫn với các NĐT giá trị.

Kết luận đầu tư

Tiếp tục đánh giá Mua vào. Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu là 27.700 đồng, tương đương P/E dự phóng năm 2018 là 9,7 lần. Chúng tôi tin rằng các công ty cung cấp dịch vụ dầu mỏ chuyên về mảng cơ khí xây lắp và các dịch vụ dưới biển như PVS sẽ hưởng lợi sớm nhất từ xu hướng tăng của giá dầu. Với một số dự án lớn như Sao Vàng Đại Nguyệt, Sư Tử Trắng 2, Lô B – Ô Môn và có thể là dự án Cá Voi Xanh, triển vọng của PVS trong giai đoạn 2018-2020 thực sự rất khả quan. Bên cạnh đó, giá cổ phiếu đã điều chỉnh mạnh trong những tháng gần đây và hiện cho thấy mức định giá hấp dẫn cho đầu tư.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các 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 HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC 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 sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC 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 mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC 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. Báo cáo này 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. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy 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 HSC. Khi sử dụng các nội dung đã được HSC chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.

GIẢI THÍCH CÁC MỨC ĐÁNH GIÁ CỔ PHIẾU

- MUA: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung trên 10%/năm
- KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích vượt thị trường chung 10%/năm
- GIỮ: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích bằng với thị trường chung
- KÉM KHẢ QUAN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung 10%/năm
- BÁN: Kỳ vọng giá cổ phiếu sẽ có thành tích kém hơn thị trường chung trên 10%/năm



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T : (+84 28) 3823 3299
F : (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn