



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

Nội lực vững vàng – Tiềm năng lâu dài

- **Cảng và cơ khí/xây lắp – trụ đỡ chính của doanh nghiệp**
- **Dịch vụ tàu chuyên dụng và FSO/FPST – tiếp tục đối mặt với những khó khăn từ giá dầu thấp**
- **Khảo sát – gánh nặng về chi phí cho hoạt động kinh doanh của PVS**
- **Tình hình tài chính lành mạnh là điểm cộng**
- **Liệu PVS có thực sự bị định giá thấp trong ngành dầu khí?**

Quan điểm và định giá:

Với xu hướng giá dầu thô thế giới tiếp tục duy trì ở vùng giá thấp, PVS vẫn sẽ phải chịu những tác động không tốt đến KQKD, đặc biệt với các mảng như tàu dịch vụ, FSO/FPST và dịch vụ khảo sát. Điều này đã được thể hiện khá rõ lên kết quả của doanh nghiệp trong năm 2015 và nhiều khả năng còn tiếp diễn trong năm 2016.

Chúng tôi kỳ vọng phân khúc cảng biển và cơ khí sẽ là hoạt động trụ cột đem về lợi nhuận cũng như dòng tiền cho doanh nghiệp với công việc từ các dự án xây lắp trên bờ và tăng trưởng trong hoạt động giao thương tại cảng. Năm 2016, doanh thu và lợi nhuận ước đạt lần lượt 19.705 tỷ đồng (-15,7% yoy) và 1.110 tỷ đồng (-25,6% yoy). Dù rủi ro hệ thống còn ở mức cao, một điểm cộng tích cực đối với PVS là tình hình tài chính của doanh nghiệp khá an toàn và ổn định cùng với tỷ lệ nợ vay ở mức rất thấp. Yếu tố này sẽ là tấm đệm hỗ trợ cho doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn. Ngoài ra, cổ tức đều đặn cũng là một điểm đáng chú ý khi PVS vẫn duy trì chia cổ tức tiền mặt hàng năm (~12% mệnh giá).

Sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B, mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVS được xác định ở mức **18.000 đồng/cp**, cao hơn giá hiện tại +16,9% (vào ngày 4/4/2016) với khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016F
Doanh thu thuần	25.418,5	31.516,2	23.363,6	19.704,5
% tăng trưởng	3,4%	24,0%	-25,9%	-15,7%
Lợi nhuận sau thuế	1.575,6	1.813,4	1.491,1	1.110,0
% tăng trưởng	40,9%	15,1%	-17,8%	-25,6%
Tỷ suất LNST (%)	6,2%	5,8%	6,4%	5,6%
ROA (%)	7,0%	7,2%	5,7%	4,4%
ROE (%)	21,7%	20,6%	15,2%	10,6%
EPS (VND)	3,683	4,060	3,036	2,485
EPS đ/ chỉnh (VND)	2,978	3,511	3,036	2,485
Giá trị sổ sách (VND)	18,516	20,935	22,890	24,175
Cổ tức tiền mặt (VND)	1,200	1,200	1,200	1,200
P/E (x)	5,1	6,3	5,5	6,2*
P/BV (x)	1,0	1,2	0,7	0,6*

Nguồn: Báo cáo tài chính PVS, Rong Viet tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 01/04/2016

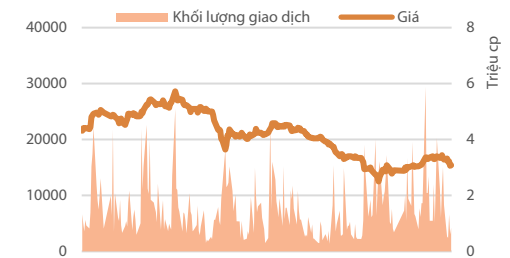
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	15.400
Giá mục tiêu (VND)	18.000

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	6.879
SLCPDLH (triệu cp)	447
Beta	0,88
Free Float (%)	19
Giá cao nhất 52 tuần	28.600
Giá thấp nhất 52 tuần	14.900
KLGD bình quân 20 phiên	2.123.983



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PVS	-7,8%	-24,9%	21,3%
Dầu khí	13,0%	-29,1%	-11,3%
HN30 Index	-1,4%	-8,2%	17,2%
HNX Index	-1,2%	-2,5%	27,6%

Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	51,38
Tổng cty tài chính cổ phần dầu khí Việt Nam	5,84
CTCP Tập đoàn Đại Dương	4,90
Vietnam Investment Property Holdings Ltd	3,88
Market Vector Vietnam ETF	3,87
Ngân hàng Thương mại TNHH MTV Đại Dương	3,63
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	25

Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1320

Kien.nt@vdsc.com.vn

Triển vọng thị trường dầu thô thế giới và tác động đến hoạt động của PVS

Có thể nói thị trường dầu khí thế giới nói chung và ngành dầu khí Việt Nam nói riêng đang trong giai đoạn khó khăn nhất của chu kỳ ngành khi giá dầu đang ở vùng ~USD40/thùng (Hình 1). Trong vòng 18 tháng trở lại đây, giá hợp đồng tương lai dầu thô Brent* đã giảm tới -56,6%, nguyên nhân chính đến từ tình trạng dư cung toàn cầu, sâu xa hơn là do sự bùng nổ trong hoạt động khai thác dầu đá phiến tại Mỹ.

(*): tất cả giá dầu đề cập trong bài viết là giá hợp đồng tương lai 1 tháng của dầu Brent.

Hình 1: Diễn biến giá dầu thô từ 2014 đến nay



Nguồn: Bloomberg

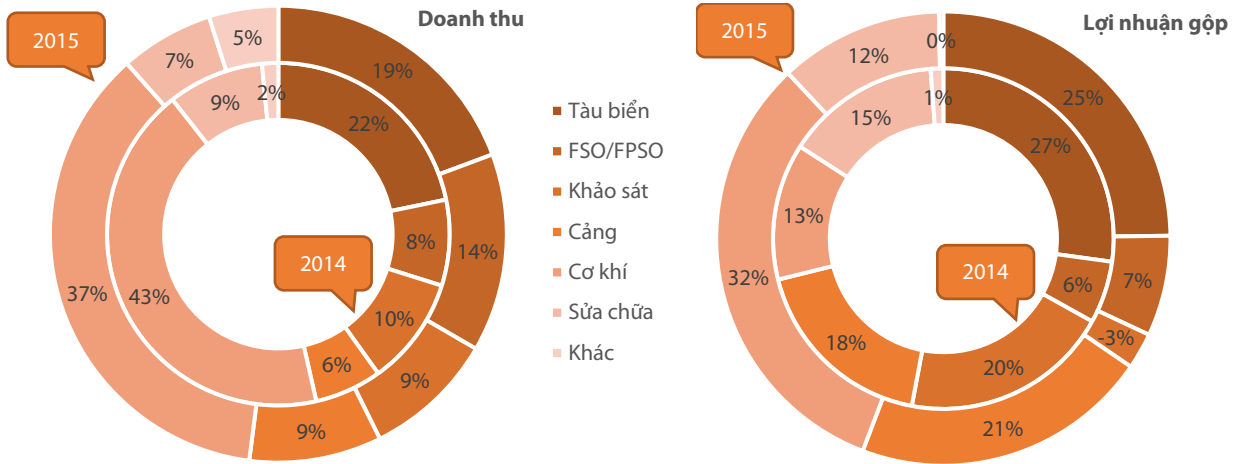
Trong năm 2016, chúng tôi nhận định Q1 có thể là thời điểm giá dầu thô thế giới tạo đáy và hồi phục trở lại, điều này sẽ giúp giảm đi sự bi quan của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí. Cho dù vậy, xác suất giá dầu tăng vượt mức 50\$/thùng không được chúng tôi đánh giá cao do tình trạng dư cung chưa được khắc phục triệt để. Về cơ bản, nhiều doanh nghiệp khai thác dầu đá phiến sẵn sàng tham gia lại thị trường khi giá dầu tăng vượt qua điểm hòa vốn. Do đó, chúng tôi sử dụng mức giá dầu trung bình năm 2016 vào ~USD40/thùng làm giả định cơ sở cho các đánh giá về triển vọng ngành nói chung và PVS nói riêng.

Là doanh nghiệp đầu ngành dịch vụ kỹ thuật dầu khí tại Việt Nam, PVS có 6 mảng kinh doanh chính gồm: (1) cảng; (2) cơ khí và xây lắp dầu khí (M&C); (3) tàu chuyên dụng; (4) kho nổi chứa và xử lý dầu thô (FSO/FPSO); (5) vận hành và bảo dưỡng (O&M); (6) khảo sát địa chất và sửa chữa công trình ngầm. Trong năm 2015, ảnh hưởng của giá dầu đã “quét” qua rất nhiều dịch vụ cốt lõi, đặc biệt là các mảng như tàu dịch vụ, khảo sát và dịch vụ xây lắp các công trình ngoài biển.

Trong năm 2015, doanh thu PVS sụt giảm mạnh tới 25,9% yoy, đạt mức 23.364 tỷ đồng. Điều này cũng kéo theo lợi nhuận sau thuế giảm 17,8% yoy, tương ứng 1.491 tỷ đồng. Mức giảm của lợi nhuận phần nào kém tiêu cực hơn so với doanh thu nhờ vào sự cải thiện trong biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp từ 7,8% vào năm 2014 lên 9,2% trong năm 2015. Về tỷ trọng cơ cấu doanh thu và lợi nhuận, mảng tàu biển và cơ khí vẫn có sự đóng góp lớn nhất cho PVS trong thời gian qua. Bên cạnh đó, chuyên viên ngành cũng đánh giá cao hiệu quả của mảng dịch vụ cảng khi đóng góp tới 21% lợi nhuận gộp mặc dù tỷ trọng trong doanh thu chỉ dừng ở mức ~9% trong năm 2015. Với triển vọng không lạc quan của ngành dầu khí, mảng duy nhất chịu gánh nặng lợi nhuận âm chính là dịch vụ khảo sát. Hoạt động cốt

lợi khác như FSO/FPSO hay dịch vụ sửa chữa vẫn duy trì mức lợi nhuận ổn định trong hai năm trở lại đây.

Hình 2: Sự thay đổi trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận của PVS



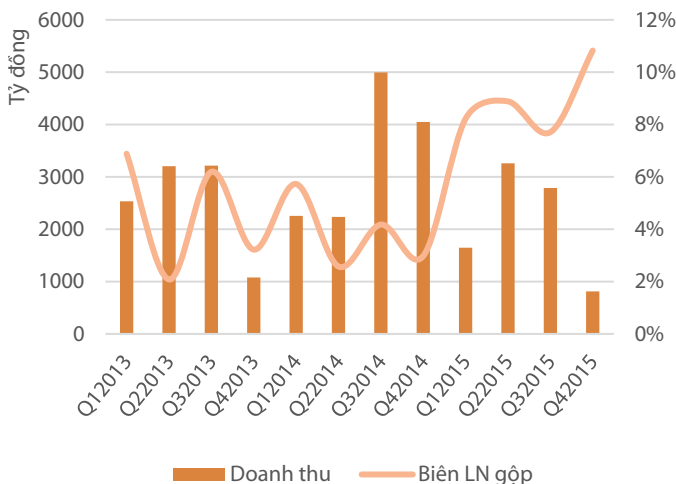
Nguồn: PVS

Sang năm 2016, chúng tôi kỳ vọng mảng cảng và xây lắp sẽ là trụ đỡ cho hoạt động kinh doanh của PVS trong khi các mảng còn lại vẫn còn dư âm tiêu cực của giá dầu thấp. Phân khúc FSO/FPSO với đặc thù kinh doanh ổn định sắp tới có thể bắt đầu chịu rủi ro do áp lực tài chính đối với các nhà thầu dầu khí đang ngày một tăng.

Cảng và cơ khí/xây lắp là trụ đỡ chính của doanh nghiệp

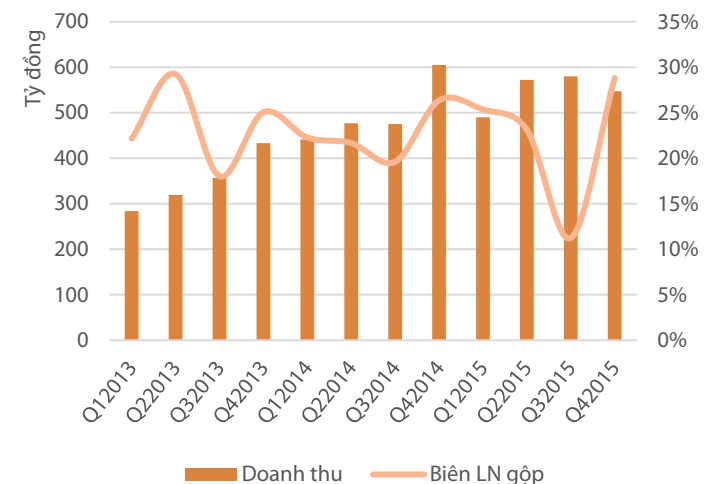
Trong năm 2015, phân khúc cảng và cơ khí dầu khí là hai mảng đóng góp tích cực nhất cho PVS về mặt lợi nhuận. Doanh thu hai mảng lần lượt đạt 2.190 tỷ đồng (+9,6% yoy) và 8.506 tỷ đồng (-37,2% yoy) với biên lợi nhuận gộp tương ứng là 21,9% và 8,6%. Trong đó, mặc dù mảng cơ khí có sự sụt giảm khá mạnh về doanh thu nhưng mức tăng trưởng về lợi nhuận gộp vẫn xấp xỉ 41,1%. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, biên lợi nhuận mảng cơ khí cải thiện nhờ tiết giảm được đáng kể dịch vụ thuê ngoài. Trong khi đó, biên lợi nhuận từ phân khúc cảng giảm nhẹ do năm 2015, công ty đã hoàn thành nhận chuyển nhượng cổ phần tại cảng Sơn Trà và bắt đầu ghi nhận đóng góp doanh thu từ cảng này.

Hình 3: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng cơ khí



Nguồn: PVS

Hình 4: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng cảng



Nguồn: PVS

Lợi thế hiếm có về cơ sở hạ tầng của mảng cảng

Hiện tại, PVS đang nắm quyền chi phối 8 căn cứ cảng dầu khí và tổng hợp trên khắp lãnh thổ Việt Nam. Đây được coi là lợi thế hiếm có của doanh nghiệp, đồng thời, chúng tôi đánh giá cao mảng cảng do sự ổn định trong nguồn doanh thu và lợi nhuận. Hơn nữa, tiềm năng tăng trưởng và cải thiện hiệu quả hoạt động của mảng này trong trung và dài hạn còn rất lớn (xem thêm ở **Hộp 1: Triển vọng tương lai các cảng của PVS**). Dù vậy, trong ngắn hạn, do đa số các cảng biển PVS sở hữu đang hỗ trợ cho hoạt động xây lắp và cơ khí dầu khí, mức tăng trưởng doanh thu trong năm 2016 được dự phóng khoảng 5,8%, tương ứng đạt ~2.318 tỷ đồng với biên lợi nhuận gộp dự kiến duy trì ở mức cao ~23%. Dự địa tăng trưởng trong trung hạn có thể đến từ 4/8 cảng (Phú Mỹ, Hòn La, Đình Vũ và Sơn Trà).

Bảng 1: Danh sách cảng biển do PVS quản lý

STT	Hạng mục	Địa điểm	Diện tích (ha)	Cầu cảng (m)	Trọng tải (DWT)	Phân loại
1	Cảng Hạ Lưu Vũng Tàu	Vũng Tàu	82,2	750	15.000	Chế tạo
2	Cảng Dịch vụ dầu khí tổng hợp Phú Mỹ	Vũng Tàu	26,5	385 x 27	70.000	Tổng hợp
3	Cảng Hòn La	Quảng Bình	8,8	215	20.000	Tổng hợp
4	Bến số 1 Cảng Dung Quất	Quảng Ngãi	4,2	215	50.000	Chế tạo
5	Cảng Nghi Sơn	Thanh Hóa	9,8	168 x 225	30.000	Chế tạo
6	Cảng Đình Vũ	Hải Phòng	13,9	250	20.000	Tổng hợp
7	Cảng Sơn Trà	Đà Nẵng	10,0	400	20.000	Tổng hợp
8	Cảng Sao Mai - Bến Đình	Vũng Tàu	163,0	-	-	Tổng hợp

Nguồn: PVS, Rongviet Research tổng hợp

Hộp 1: Triển vọng tương lai các cảng của PVS

Trong số 8 cảng đang hoạt động của PVS, cảng tại khu vực Vũng Tàu (cảng dịch vụ dầu khí tổng hợp Phú Mỹ, cảng Hạ Lưu Vũng Tàu) và cảng Dung Quất là những cảng đóng góp hơn 75% doanh thu cho phân khúc cảng. Hiện tại, sản lượng thông quan qua các cảng này đang đến giai đoạn bão hòa nên kỳ vọng về cơ hội tăng trưởng sẽ chỉ đến từ việc đầu tư mở rộng cơ sở hạ tầng tại khu vực cảng đang hoạt động gồm dự án Nhập khẩu khí LNG của PV Gas và nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất. Theo lộ trình được biết, cơ hội cho HCKD chuyển biến tích cực ở các cảng này còn khá xa (2018-2020). Tương tự, trong ba cảng chế tạo của PVS thì **cảng Nghi Sơn** đang phục vụ cho công việc xây dựng nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn. Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn dự kiến hoàn thành trong năm 2017 sẽ tạo ưu thế về tăng trưởng cho PVS đối với cảng này nhờ phục vụ cho hoạt động công nghiệp lọc hóa dầu và xi măng.

Bảng 2: Số liệu thông quan cảng Phú Mỹ

Năm	Hàng hóa thông quan (x1.000 tấn)			
	Số lượt tàu	Nhập khẩu	Xuất khẩu	Trong nước
2014	419	4.156	223	1.191
2013	458	3.589	117	1.079
2012	417	3.256	143	1.285
2011	461	3.295	77	1.204
2010	487	3.780	49	1.384

Nguồn: VPA

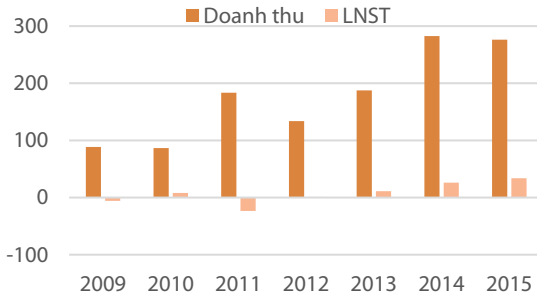
Đối với các cảng còn lại, trong Q3/2015, PVS đã hoàn tất việc mua lại và chi phối cảng Sơn Trà và cảng Đình Vũ (PSP-Upcom), trong đó, chúng tôi đánh giá cao khả năng tăng trưởng của cảng Đình Vũ trong khi chưa đặt nhiều kỳ vọng vào cảng Sơn Trà. Cụ thể, Cảng Đình Vũ đang nằm trên nhiều trục giao thông quan trọng như Đường sắt Hà Nội – Hải Phòng, đường đến sân bay Cát Bi hay tứ giác phát triển kinh tế Bắc Bộ (Hà Nội – Hải Phòng – Quảng Ninh – Lạng Sơn). Điều này giúp Cảng Đình Vũ có ưu thế cạnh tranh cao về logistic và cảng biển chưa kể cơ hội đến từ việc mở rộng khu công nghiệp Đình Vũ (dự kiến hoàn thành năm 2017). Theo số liệu thông quan cảng PTSC Đình Vũ, hoạt động tàu và hàng hóa thông quan liên tục có sự tăng trưởng tích cực. Bên cạnh đó, với thời gian đầu tư và xây dựng cơ sở hạ tầng đã lâu (từ năm 2008 và chính thức hoạt động vào tháng 7/2009), Cảng Đình Vũ đã bước vào giai đoạn trưởng thành với các hoạt động kinh doanh cốt lõi ổn định. Có thể nhận thấy điều đó trong KQKD năm 2015 của PSP với sự bứt phá của lợi nhuận sau thuế đạt 33,8 tỷ đồng (+29,8% so với cùng kỳ). Ngoài ra, hoạt động mở rộng đầu tư cảng Đình Vũ đã và đang được PVS thực hiện kể từ đầu năm 2014 (với tổng giá trị ước tính đến thời điểm hiện tại vào khoảng 60 – 80 tỷ đồng) kỳ vọng sẽ giúp tăng cường khả năng khai thác cảng trong thời gian tới.

Bảng 3: Số liệu thông quan cảng PTSC Đình Vũ

Năm	Hàng hóa thông quan (x1.000 tấn)				
	Số lượt tàu	Nhập khẩu	Xuất khẩu	Trong nước	TEU
2014	293	1.200	600	900	265.357
2013	233	1.050	560	690	241.491
2012	178	680	280	640	155.205
2011	102	319	331	119	76.475

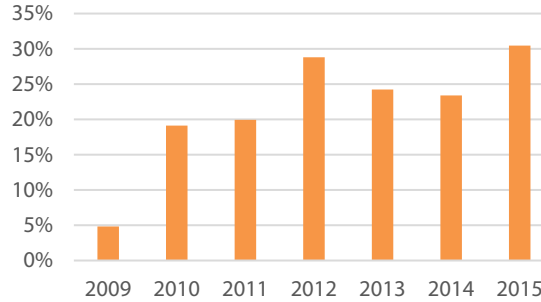
Nguồn: VSA, Rongviet Research tổng hợp

Hình 5: Doanh thu và LNST của PSP



Nguồn: PSP

Hình 6: Biên LN Gộp của PSP



Nguồn: PSP

Dù được nâng tỷ lệ sở hữu cùng thời gian với PSP nhưng **cảng Sơn Trà** mới hoàn thành đầu tư giai đoạn 1 vào cuối năm 2014 và đi vào hoạt động từ 13/07/2015. Thông thường, đối với cảng mới đi vào hoạt động, tỷ lệ khai thác và hiệu suất sử dụng còn ở mức thấp do lượng hàng hóa chưa ổn định và phải chịu mức khấu hao hàng năm cao. Do đó, triển vọng cần có sự nhìn nhận xa hơn. Theo chúng tôi, việc nâng tỷ lệ sở hữu tại cảng Sơn Trà có thể xem là một chiến lược dài hạn nhằm phát triển cảng biển tổng hợp này thành đầu mối tại khu vực Đà Nẵng khi Nhà Nước có kế hoạch tập trung đầu tư Đà Nẵng thành cửa ngõ quốc tế trong tương lai. Mặc dù vậy, điểm yếu của cảng Sơn Trà đến từ năng lực thông quan và nhận tàu ở mức khá thấp.

Về **cảng Hòn La**, hoạt động cốt lõi có sự ổn định tuy nhiên đang gặp vấn đề về lượng hàng hóa dồn ứ do nhu cầu cao trong khi năng lực cảng còn hạn chế. Với công trình nổi đề Hòn La và Hòn Cỏ đã được hoàn thành, tiềm năng phát triển cảng này vẫn còn với định hướng được bổ sung vào quy hoạch phát triển vùng. Bên cạnh đó, phần diện tích từ đảo và biển của Khu kinh tế Hòn La được mở rộng hơn 1.100ha, trong đó đáng chú ý là mở ra tiềm năng lớn trong việc xây dựng hệ thống cảng nước sâu tại đây. Vì vậy, Cảng Hòn La trong tương lai có thể sẽ tiếp nhận tàu có trọng tải lớn hơn (50.000 – 70.000 tấn) thay vì 10.000 tấn như trước đây. Mặc dù vậy, PVS chưa có kế hoạch mở rộng hay cải thiện hoạt động cảng, vì vậy, tiềm năng cảng vẫn chỉ được nhìn nhận trong dài hạn khi có sự đầu tư mở rộng.

Song hành cùng triển vọng các cảng biển hiện hữu, PVS đang tiếp tục có những định hướng mở rộng hoạt động cảng và điển hình nhất là dự án **cảng Phú Quốc** (116,5 ha và 60 ha diện tích sử dụng mặt nước). Thời gian dự kiến thực hiện đầu tư bắt đầu từ năm 2016 với tổng vốn dự kiến là 1.900 tỷ đồng (50% vốn chủ và 50% vốn vay) cho giai đoạn 1. Thời gian thi công dự kiến trong 15 tháng và có thể hoàn thành trong năm 2017. Cảng DVĐKTH tại Phú Quốc sẽ hỗ trợ cho hai dự án của tập đoàn là (1) kho ngoại quan, dự trữ xăng dầu quốc gia do PVOil làm chủ đầu tư và (2) dự án phát triển và khai thác khí từ mỏ Lô B-Ô Môn. Ngoài ra, với định nghĩa là cảng tổng hợp, tiềm năng từ "hòn đảo ngọc" với lợi thế về du lịch và hoạt động xây dựng cơ sở hạ tầng đang nở rộ sẽ là cơ hội đối với PVS.

Lợi thế của cảng là tiền đề cơ bản cho hoạt động cơ khí và xây lắp

Đối với các doanh nghiệp xây lắp cơ khí, năng lực thực hiện và thi công dự án phụ thuộc rất nhiều vào cơ sở hạ tầng. Sau khi hoàn thành khép kín chuỗi thực hiện EPCI (hợp đồng thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ, thi công xây dựng công trình và đấu nối vận hành thử) vào năm 2012, PVS có thể làm tổng thầu cho các dự án công nghiệp nặng đặc biệt về chân đế giàn khoan, thiết bị dầu khí, các công trình trên bờ (nhiệt điện, lọc hóa dầu)... Chúng tôi cho rằng công trường thi công có diện tích xấp xỉ 23,6 ha và cầu cảng dài/nước sâu là tiền đề cơ bản cho việc phát triển phân khúc cơ khí dầu khí của doanh nghiệp. Bên cạnh đó, với cơ sở hạ tầng sẵn có như trong thời điểm hiện tại, PVS đã và đang tiết giảm đáng kể chi phí thuê kho bãi, thuê công trường cũng như chi phí vận chuyển và lắp đặt thiết bị máy móc phục vụ cho các dự án tổng thầu (EPC/EPCI).

Trong năm 2015, biên lợi nhuận từ phân khúc cơ khí ổn định trong khoảng 7 – 8%, cao hơn khá nhiều so với 3,8% trong năm 2014 và 4,7% trong năm 2013. Điều này cho thấy hiệu quả có cải thiện dù doanh thu có phần sụt giảm, trong thời gian tới, PVS sẽ tập trung vào dự án trên bờ nhiều hơn ngoài biển do triển vọng các dự án phục vụ hoạt động khai thác dầu khí đang âm ảm và liên tục bị trì hoãn. Tính đến thời điểm hiện tại, PVS đang là tổng thầu cho dự án nhà máy Nhiệt điện Long Phú 1. Ngoài ra, các dự án khác là (1) gói thầu với Đạm Phú Mỹ, dự kiến giá trị hợp đồng ở mức 5.000 tỷ đồng cùng với (2) dự án Sư Tử Trắng sẽ đem lại công việc cho doanh nghiệp trong năm 2016.

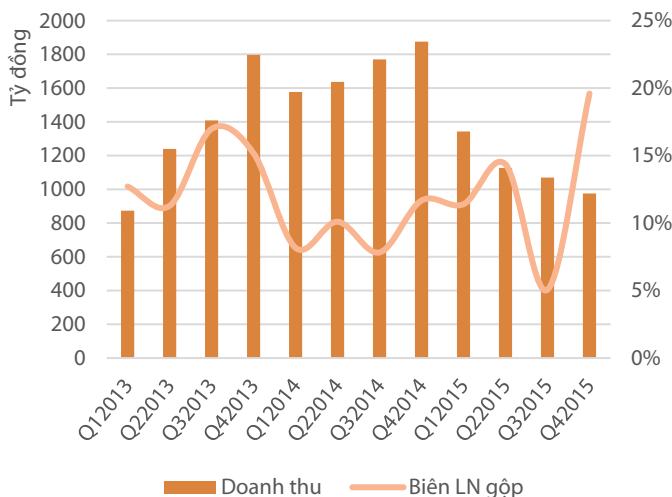
Cần lưu ý rằng các dự án Nhiệt điện hay Lọc hóa dầu PVS tham gia sẽ có biên lợi nhuận ròng không ổn định (phụ thuộc nhiều vào thời gian ghi nhận cũng như tính chất công việc trong từng phân khúc của dự án). Theo chia sẻ của doanh nghiệp, PVS hiện tại đang tích cực đấu thầu nhằm tham gia được công việc lắp đặt một tổ máy cho nhà máy nhiệt điện Long Phú 1. Tuy nhiên, khả năng cao PVS sẽ vẫn cần sự hỗ trợ từ các chuyên gia nước ngoài và nếu đạt được công việc trên, mức ghi nhận lợi nhuận cũng sẽ ở mức thấp. Với việc tổ máy số 1 đã được tiến hành thi công phần xây dựng cơ bản cuối năm 2015, chúng tôi đánh giá cao khả năng PVS đã nhận được công việc trên. Ngoài ra, với định hướng điều chỉnh Quy hoạch điện VII từ Thủ tướng chính phủ và việc rút vốn từ các nhà đầu tư nước ngoài lớn tại một số dự án nhiệt điện trọng điểm, chúng tôi vẫn đặt ra sự lo ngại về trễ tiến độ đối với các dự án trên bờ của PVS như Long Phú 1 và Sông Hậu 1.

Nhìn chung, với các dự án doanh nghiệp đang tham gia, chúng tôi ước tính doanh thu 2016 của phân khúc cơ khí sẽ tăng trưởng không nhiều, đạt khoảng 8.251 tỷ đồng (-3,0% yoy). Với đóng góp 40% doanh thu và lợi nhuận, mảng cảng và cơ khí kỳ vọng sẽ giúp cho lợi nhuận của PVS phần nào ổn định trước sự tiêu cực từ thị trường dầu thô thế giới.

Dịch vụ tàu chuyên dụng và FSO/FPSO sẽ tiếp tục đối mặt với những khó khăn từ giá dầu thấp

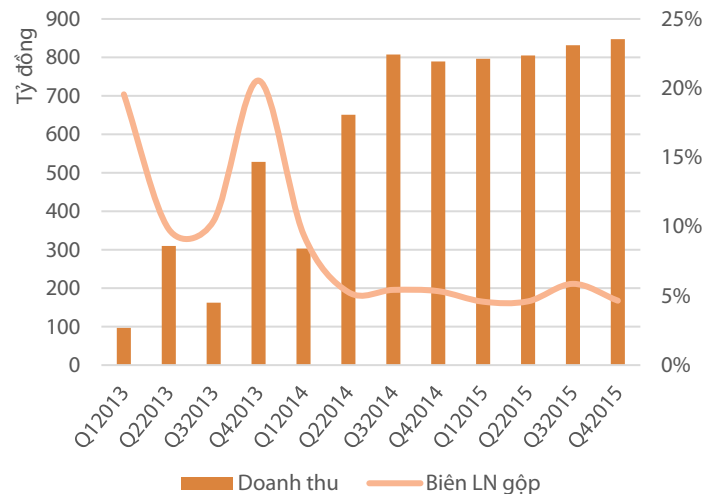
Trong năm 2015, mảng tàu dịch vụ và kho nổi FSO/FPSO của PVS lần lượt đạt doanh thu mức 4.515 tỷ đồng (-34,2% yoy) và 3.280 tỷ đồng (+28,2% yoy). Lợi nhuận gộp mảng tàu dịch vụ giảm còn 560 tỷ đồng (-14,0%yoy), trong khi đó, dịch vụ kho nổi vẫn duy trì đà tăng trưởng với mức tăng 8,6%, đạt 162 tỷ đồng. Nguyên nhân cho mức sự suy giảm trong mảng tàu dịch vụ đến từ nhu cầu sử dụng tàu dịch vụ dầu khí giảm mạnh trước bối cảnh giá dầu thô đang duy trì ở mức thấp. Theo đánh giá từ Rongviet Research, giá dầu giảm sâu dẫn đến tình trạng tài chính khó khăn cho các chủ mỏ, do đó, các nhà thầu dầu phải tiết giảm chi phí tối đa trong đó có (1) cắt giảm thời gian sử dụng tàu dịch vụ, (2) đề nghị mức giá dịch vụ thấp và (3) ngừng thuê tàu lớn và thay vào đó sẽ thuê tàu dịch vụ nhỏ hơn với ít chi phí hơn.

Hình 7: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng tàu dịch vụ



Nguồn: PVS

Hình 8: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng FSO/FPSO



Nguồn: PVS

Mảng tàu chuyên dụng tiếp tục chịu ảnh hưởng tiêu cực của giá dầu thấp

PVS hiện tại đang vận hành 18 tàu với nhiệm vụ chính là lai dắt, thả neo, vận chuyển, định vị động học, cứu hộ/chống cháy... hoạt động phần lớn trong lĩnh vực dầu khí và ở các mỏ chuyên biệt. Mặc dù vậy, chúng tôi không đánh giá cao hiệu quả từ phân khúc này do đội tàu có tuổi đời trung bình tương đối cao (trên 20 năm). Bên cạnh đó, với kịch bản giá dầu duy trì ở mức thấp, khả năng cải thiện hiệu quả và tăng trưởng cho mảng tàu dịch vụ gần như không có. Tuy nhiên, lợi thế lại đến từ chi phí vận hành tàu đã giảm đáng kể, đặc biệt với chi phí khấu hao đã hết ở nhiều tàu. Điều này giúp cho mức giá thuê từ PVS cạnh tranh hơn rất nhiều so với đối thủ, thậm chí thấp hơn cả chi phí đội tàu PVS thuê ngoài.

Trong cơ cấu doanh thu, doanh thu mảng tàu dịch vụ phần lớn đến từ đội tàu thuê ngoài với mức đóng góp trên 70%. Trước tác động của giá dầu, PVS đang đứng trước khả năng cao phải tiếp tục cắt giảm phí thuê tàu, đặc biệt với đội tàu ngoài khi giá thành đã cao hơn đội tàu sở hữu rất nhiều. Bên cạnh đó, giảm thời gian thuê cũng khiến cho việc đầu tư tàu mới trong năm 2016 có thể sẽ bị đình trệ. Theo đó, năm 2016, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng tàu chuyên dụng ở mức 2.682 tỷ đồng (-32,2%yoy) và biên lợi nhuận gộp khoảng 11,7%, giảm nhẹ so với cùng kỳ.

Mảng dịch vụ kho nổi đứng trước nguy cơ bị điều chỉnh giá

Theo tìm hiểu từ Rongviet Research, trong thời điểm hiện tại, khoảng 10 tàu kho nổi FSO và FPSO đang hoạt động trên lãnh thổ Việt Nam là có sở hữu từ các liên doanh nước ngoài và doanh nghiệp trong nước. Trong đó, PVS chiếm mức thị phần cao nhất trong phân khúc này với 5 tàu và dự kiến sẽ đầu tư thêm FPSO Cá Rồng Đỏ trong tương lai. Nhìn chung, thị phần mảng kho nổi không có sự cạnh tranh và tương đối ổn định, cạnh tranh chủ yếu đến từ đấu thầu đầu tư mới.

Bảng 4: Danh sách tàu kho nổi PVS đang sở hữu

Tên tàu	Cty liên doanh	Liên doanh với	Sở hữu	Giá thuê (USD/ngày)	Thời gian
FPSO Ruby Princess II	Vietnam Offshore Floating Terminal Limited	MISC	33%	165.000	2010 – 2020
FSO Orkid	Malaysia Vietnam Offshore Terminal Limited	MISC	49%	84.100	2009 – 2019
FSO MV 12	CT Liên doanh Rồng Đỏ MV12	Moddec & Mitsui	60%	42.000	2006 – 2013
FSO Biển Đông 1	CT Liên doanh PTSC Sea	Yinson	51%	106.000	2013 – 2023
FPSO Lam Sơn	CT Liên doanh PTSC AP	Yinson	51%	209.000	2014 – 2024

Nguồn: PVS, RongViet Research tổng hợp

Về cơ bản, hoạt động FSO/FPSO gần như đem lại nguồn thu ổn định do giá dịch vụ được cố định theo vòng đời của dự án khai thác mỏ. Mặc dù vậy, lo ngại về triển vọng kinh doanh mảng FSO/FPSO bắt đầu nảy sinh từ cuối năm 2015 do điều kiện tiêu cực của giá dầu. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, vấn đề đáng lo ngại nhất hiện nay là việc các mỏ dầu sẽ phải ngừng khai thác, dẫn đến hoạt động của hai mảng FSO/FPSO và tàu chuyên dụng phải đình trệ. Giải pháp đầu tiên được PVS đưa ra là chấp nhận đàm phán lại giá với mức phí thấp hơn nhằm trung hòa lợi ích. Trong thời điểm hiện tại, mức giá thuê tàu FPSO Lam Sơn là USD ~234.000/ngày (tính cả chi phí O&M), khá cao so với các tàu khác. Ngoài ra FPSO Lam Sơn đang cung cấp dịch vụ cho mỏ Thăng Long – Đông Đô, là mỏ khá mới và bắt đầu hoạt động vào nửa cuối 2014. Do đó, đây có thể là kho nổi đầu tiên bị cắt giảm do mức giá dầu thò hiện tại chỉ khoảng 40\$/thùng trong khi mức giá dầu để các mỏ duy trì hoạt động trong trung và ngắn hạn là USD 45 – 50/thùng. Trong tình huống xấu hơn, PVS có thể sẽ nhận và tự vận hành toàn bộ hoạt động của kho nổi nhằm đảm bảo công việc. Với giả định giá dầu hồi phục trở lại từ vùng đáy trong Q1/2016, chúng tôi cho rằng kịch bản đàm phán lại giá dịch vụ có xác suất xảy ra cao hơn và giả định đây là kịch bản cơ sở để dự phóng KQKD mảng FSO/FPSO cho năm 2016.

Ngoài ra, mặc dù giá thuê tàu đã được cố định trong thời gian hợp đồng còn hiệu lực, việc tiết giảm chi phí từ chủ mỏ cũng dẫn đến nguy cơ giảm doanh thu từ phân khúc O&M (vận hành và bảo trì). Theo ước tính từ RongViet Research, biên lợi nhuận gộp của phân khúc cho thuê kho nổi thấp hơn rất nhiều (~1–2%) so với O&M (~15%). Do đó, chúng tôi đánh giá kết quả kinh doanh mảng FSO/FPSO trong năm 2016 sẽ đứng trước nguy cơ tăng trưởng âm (-13,8% yoy), tương đương doanh thu đạt 2.829 tỷ đồng. Biên lãi gộp mảng này khá thấp chỉ khoảng ~3,5% do phần lớn lợi nhuận của mảng kinh doanh này nằm ở lợi nhuận từ liên doanh, liên kết.

Khảo sát – gánh nặng về chi phí cho hoạt động kinh doanh của PVS

Theo tính toán sơ bộ cả năm 2015, khối lượng công việc của tàu 2D Bình Minh 02, 3D Amadues và PTSC Surveyor đã giảm đến ~33% do nhu cầu thuê tàu giảm mạnh với hoạt động ngành tiếp tục ảm đạm. Theo tìm hiểu của chúng tôi, tăng trưởng tiêu cực của doanh thu mảng tàu khảo sát chủ yếu đến từ phân khúc tàu ROV (phương tiện ngầm điều khiển từ xa) và tàu thuê ngoài. Với mức giá thuê tàu được ước tính giảm 5,6% đối với ROV tự làm và lên đến 8,1% với ROV thuê ngoài, mức đóng góp doanh thu mảng ROV đã giảm trên 60% trong năm trước. Cũng cần lưu ý rằng mức tăng trưởng âm lớn như vậy đến từ tác động kép của ngành lên hoạt động khảo sát với (1) giảm giá dịch vụ và (2) giảm thời gian tàu chạy. Vì vậy, KQKD cho thấy những con số kém khả quan với doanh thu cả năm 2015 ở mức 2.174 tỷ đồng (-32,7% yoy) và ghi nhận lỗ ~58 tỷ đồng.

Với tình hình hiện nay, chúng tôi đánh giá tình trạng trên có khả năng sẽ tiếp tục duy trì trong thời gian tới khi sự sụt giảm đầu tư đã thể hiện rõ ràng trong ngành với sự rút lui của các nhà đầu tư nước ngoài cũng như hoạt động khoan thăm dò không còn sôi động. Do đó, dựa trên mức chi phí PVS tiếp tục phải bỏ ra ngay cả khi tàu không có công việc, chúng tôi dự phóng mảng khảo sát sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu âm với -32,9%, tương ứng 1.458 tỷ đồng và lợi nhuận gộp chịu mức lỗ cao hơn 2015 với -175 tỷ đồng.

Tình hình tài chính lành mạnh là điểm cộng với PVS

Trong năm 2015, trước biến động của thị trường dầu thô và thời điểm khó khăn chung cho toàn ngành, PVS vẫn duy trì được số lượng tiền và tương đương tiền lớn, đạt 8.118 tỷ đồng, giảm vốn vện 1% so với năm trước. Tuy nhiên vấn đề chúng tôi quan tâm chính là kỳ thu tiền bình quân cũng như thanh toán bình quân đã tăng đột biến. Theo ước tính, kì thu tiền bình quân đạt 102,87 ngày (+17,9% yoy) và kì thanh toán đạt 180 ngày (+37,1% yoy). Mặc dù vậy, cũng cần lưu ý rằng sự sụt giảm trong doanh thu và giá vốn hàng bán đều dẫn đến việc vòng quay khoản phải thu và phải trả có sự sụt giảm mạnh so với kì trước đó. Do đó, với tình hình tăng/giảm khoản phải thu và phải trả của PVS tương đối bình thường trong vòng 3 năm qua cũng như không cho thấy sự ảnh hưởng của giá dầu lên dòng tiền hoạt động, chuyên viên ngành không loại trừ khả năng sự sụt giảm trên làm ảnh hưởng và gây nhiễu lên chỉ số tài chính của PVS. Bên cạnh đó, các chỉ số thanh toán của PVS đều có sự cải thiện rõ rệt so với 2014 cũng như trung bình 3 năm trước đó. Ngoài ra, một yếu tố là điểm sáng của doanh nghiệp chính là tỷ lệ vay nợ thấp với tổng vay nợ ngắn và dài hạn chỉ tương ứng vốn vện 7,6% tổng tài sản vào cuối năm 2015. Vì vậy, chúng tôi khá tự tin về tình hình sức khỏe tài chính của doanh nghiệp trong thời điểm hiện tại.

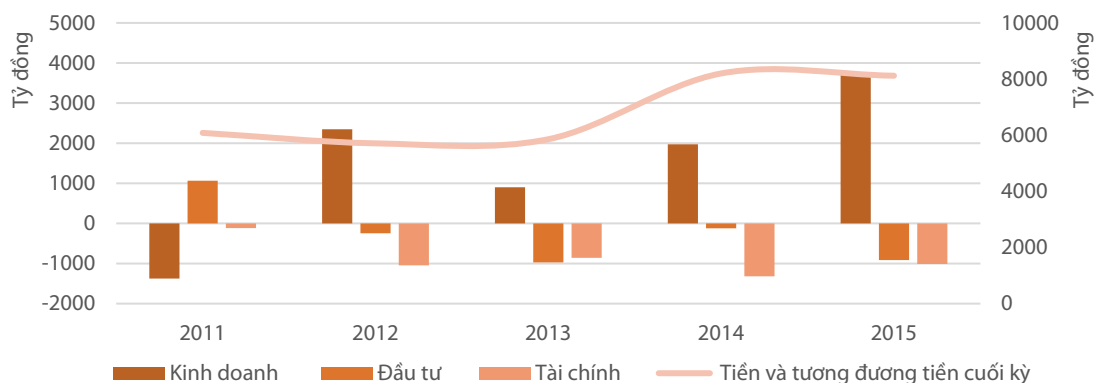
Bảng 5: Các chỉ số tài chính trong giai đoạn 2011-2015 đều có sự ổn định

Chỉ số	2015	2014	2013	2012	2011
Biên lợi nhuận gộp	9,17%	7,76%	10,50%	6,96%	8,07%
Biên lợi nhuận ròng	6,38%	5,75%	6,20%	4,55%	5,84%
EBITDA/Doanh thu	12,86%	10,81%	13,34%	13,36%	12,77%
ROE	14,99%	20,70%	23,42%	14,14%	16,30%
ROA	5,87%	7,14%	7,08%	6,00%	6,95%
Kỳ thu tiền bình quân (ngày)	102,87	87,25	93,30	97,09	102,08
Kỳ thanh toán bình quân (ngày)	180,00	131,29	139,43	140,92	156,18
Khả năng thanh toán hiện hành	1,58	1,37	1,38	1,29	1,17
Khả năng thanh toán nhanh	1,46	4,30	1,31	1,23	1,07

Nguồn: PVS

Sang năm 2016, cùng với giả định giá dầu tiếp tục duy trì ở mức thấp trong nửa đầu năm, khả năng cao là việc cắt giảm chi phí của PVS không thể nào bù đắp được cho sự sụt giảm đến từ các nguồn thu. Do đó, RongViet Research dự phóng khối lượng tiền của Công ty trong năm tới sẽ giảm mạnh trên 20%. Tuy nhiên, theo đánh giá từ chúng tôi, PVS có thể dễ dàng chi trả cổ tức cho nhà đầu tư trong năm tới nếu duy trì mức cổ tức giữ nguyên là 12% (1.200đ/cp) khi mức lợi nhuận giữ lại tiếp tục cải thiện xấp xỉ +17,4% lên 3.874 tỷ đồng theo kịch bản dự phóng cơ sở. Ngoài ra, quan sát biến động dòng tiền trong 5 năm vừa qua (Hình 9), có thể nhận thấy nguồn tiền duy nhất của PVS đến từ hoạt động kinh doanh cốt lõi (loại trừ năm 2011). Do đó, chuyên viên ngành tin tưởng vào sự ổn định cũng như sự bền vững của dòng tiền doanh nghiệp trong thời gian tới.

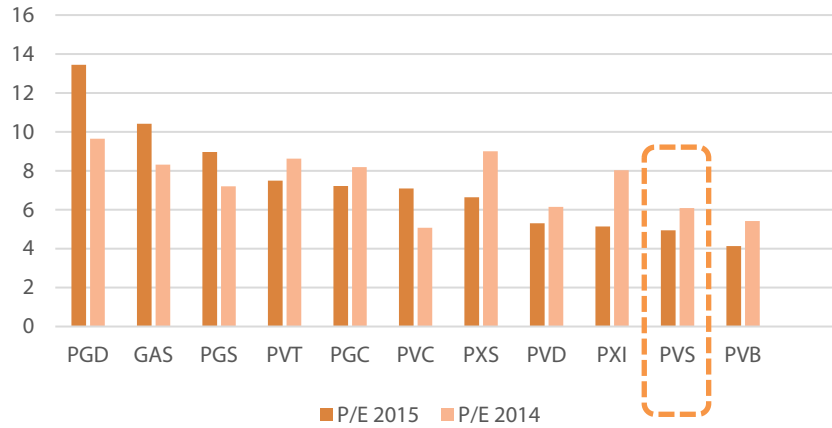
Hình 9: Dòng tiền của PVS trong giai đoạn 2011 – 2015



Nguồn: PVS

Liệu PVS có thực sự bị định giá thấp trong ngành dầu khí?

Hình 10: P/E của một số doanh nghiệp dầu khí tiêu biểu



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Quan sát trong một thời gian dài, chúng tôi nhận thấy cổ phiếu PVS có mức P/E thấp hơn những doanh nghiệp cùng ngành, đặc biệt trong thời điểm khủng hoảng do giá dầu thô thấp. Theo đánh giá của chúng tôi, có hai lời giải thích khả dĩ về quan điểm của nhà đầu tư với cổ phiếu PVS. Đầu tiên chính là việc cổ phiếu của các công ty có triển vọng kinh doanh gắn với dự án (cơ khí, xây lắp, bọc ống) thường có P/E thấp hơn so với các doanh nghiệp phân phối và sản xuất trong ngành (xem Hình 10). Bên cạnh đó, với triển vọng tiêu cực từ thị trường dầu thô, khả năng trì hoãn các dự án ngoài biển như giàn nhà ở, giàn khoan cũng như giàn khai thác khiến cho triển vọng doanh nghiệp bị đánh giá tiêu cực.

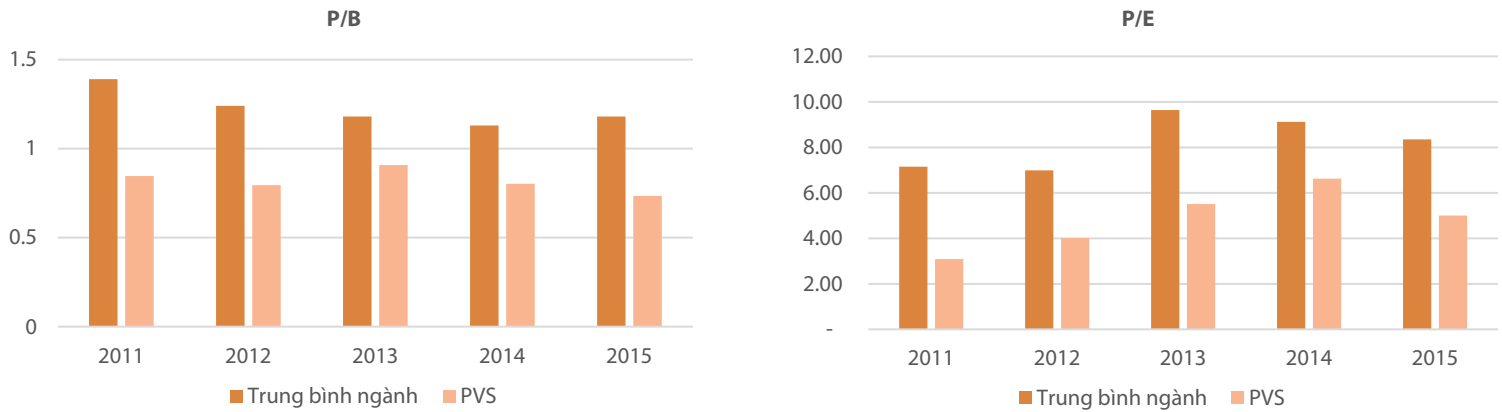
Nguyên nhân còn lại khi chúng tôi là nhìn nhận về mức P/E phù hợp cho PVS chính là triển vọng tăng trưởng không nhiều ấn tượng khi xem xét các mảng hoạt động cốt lõi của doanh nghiệp. Như đã nhận định về phân khúc tàu biển và cảng, khả năng tăng trưởng không cao do đội tàu đã già và hoạt động cảng cần thời gian dài để có sự đột phá. Bên cạnh đó, hoạt động cơ khí và xây lắp phụ thuộc khá lớn vào hoạt động của tập đoàn cũng như triển vọng ngành năng lượng trong thời điểm hiện tại. Với giá dầu ở mức dưới USD 45/thùng, việc đẩy mạnh các dự án dầu khí cũng như hoạt động khoan thăm dò càng trở nên khó khăn. Ngoài ra, một điểm RongViet Research nhấn mạnh là phân khúc FSO/FPSO khó có sự cải thiện trong thời gian dài. Lý do nằm ở (1) các dự án FSO/FPSO có dòng tiền ổn định và gần như không thay đổi trong suốt thời gian hợp đồng còn hiệu lực và (2) tăng trưởng phần lớn thể hiện vào thời gian đầu dự án được triển khai do nguồn thu chỉ có sự cải thiện một lần. Điều này lý giải phần nào việc PVS phải chấp nhận một mức định giá tương đối thấp. Theo số liệu trong giai đoạn 2013 – 2015, PVS được giao dịch ở mức ~60% của P/E trung bình ngành. Do đó, với nhận định về mức hấp dẫn khi đánh giá triển vọng tương lai, chúng tôi cho rằng PVS sẽ duy trì mức chiết khấu đối với P/E trailing từ 25 - 30% so với trung bình các doanh nghiệp dầu khí cho năm 2016. Bên cạnh đó, với đánh giá triển vọng ngành sẽ có sự khởi sắc hơn vào cuối năm, P/E trung bình ngành được kì vọng sẽ có sự cải thiện hơn vào năm 2016.

Ở một phương diện khác, tỷ số P/B của PVS cũng tương tự khi chỉ được giao dịch ~70% của trung bình ngành. Nguyên nhân có thể đến từ đặc thù tài sản phục vụ thuần cho ngành dầu khí của PVS. Với đội tàu tương đối già với máy móc như cũng tàu thăm dò và FSO/FPSO chỉ có thể hoạt động khai thác/thăm dò phục vụ ngành, những nhà đầu tư thuần về tài chính có thể không mặn mà với PVS khi nhìn nhận về mặt tài sản.

Mức P/E và P/B trung bình ngành hiện tại của lần lượt là 8,64x và 1,14x, với nhận định giá dầu có thể tăng vào nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng các tỷ số này có thể cải thiện trong năm nay. Do đó, mức P/E

và P/B hợp lý sử dụng cho phương pháp định giá so sánh lần lượt là khoảng 7,2x và 0,75x, chiết khấu 30% so với trung bình ngành.

Hình 11: Tương quan P/B & P/E trung bình ngành và P/B & P/E PVS trong giai đoạn 2011 – 2015



Nguồn: RongViet Research (sử dụng giá cổ phiếu tại thời điểm cuối mỗi năm)

Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và LNST cho năm 2016 được dự phóng lần lượt đạt 19.705 tỷ đồng (-15,7% yoy) và 1.110 tỷ đồng (-25,6% yoy). Mức EPS tương ứng là 2.485 và P/E forward xấp xỉ 6,1x. Đây có thể nói là một mức định giá tương đối phù hợp trong bối cảnh giá dầu đang duy trì ở mức thấp khi đứng trên quan điểm PVS phải chịu mức P/E chiết khấu so với trung bình ngành.

Quan điểm và định giá

Với xu hướng giá dầu thô thế giới tiếp tục duy trì ở vùng giá thấp, PVS vẫn sẽ phải chịu những tác động không tốt đến KQKD, đặc biệt với các mảng như tàu dịch vụ, FSO/FPSO và dịch vụ khảo sát. Điều này đã được thể hiện khá rõ lên kết quả của doanh nghiệp trong năm 2015 và nhiều khả năng còn tiếp diễn trong năm 2016.

Chúng tôi kỳ vọng phân khúc cảng biển và cơ khí sẽ là hoạt động trụ cột đem về lợi nhuận cũng như dòng tiền cho doanh nghiệp với công việc từ các dự án xây lắp trên bờ và tăng trưởng trong hoạt động giao thương tại cảng. Năm 2016, doanh thu và lợi nhuận ước đạt lần lượt 19.705 tỷ đồng (-15,7% yoy) và 1.110 tỷ đồng (-25,6% yoy). Dù rủi ro hệ thống còn ở mức cao, một điểm cộng tích cực đối với PVS là tình hình tài chính của doanh nghiệp khá an toàn và ổn định cùng với tỷ lệ nợ vay ở mức rất thấp. Yếu tố này sẽ là tấm đệm hỗ trợ cho doanh nghiệp trong giai đoạn khó khăn. Ngoài ra, cổ tức đều đặn cũng là một điểm đáng chú ý khi PVS vẫn duy trì chia cổ tức tiền mặt hàng năm (~12% mệnh giá).

Sử dụng phương pháp định giá so sánh P/E và P/B, mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVS được xác định ở mức **18.000 đồng/cp**, cao hơn giá hiện tại +16,9% (vào ngày 4/4/2016) với khuyến nghị **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN**.



Phụ lục

Bảng 6: Một số giả định chính

Chỉ số	2016E	2015	Yoy
Doanh thu			
Tàu dịch vụ	3.038	4.515	-32,7%
FSO/FPSO	2.829	3.280	-13,8%
Khảo sát	1.458	2.174	-32,9%
Dịch vụ cảng	2.318	2.190	+5,8%
Cơ khí	8.251	8.506	-3,0%
Sửa chữa	1.085	1.550	-30,0%
Khác	726	1.149	-30,0%
Biên góp			
Tàu dịch vụ	11,7%	12,4%	-
FSO/FPSO	3,5%	4,9%	-
Khảo sát	-12,0%	-2,7%	-
Dịch vụ cảng	23,0%	21,9%	-
Cơ khí	8,9%	8,6%	-
Sửa chữa	15,0%	17,0%	-
Khác	3,7%	0,6%	-

Nguồn: RongViet Research

Bảng 7: Danh sách tàu dịch vụ PVS đang sở hữu

STT	Đội tàu	Công suất (HP)	Loại
1	Tàu Sapa	7.040	AHTS
2	Tàu Hoa Mai 93	5.200	FiFi
3	Tàu Dầu khí 101	1.600	Utility
4	Tàu Dầu khí 105	1.600	Utility
5	Tàu An Bang	7.040	AHTS
6	Tàu An Phong	7.040	AHTS
7	Tàu Phong Lan	5.300	AHTS
8	Tàu Phong Nha	5.300	AHTS, DP1
9	Tàu Bình Minh	5.506	AHTS, DP2
10	Tàu Bình An	8.000	AHTS
11	Tàu PTSC Vũng Tàu	7.200	AHTS
12	Tàu PTSC Thái Bình	8.000	AHTS, DP2, FiFi1
13	Tàu PTSC Hải Phòng	5.200	AHTS, DP1
14	Tàu PTSC Thăng Long	7.000	AHTS
15	Tàu PTSC Bạch Hổ	980	AHTS
16	Tàu PTSC Ngàn năm Thăng Long HN -02	3.500	Tug
17	Tàu PTSC Ngàn năm Thăng Long HN -03	4.750	Tug
18	Tàu Dầu Khí 104*	1.700	Utility
19	Tàu Dầu Khí 106*	2.400	Utility
20	Tàu PTSC 04	2.800	-

Nguồn: PVS

* Tàu đã ngưng hoạt động

Bảng 8: Các kho chứa nổi đang được sử dụng tại các mỏ của Việt Nam

STT	Tên công trình	Dạng	Tên/dạng tàu hoán cải	Trọng tải/sức chứa	Khả năng xử lý dầu khí	Mỏ khai thác
1	FSO MV12	ĐM	**	-/300.000 thùng	18.000 thùng/ngày	Rồng Đồi
2	FSO MV19	ĐM	**	-/360.000 thùng	30.000 thùng/ngày	Sông Đốc
3	FSO Rạng Đông MV17	ĐM	**	-/350.000 thùng	60.000 thùng/ngày	Rạng Đông
4	FPSO Thái Bình Việt Nam	ĐM	**	-/1.000.000 thùng	65.000 thùng/ngày 19,5 triệu ft3 khí tiêu chuẩn/ngày	Sư Tử Đen
5	FSO Queens Way	ĐM	**	159.878MT/ 1.140.015 thùng	130.000 thùng dầu/ngày	Sư Tử Vàng
6	FPSO Ruby Princess II	HC	*	141.000 DWT	30.000 thùng/ ngày	Ruby
7	FSO Ba Vì	HC	Bralanta oil tanker	1.000.000 thùng	*	Mỏ Rồng
8	FSO Chí Linh	HC	Krym oil tanker	150.500DWT/ 975.000 thùng	70.000 thùng/ngày	Bạch Hổ
9	FSO Vietsovetro 01	ĐM	**	150.000DWT/ 1.000.000 thùng	*	Bạch Hổ
10	FSO PTSC Bạch Hổ	ĐM	**	150.000DWT	*	Bạch Hổ
11	FSO Sư Tử Vàng	ĐM	*	*	*	Sư Tử Vàng
12	FSO Orkid	HC	Aframax	745.000 thùng	42.900 thùng/ngày	Bunga Orkid
13	FPSO Lewek Emas	HC	*	683.000 thùng	50.000 thùng/ngày	Chim Sáo
14	FPSO PTSC Lam Sơn	ĐM	**	650.000 thùng	20.000 thùng/ngày	Thăng Long – Đông Đô
15	FSO Biển Đông 1	ĐM	**	350.000 thùng	*	Hải Thạch – Mộc Tinh
16	FSO Đại Hùng Queen	*	*	700.000 thùng	35.000 thùng/ngày	*
17	FPSO Armada	*	*	150.000 DWT	*	Tê Giác Trắng
18	FPSO Cửu Long MV9	ĐM	**	1.000.000 thùng	65.000 thùng/ngày/ 19,5 triệu ft3 tiêu chuẩn/ngày	Sư Tử Đen
19	FSO Vietsovetro 2	*	*	150.000 DWT	*	*

Ghi chú: (*): chưa có số liệu thống kê, (**): không áp dụng, ĐM: dạng đóng mới; HC: dạng hoán cải

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Bảng 9: Danh sách tàu khảo sát và thăm dò PVS sở hữu

Tên phương tiện thiết bị	Đặc tính
Tàu khảo sát địa chấn 2D Bình Minh 02	Có khả năng khảo sát trên tất cả các vùng biển thềm lục địa của Việt Nam và khu vực
Tàu khảo sát địa chấn 3D Amadues	Có khả năng khảo sát trên tất cả các vùng biển thềm lục địa của Việt Nam và khu vực
Tàu khảo sát địa vật lý PTSC Surveyor	Có khả năng thực hiện công tác khoan khảo sát địa chất công trình trong vùng nước có độ sâu từ 7m đến 300m và có khả năng khảo sát địa vật lý trong vùng nước có độ sâu từ 7m đến 500m
Thiết bị khảo sát ROV Observation (x2)	ROV Panther Plus 911 và ROV Panther Plus 954 là thiết bị lặn điều khiển từ xa dùng khảo sát, sửa chữa các công trình ngầm dưới nước có thể lặn sâu tới 2000m
Thiết bị khảo sát ROV WorkClass	ROV Quasar Compact 007 là thiết bị lặn điều khiển từ xa dùng khảo sát, sửa chữa các công trình ngầm dưới nước có thể lặn sâu tới 2000m

Nguồn: PVS

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2013A	2014A	2015A	2016F
Doanh thu thuần	25.418,5	31.516,2	23.363,6	19.704,5
Giá vốn	22.749,8	29.070,5	21.221,7	17.964,0
Lãi gộp	2.668,7	2.445,7	2.141,9	1.740,5
Chi phí bán hàng	108,4	116,1	98,4	88,7
Chi phí quản lý	640,0	710,7	865,5	827,6
Thu nhập từ HĐTC	270,4	218,2	351,3	226,5
Chi phí tài chính	287,6	193,4	349,6	266,8
Lợi nhuận khác	46,0	140,2	84,2	46,1
Lợi nhuận trước thuế	2,268,5	2,327,8	2,002,8	1,356,8
Thuế TNDN	568,9	504,1	535,3	271,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	124,1	10,3	-23,6	-24,5
Lợi nhuận sau thuế	1,575,6	1,813,4	1,491,1	1,110,0
EBIT	2.416,2	2.423,3	2.073,7	1.427,8
EBITDA	3.391,7	3.406,0	3.004,2	2.717,1

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013A	2014A	2015A	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	3,4	24,0	-25,9	-15,7
Lợi nhuận HKKD	80,4	-15,7	-27,2	-30,0
EBITDA	3,3	0,4	-11,8	-9,6
EBIT	22,9	0,3	-14,4	-31,1
Lợi nhuận sau thuế	40,9	15,1	-17,8	-25,6
Tổng tài sản	12,2	11,0	-0,6	-8,9
Vốn chủ sở hữu	32,4	13,1	9,3	5,6
Tốc độ tăng trưởng nội tại	14,3	14,5	9,8	5,5
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	10,5	7,8	9,2	8,8
LN HKKD / Doanh thu	7,6	5,1	5,0	4,2
EBITDA/ Doanh thu	13,3	10,8	12,9	13,8
EBIT/ Doanh thu	9,5	7,7	8,9	7,2
LNST/ Doanh thu	6,2	5,8	6,4	5,6
ROA	7,0	7,2	5,7	4,4
ROIC or RONA	19,1	17,6	13,7	8,9
ROE	21,7	20,6	15,2	10,6
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	3,9	4,2	3,5	3,5
Vòng quay hàng tồn kho	35,2	36,0	20,3	19,7
Vòng quay khoản phải trả	2,6	2,8	2,0	2,1
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,4	1,4	1,6	1,6
Nhanh	1,3	1,3	1,5	1,6
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	168,7	167,4	143,4	107,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	12,7	8,0	7,5	3,6
Vay dài hạn/ Vốn CSH	29,9	19,5	12,1	13,7

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2013A	2014A	2015A	2016F
Tiền	5.857	8.199	8.118	6.303
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	4	450	90
Các khoản phải thu	7.533	7.534	5.636	5.517
Tồn kho	715	899	1.196	629
Tài sản ngắn hạn khác	169	384	524	454
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	14.274	17.020	15.924	12.993
Tài sản cố định hữu hình	5.280	4.601	4.698	4.751
Tài sản cố định vô hình	7	26	25	29
Xây dựng cơ bản dở dang	26	91	424	637
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	3.631	4.046	4.191	4.694
Tài sản dài hạn khác	598	655	1.007	831
TSCĐ và đầu tư dài hạn	0	0	0	0
TỔNG TÀI SẢN	9.542	9.419	10.344	10.942
Tiền hàng phải trả và ứng trước	23.817	26.438	26.269	23.935
Khoản phải trả ngắn hạn khác	5.418	7.208	5.400	4.042
Vay và nợ ngắn hạn	3.860	4.427	3.896	3.488
Vay và nợ dài hạn	1.052	752	764	394
Khoản phải trả dài hạn khác	2.472	1.828	1.235	1.482
Tổng nợ	1.152	1.436	3.370	2.201
Vốn chủ sở hữu	13.954	15.651	14.665	11.606
Vốn đầu tư của CSH	8.271	9.352	10.225	10.799
Lợi nhuận giữ lại	4.467	4.467	4.467	4.467
Các quỹ	2.422	2.998	3.300	3.874
Nguồn kinh phí và quỹ khác	1.343	1.847	2.419	2.419
Nguồn vốn chủ sở hữu	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	8.271	9.352	10.225	10.799
TỔNG NGUỒN VỐN	1.425	1.436	1.624	1.530
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2013A	2014A	2015A	2016F
LNTT	2.268,5	2.327,8	2.002,8	1.356,8
Khấu hao	975,4	982,7	930,5	1.289,4
<i>Các điều chỉnh</i>	1,6	-23,2	317,7	-576,8
Thay đổi vốn lưu động	-1.273,7	477,9	-1.491,0	-2.319,3
Tiền thuần từ HĐKD	1.971,9	3.765,2	1.760,0	-249,9
Thay đổi TSCĐ	-434,9	-259,3	-728,9	-1.502,5
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-741,9	-4,5	-362,8	-508,9
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	205,5	140,9	177,0	519,1
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-971,3	-122,9	-914,7	-1.492,3
Nhận/trả lại vốn góp	1.042,3	0,0	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-1.109,0	-745,9	-427,6	-72,9
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-791,9	-573,2	-583,8	-0,2
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-858,6	-1.319,1	-1.011,3	-73,1
Tiền thuần trong kỳ	142,0	2.323,2	-166,0	-1.815,3
Tiền đầu năm	5.709,9	5.856,5	8.194,2	8.118,5
Ảnh hưởng của tỷ giá	4,6	19,6	90,3	0,0
Tiền cuối kỳ	5.856,5	8.199,4	8.118,5	6.303,2

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4-5 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2016.**