

Tổng công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

Báo cáo cập nhật



TIÊU ĐIỂM

Chúng tôi tiếp tục báo cáo cập nhật về hoạt động của Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (“PVS”) với các kết quả kinh doanh được cải thiện đáng kể và theo chiều hướng tích cực. Trong năm 2012, PVS đạt tổng doanh thu 24.590,7 tỷ đồng tăng nhẹ 1,1% so với năm 2011 trong khi lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng 31,2% so với năm 2011 nhờ việc giảm đáng kể chi phí tài chính, chi phí quản lý doanh nghiệp trong năm 2012.

Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh của PVS mặc dù gặp rất nhiều khó khăn trong năm 2012 đặc biệt ở hoạt động cơ khí, đóng mới và xây lắp với doanh thu hoạt động này năm 2012 đạt 12.108,57 tỷ đồng nhưng lợi nhuận gộp chỉ đạt 2,7 tỷ đồng do trong năm PVS tạm ghi nhận khoản lỗ 492 tỷ đồng từ dự án EPC Nhà máy Ethanol Dung Quất. Trong quý 1/2013, hoạt động cơ khí chế tạo đã ổn định trở lại với mức lợi nhuận gộp trong quý 1/2013 đạt mức 174,4 tỷ đồng tăng 6,9% so với cùng kỳ năm 2012. Bên cạnh đó việc đàm phán điều chỉnh tổng mức đầu tư và điều chỉnh gói thầu EPC nhà máy Ethanol Dung Quất có thể đem lại kết quả trong năm 2013, nếu thành công PVS sẽ có thể được ghi nhận thêm lợi nhuận đáng kể trong năm 2013.

Trong giai đoạn cuối năm 2012 đầu năm 2013, PVS đã thành công trong việc tăng vốn điều lệ bằng cách phát hành cổ phần cho cổ đông hiện hữu lên mức 446 tỷ đồng (tăng 50%) thông qua việc thưởng cổ phiếu tỷ lệ 20:3 và phát hành cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 20:7. Việc này đã giúp PVS có thêm lượng tiền mặt trị giá hơn 1.000 tỷ đồng bổ sung cho nguồn vốn kinh doanh và giảm vốn vay thương mại. Bên cạnh đó lãi suất cho vay giảm cũng đã tác động rất tích cực tới PVS do lượng vốn vay của Công ty khá lớn.

Chúng tôi cập nhật dự báo PVS lên mức **18.100 VNĐ/cổ phần** tăng 21,6% so với báo cáo cập nhật gần đây nhất của chúng tôi. Mức giá này tương đương P/E forward là 5,90 lần và P/B forward là 1,00 lần. Mức giá so sánh trên là hấp dẫn so với thị trường chung tại Việt Nam và so với các công ty hoạt động tương tự trên thế giới.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

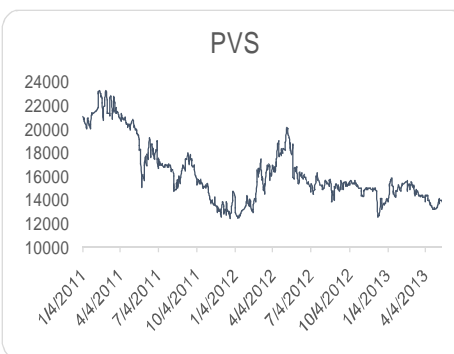
Giá kỳ vọng:	18.100
Giá giao dịch:	13.900
Cao nhất 52 tuần:	20.100
Thấp nhất 52 tuần:	12.600

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP niêm yết:	446.700.421
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	6.209
EPS 2012 (VNĐ):	3.756

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	51,38%
PVFC	5,85%
Ocean Bank	4,90%
TGIT - Templeton Frontier Markets Fund	4,76%
MarketVectors Vietnam ETF	4,19%
Khác	28,92%



	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EPS (VNĐ)	4,973	3,756	3,074	2,942	3,160	3,358	3,596
Tốc độ tăng trưởng EPS	6.8%	-24.5%	-15.2%	-4.3%	7.4%	6.2%	7.1%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	19,857	20,973	18,049	19,341	19,678	21,445	21,890
P/E (lần)	3.00	4.26	5.21	5.44	5.06	4.77	4.45
P/B (lần)	0.75	0.76	0.89	0.83	0.81	0.75	0.73
ROA	6.12%	5.13%	6.36%	5.95%	6.22%	6.82%	7.21%
ROE	24.39%	20.21%	18.63%	17.21%	16.99%	17.71%	17.38%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	2.82	2.14	1.72	1.70	1.56	1.44	1.27

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Trong báo cáo phân tích PVS cập nhật gần đây ngày 30/11/2012, PSI đã dự báo kết quả kinh doanh năm 2012 của PVS ước đạt lợi nhuận sau thuế hợp nhất là 1.286 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế hợp nhất của Công ty mẹ là 1.151 tỷ đồng. Tuy nhiên báo cáo sau kiểm toán của PVS cho năm tài chính 2012 có chênh lệch với dự báo của chúng tôi tuy nhiên mức chênh lệch này tương đối nhỏ.

Kết thúc năm 2012, PVS có doanh thu hợp nhất đạt 24.590,7 tỷ đồng tăng trưởng nhẹ 1,1% so với năm 2011. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của PVS đạt 1.105 tỷ đồng tăng trưởng mạnh so với mức 842,4 tỷ đồng của năm 2011 với mức tăng trưởng 31,2%. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất của công ty mẹ đạt 1.118,4 tỷ đồng giảm 21,2% so với năm 2011. Nguyên nhân lợi nhuận sau thuế của Công ty giảm chủ yếu do lợi nhuận từ hoạt động khác giảm mạnh từ mức 709 tỷ đồng năm 2011 xuống còn 451 tỷ đồng của năm 2012 với giá trị giảm hơn 350 tỷ đồng. Bên cạnh đó Lợi nhuận từ công ty liên kết cũng giảm mạnh từ mức 281,86 tỷ đồng năm 2011 xuống còn 195,9 tỷ đồng năm 2012 do công ty thành viên quản lý tàu FSO Bạch Hổ đã chuyển nhượng vào giữa năm 2011 nên năm 2012 không có lợi nhuận từ công ty này cũng như hoạt động khó khăn tại một số công ty liên kết.

Trong năm 2012, PVS gặp rất nhiều khó khăn đặc biệt trong lĩnh vực cơ khí chế tạo với việc các nhà máy nhiệt điện mà PVS làm tổng thầu EPC chưa thể triển khai do công tác thu xếp vốn chưa hoàn thành. Bên cạnh đó dự án EPC nhà máy nhiên liệu sinh học Dung Quất chỉ phí xây dựng vượt quá giá trị gói thầu EPC mà PVS thực hiện dẫn tới việc phải tạm trích lỗ hơn 492 tỷ đồng dẫn tới hiệu quả của PVS bị giảm mạnh trong năm 2012.

Kết quả kinh doanh quý 1/2013 của PVS đạt 4.794,5 tỷ đồng doanh thu hợp nhất giảm 10,3% so với cùng kỳ năm 2012 và đạt 20% kế hoạch doanh thu năm 2013. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất quý 1/2013 đạt 301,4 tỷ đồng tăng 27,7% so với cùng kỳ năm 2012 và đạt 38,1% kế hoạch lợi nhuận trước thuế hợp nhất kế hoạch năm 2013. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất của công ty mẹ đạt 262,4 tỷ đồng tăng trưởng 12% so với năm 2012 và đạt 40,4% kế hoạch lợi nhuận sau thuế hợp nhất công ty mẹ năm 2013.

Chi tiết một số hoạt động kinh doanh update tới thời điểm hiện tại của PVS như sau:

1. Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí

Trong năm 2012, PVS không có thêm tàu thuộc sở hữu của PVS nào vào hoạt động. Số lượng tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí PVS sở hữu vẫn là 21 tàu. Trong năm, PVS đã thực hiện trên 280 thông báo thuê tàu, ký kết 200 hợp đồng cho thuê tàu ngắn và dài hạn với tổng giá trị hơn 145 triệu USD với tổng số ngày làm việc của cả đội tàu là 19.577 ngày tăng 9,3% so với năm 2011. Tại nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất, PVS đã thực hiện lai dắt cho hơn 80 lượt tàu chở dầu thô tại phao rót dầu không bến (SPM), gần 5.000 lượt tàu chở dầu sản phẩm. Tổng doanh thu của hoạt động năm 2012 đạt 5.140 tỷ đồng và doanh thu thuần sau khi trừ phân trùng trong năm 2012 là 4.860 tỷ đồng tăng 2,1% so với năm 2011 và hoàn thành vượt mức kế hoạch năm 2012.

Trong quý 1/2013, dịch vụ tàu chuyên dụng của PVS đạt doanh thu thuần 873,4 tỷ đồng giảm 14,2% so với cùng kỳ năm 2012 trong khi đó lợi nhuận gộp đạt 111 tỷ đồng tăng trưởng 10,3% so với cùng kỳ. Bình quân giá vốn hàng bán/doanh thu trong quý 1/2013 ở mức 87,3% thấp hơn so với bình quân cả năm 2012 ở mức 89,3% chứng tỏ hiệu quả kinh doanh thực tế của hoạt động được cải thiện so với năm 2012. Bình quân giai đoạn từ 2005-2012 tỷ suất lợi nhuận gộp/doanh thu của hoạt động này đạt mức 9,2%. Trong đó từ 2012 trở lại đây tỷ lệ này đạt trên 10% và có sự cải thiện đáng kể trong hoạt động hiệu quả kinh doanh.

Bảng 1: Kết quả kinh doanh hoạt động cho thuê tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí của PVS

Chỉ tiêu (Tr VNĐ)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011	2012	Q1/2013	2013F
Doanh thu	1,181,992	1,554,916	2,188,184	3,868,277	3,770,297	3,808,000	4,760,569	4,860,174	873,385	4,902,023
<i>Tăng trưởng DN</i>		31.6%	40.7%	76.8%	-2.5%	1.0%	25.0%	2.1%	-14.2%	0.9%
Giá vốn	1,100,217	1,466,223	1,964,063	3,454,558	3,382,413	3,435,632	4,313,646	4,339,713	762,375	4,338,291
<i>Giá vốn/DT</i>	93.1%	94.3%	89.8%	89.3%	89.7%	90.2%	90.6%	89.3%	87.3%	88.5%
LN gộp	81,775	88,693	224,121	413,719	387,884	372,368	446,923	520,460	111,010	563,733
<i>LN gộp/DT</i>	6.9%	5.7%	10.2%	10.7%	10.3%	9.8%	9.4%	10.7%	12.7%	11.5%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

Hoạt động kinh doanh này của PVS tương đối ổn định và hiệu quả kinh doanh được cải thiện đáng kể. Tuy nhiên doanh thu trong quý 1/2013 giảm cũng là một tín hiệu tiêu cực cho PVS trong giai đoạn này. Chung tôi dự báo doanh thu của PVS trong năm 2013 sẽ tăng nhẹ so với năm 2012. Ước doanh thu cả năm đạt 4.902 tỷ đồng tăng trưởng khoảng 0,9%. Lợi nhuận gộp ước đạt 563,7 tỷ đồng tăng trưởng khoảng 8,3% so với năm 2012.

2. Dịch vụ cung ứng tàu chứa và xử lý dầu thô FSO/FPSO

Trong năm 2012 – 2013, PVS tiếp tục thực hiện hoạt động O&M cho các tàu FSO/FPSO và cung cấp nhân sự vận hành các tàu FPSO TBVN, FSO MV12, FSO Orkid. Trong năm 2012 tàu FPSO Ruby II gặp sự cố và phải bảo dưỡng thay thế thiết bị trong năm. Tuy nhiên bình quân cả năm tàu vẫn đạt 99,98% uptime đạt yêu cầu của khách hàng. Hiện nay PVS tiếp tục khẩn trương hoàn thành 02 tàu mới là FSO Biển Đông dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 6/2013 (PTSC góp 13,4 triệu USD vào liên doanh PTSC SEA để thực hiện dự án này. Dự án hiện đang thực hiện được 89,27% các công việc và đang bị chậm 12% thời gian so với kế hoạch) và FPSO Lam Sơn đi vào hoạt động trong tháng 12/2013 (Hiện PVS đã góp lần đầu tiên với giá trị 5,1 triệu USD, dự án đã thực hiện được 48,6% khối lượng công việc và đang bị chậm tiến độ 3,16% so với kế hoạch đề ra). Bên cạnh đó PVS cũng tích cực đàm phán và chuẩn bị hồ sơ cho 2 dự án FSO cho Chevron và FPSO Hàm Rồng/Côn Sơn.

Trong năm 2012, PVS đạt tổng doanh thu hoạt động O&M cho tàu FSO/FPSO, hoạt động vận hành các tàu, cho thuê nhân sự vận hành với tổng doanh thu 411 tỷ đồng đạt 116% kế hoạch năm 2012. Tính tổng doanh thu từ cả các tàu thuộc sở hữu của PVS đang ở các liên doanh thì doanh thu đạt 1.509 tỷ đồng đạt 110% kế hoạch kinh doanh năm 2012. Tuy nhiên doanh thu ghi nhận trong hoạt động FSO/FPSO chỉ là phần doanh thu hoạt động vận hành và O&M của các tàu FSO/FPSO chứ không bao gồm doanh thu cho thuê các tàu này.

Trong quý 1/2013, PVS đã đạt doanh thu thuần 96,7 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh tăng 14,7% so với cùng kỳ năm 2012. Lợi nhuận gộp đạt 18,8 tỷ đồng tăng 60,7% so với cùng kỳ năm 2012. Hiệu quả kinh doanh tăng đột biến thể hiện được hiệu quả kinh doanh rất tốt của nghiệp vụ trên.

Trong tháng 6/2013, PVS sẽ đưa tàu FSO Biển Đông vào hoạt động và tháng 12/2013 sẽ đưa tàu FPSO Lam Sơn vào hoạt động. Tuy nhiên trong năm 2012 cả 2 tàu trên sẽ chưa đem lại hiệu quả kinh doanh thực tế cho PVS do vừa đi vào hoạt động nên hiệu quả kinh doanh còn thấp. Dự báo trong năm 2014 thì 2 tàu trên mới đóng góp đáng kể vào hiệu quả của PVS thông qua lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết. Dự báo cả năm 2013, dịch vụ tàu FSO/FPSO đạt doanh thu ước tính 502 tỷ đồng tăng 25% so với năm 2012 do có thêm tàu vào vận hành nên doanh thu vận hành tàu tăng, lợi nhuận gộp ước đạt 96,9 tỷ đồng tăng 29% so với năm 2012.

Bảng 2: Kết quả kinh doanh hoạt động Dịch vụ FSO/FPSO của PVS các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011	2012	Q1/2013	2013F
Doanh thu	142,055	139,668	-	-	291,176	198,000	491,383	401,773	96,708	502,216
Tăng trưởng DN		-1.7%	-	-	-	-32.0%	148.2%	-18.2%	14.7%	25.0%
Giá vốn	126,683	91,768	-	-	162,892	89,841	333,396	326,636	77,856	405,289
Giá vốn/DT	89.2%	65.7%	-	-	55.9%	45.4%	67.8%	81.3%	80.5%	80.7%
LN gộp	15,372	47,900	-	-	128,284	108,159	157,987	75,137	18,852	96,928
LN gộp/DT	10.8%	34.3%	-	-	44.1%	54.6%	32.2%	18.7%	19.5%	19.3%
LNTT	12,632	22,616	-	-	-	-	-	-	-	-
DT liên doanh	-	-	-	-	392,740	780,000	908,617	1,097,553		
Tổng DT	-	-	-	-	683,916	978,000	1,400,000	1,509,000		

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

3. Dịch vụ Khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng thiết bị ROV

Trong năm 2012, PVS đã thực hiện dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng thiết bị ROV thông qua công ty con PTSC G&S và thông qua liên doanh 2D/3D PTSC GGGV. Trong năm, PVS đã thực hiện khảo sát 2D trên 14.000km tuyến và khảo sát 3D trên 15.000km². Bên cạnh đó PTSC G&S đã thực hiện tốt các tàu khảo sát địa vật lý trên 16.000 giờ làm việc an toàn, cung cấp trên 25 lượt ROV, thực hiện thu nỏ địa chấn 3D, khảo sát vật lý, khảo sát địa chất công trình cho PVEP Oversea tại lô M2 ngoài khơi Myanmar với khối lượng thu nỏ 3D là 1.255km², khối lượng khảo sát địa vật lý, khảo sát địa chất công trình gồm 2 vị trí 2kmx2km và hơn 390 mũi khoan.

Tổng doanh thu của dịch vụ năm 2012 đạt 3.793 tỷ đồng đạt 220% kế hoạch năm 2012 và tăng 71% so với năm 2011. Doanh thu thuần của dịch vụ đạt 3.654 tỷ đồng tăng 65,8% so với năm 2011, lợi nhuận gộp đạt 471 tỷ đồng tăng 140,2% so với năm 2011. Tỷ lệ lợi nhuận gộp/doanh thu đạt 12,9% và tăng mạnh so với mức 8,9% của năm 2011. Trong quý 1/2013, doanh thu thuần của dịch vụ đạt 605 tỷ đồng tăng trưởng 215,1% so với cùng kỳ năm 2012. Lợi nhuận gộp đạt 134,7 tỷ đồng tăng trưởng 1.486,7% so với cùng kỳ năm 2012 (cùng kỳ năm 2012, PVS đạt lợi nhuận gộp cho hoạt động này là 8,49 tỷ đồng).

Trong năm 2013, dự báo doanh thu của dịch vụ đạt 3.288,9 tỷ đồng giảm 10% so với năm 2012. Lợi nhuận gộp ước đạt 592 tỷ đồng tăng trưởng 25,7% so với năm 2012. Dự báo năm 2013 hiệu quả thực tế của hoạt động sẽ được cải thiện đáng kể so với năm 2012.

Bảng 3: Kết quả kinh doanh hoạt động Khảo sát, thăm dò địa chấn, địa chất và ROV của PVS các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1/2013	2013F
Doanh thu	41,889	69,482	-	-	160,346	511,000	2,204,502	3,654,363	605,060	3,288,926
Tăng trưởng DN		65.9%	-	-	N/a	218.7%	331.4%	65.8%	215.1%	-10.0%
Giá vốn	41,128	64,109	-	-	146,235	465,000	2,008,390	3,183,323	470,315	2,696,920
Giá vốn/DT	-	92.3%	-	-	91.2%	91.0%	91.1%	87.1%	77.7%	82.0%
LN gộp	761	5,373	-	-	14,110	46,000	196,112	471,040	134,745	592,007
LN gộp/DT	-	7.7%	-	-	8.8%	9.0%	8.9%	12.9%	22.3%	18.0%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

4. Dịch vụ căn cứ cảng

Hiện nay, PVS đang quản lý vận hành 6 cảng biển lớn chuyên phục vụ hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí tại Việt Nam và 2 cảng đang trong quá trình đầu tư xây dựng. Hệ thống cảng trải dài tại các

khu vực trọng điểm khai thác dầu khí như tại Miền Nam, Miền Trung và Miền Bắc. Trong đó cảng hạ lưu PTSC Vũng Tàu tiếp tục là cảng biển đem lại doanh thu lợi nhuận chính cho PVS với doanh thu đạt 1.375 tỷ đồng và lợi nhuận trước thuế đạt 230 tỷ đồng. Trong quý 1/2013, dịch vụ căn cứ cảng đạt doanh thu 283,9 tỷ đồng tăng 7% so với cùng kỳ năm 2012, lợi nhuận gộp đạt 62,9 tỷ đồng tăng 8,1% so với cùng kỳ năm 2012.

Ước cả năm 2013, dịch vụ căn cứ cảng đạt tổng doanh thu 1.651,5 tỷ đồng tăng 11,7% so với năm 2012 và lợi nhuận gộp đạt 437,6 tỷ đồng tăng trưởng 10,7% so với năm 2012.

Biểu 4: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cảng

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1/2013	2013F
Doanh thu	147,254	223,186	359,120	549,119	618,978	827,602	1,227,719	1,478,618	283,896	1,651,500
Tăng trưởng DN	-	51.6%	60.9%	52.9%	12.7%	33.7%	48.3%	20.4%	7.0%	11.7%
Giá vốn	109,167	139,806	264,258	402,723	442,823	608,668	895,394	1,083,226	221,014	1,213,853
Giá vốn/DT	-	62.6%	73.6%	73.3%	71.5%	73.5%	72.9%	73.3%	77.9%	73.5%
LN gộp	38,087	83,380	94,862	146,396	176,155	218,934	332,325	395,392	62,882	437,648
LN gộp/DT	-	37.4%	26.4%	26.7%	28.5%	26.5%	27.1%	26.7%	22.1%	26.5%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

5. Cơ khí, đóng mới và xây lắp

Dịch vụ cơ khí, đóng mới và xây lắp của PVS đã trải qua một năm 2012 đặc biệt khó khăn do các hợp đồng tổng thầu EPC của PVS gặp nhiều khó khăn và rủi ro. Đặc biệt tại dự án EPC nhà máy Ethanol Dung Quất, PVS cơ bản đã thực hiện xong nhưng chi phí thầu tăng mạnh nhưng giá thầu không được chủ đầu tư điều chỉnh dẫn tới trong năm 2012, PVS ghi nhận khoản lỗ từ hoạt động này hơn 492 tỷ đồng tại CTCP Dịch vụ Dầu khí Quảng Ngãi. Vì vậy, cả năm 2012 mặc dù doanh thu đạt 12.108 tỷ đồng giảm nhẹ 2,8% so với năm 2011 nhưng lợi nhuận gộp chỉ đạt 2,7 tỷ đồng giảm tới 99,4% so với năm 2011. Toàn bộ lợi nhuận của hoạt động cơ khí trong năm chỉ đủ bù lỗ từ dự án Ethanol Dung Quất.

Vì vậy, chúng tôi rất chú ý tới các nhà đầu tư về các dự án EPC của PVS trong thời gian tới đặc biệt tại 2 dự án EPC nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 và Sông Hậu. Do cả 2 dự án này đều trong giai đoạn thiết kế giải phóng mặt bằng và thu xếp vốn nên chưa phát sinh nhiều khối lượng công việc nên rủi ro giá thay đổi và không được điều chỉnh giá chưa phải quá lớn nhưng cũng cần chú ý các rủi ro này. Trong năm 2013, ước tính doanh thu hoạt động cơ khí giảm 5% so với năm 2011 với doanh thu 11.503 tỷ đồng, lợi nhuận gộp ước đạt 437 tỷ đồng.

Biểu 5: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động cơ khí, đóng mới và xây lắp

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1/2013	2013F
Doanh thu	192,074	341,001	1,890,007	2,315,371	3,193,814	7,492,768	12,461,558	12,108,570	2,533,681	11,503,142
Tăng trưởng DN		77.5%	454.3%	22.5%	37.9%	134.6%	66.3%	-2.8%	-25.2%	-5.0%
Giá vốn	135,163	331,975	1,807,860	2,208,347	3,142,534	7,300,024	12,022,515	12,105,862	2,359,281	11,123,538
Giá vốn/DT	70.4%	97.4%	95.7%	95.4%	98.4%	97.4%	96.5%	100%	93.1%	96.7%
LN gộp	56,911	9,026	82,147	107,024	51,280	192,744	439,043	2,7	174,400	379,604
LN gộp/DT	29.6%	2.6%	4.3%	4.6%	1.6%	2.6%	3.5%	0%	6.9%	3.3%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

6. Sửa chữa, vận hành, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển (O&M)

Trong năm 2012, với dịch vụ O&M của PVS cung cấp cho hầu hết các chủ mỏ và nhà thầu thăm dò, khai thác dầu khí với hàng loạt các khách hàng như BSR, TNK, JVPC, PVCL, CLJOC, VSP, Đại Hùng POC, KNOC, PVGas, TSJOC,... đầu nổi, chạy thử giàn Chim Sáo, dự án Subsea Tie-in Đại Hùng cho PVEP POC, Hải Thạch 1, Mộc Tinh 1,...

Năm 2012, dịch vụ trên đạt doanh thu 1.450 tỷ đồng giảm 39% so với năm 2011, lợi nhuận gộp đạt 216,4 tỷ đồng giảm 13,7% so với năm 2012. Trong quý 1/2013, dịch vụ O&M đạt doanh thu thuần là 125,88 tỷ đồng giảm 51,5% so với cùng kỳ năm 2012. Lợi nhuận gộp đạt 16 tỷ đồng tăng tới 46,6% so với cùng kỳ năm 2012.

Biểu 6: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh O&M các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Q1/2013	2013F
Doanh thu	18,028	61,876	1,103,448	1,561,232	1,804,074	2,961,575	2,376,684	1,450,755	125,884	1,523,292
Tăng trưởng DN		243.2%	1683.3%	41.5%	15.6%	64.2%	-19.7%	-39.0%	-51.5%	5.0%
Giá vốn	16,239	35,678	1,005,653	1,467,921	1,700,231	2,739,749	2,125,836	1,234,310	109,726	1,317,648
Giá vốn/DT	90.1%	57.7%	91.1%	94.0%	94.2%	92.5%	89.4%	85.1%	87.2%	96.5%
LN gộp	1,789	26,198	97,795	93,311	103,843	221,826	250,848	216,445	16,158	205,644
LN gộp/DT	9.9%	42.3%	8.9%	6.0%	5.8%	7.5%	10.6%	14.9%	12.8%	13.5%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

Tổng hợp doanh thu, lợi nhuận của PVS

Chúng tôi điều chỉnh lại dự báo của PVS từ báo cáo ngày 30/11/2012 theo số liệu dưới đây. Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch khả thi của PVS trong giai đoạn hiện tại và các kết quả định giá được đánh giá trên các số liệu chúng tôi thu thập lại được.

Biểu 7: Tổng hợp hoạt động kinh doanh của PVS trong tương lai (Triệu đồng)

	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	24,039,385	24,439,828	28,020,062	28,707,701	30,912,103
Doanh thu thuê tàu	4,902,023	5,485,063	5,965,382	6,563,520	7,206,023
Doanh thu FSO/FPSO	502,216	627,770	690,548	759,602	835,563
Doanh thu dịch vụ cảng	1,651,500	1,817,025	1,994,228	2,180,900	2,386,240
Doanh thu cơ khí chế tạo	11,503,142	11,848,236	14,217,883	13,506,989	14,182,339
Doanh thu O&M	1,523,292	1,000,000	1,100,000	1,210,000	1,331,000
Doanh thu Khảo sát, ROV	3,288,926	2,960,034	3,315,238	3,713,066	4,158,634
Doanh thu khác	668,285	701,699	736,784	773,623	812,305
Giá vốn	21,750,457	22,317,048	25,646,759	26,168,350	27,140,030
Lợi nhuận gộp	2,288,929	2,122,780	2,373,303	2,539,351	2,772,073
Biên LN gộp/DT	9.5%	8.7%	8.5%	8.8%	9.0%

Nguồn: PSI dự báo

Chiến lược tái cấu trúc của Tổng công ty:

Trong thời gian qua PVS đã tiến hành nhiều công việc nhằm tái cấu trúc toàn bộ Tổng công ty theo chiến lược tái cấu trúc của PVN nhằm tập trung chuyên môn hóa các công việc cốt lõi. PVS đã chuyển đổi CTCP PTSC Quảng Ngãi thành chi nhánh của PTSC, chuyển đổi CTCP Khách sạn Dầu khí và CTCP PTSC M&C thành công ty TNHH 1 TV. Bên cạnh đó PTSC cũng tiến hành thoái vốn tại các công ty không cốt lõi trong giai đoạn từ nay tới 2015.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Với các thông tin chúng tôi thu thập được thì chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của PVS trong giai đoạn 2013-2017 như sau:

Biểu 8: Kết quả dự báo của PVS

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu	16,880	24,313	24,591	28,103	29,076	36,024	38,327	40,888
Lợi nhuận gộp	1,168	1,962	1,711	2,133	2,252	2,848	3,105	3,352
LN từ HĐKD	749	842	1,105	1,390	1,426	1,781	1,826	2,155
LNST	902	1,442	1,263	1,286	1,312	1,621	1,745	2,048
LNST CT mẹ	921	1,419	1,118	1,151	1,174	1,443	1,536	1,802
EPS	4,658	4,973	3,756	3,866	3,317	3,280	3,113	3,487
ROA	5.29%	5.99%	5.13%	6.27%	6.14%	6.21%	6.92%	7.43%
ROE	26.28%	24.39%	20.21%	18.68%	17.33%	17.16%	19.93%	17.61%
Cổ tức (%)	15%	20%	15%	12%	12%	12%	12%	12%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

ĐỊNH GIÁ

So sánh với các công ty cùng ngành trên thế giới

Hiện ước có khoảng hơn 350 công ty hoạt động cùng ngành với PVS đang niêm yết trên thế giới. Chúng tôi lựa chọn 10 công ty từ các nước trên thế giới có hoạt động tương tự PVS. Từ báo cáo ngày 30/12/2012 tới nay thì thị trường chứng khoán Việt Nam đã có sự tăng trưởng đáng kể và P/E, P/B trên thị trường cũng đã tăng đáng kể so với trước đây. Các định giá dưới đây được tính trên số EPS dự báo cho năm 2013 và BV dự báo cho năm 2013. Kết quả định giá được so sánh với các công ty cùng ngành trên thế giới và Việt Nam.

Biểu 9: So sánh PVS với các công ty trên thế giới

STT	Mã	Nước	Tên công ty	Vốn hóa	EPS	P/E	BV	P/B
Các công ty tương tự								
1	YNS MK Equity	MK	YINSON HOLDING BHD	607,100,000	0.17	17.30	1.41	2.15
2	RUIS IJ Equity	IJ	RADIANT UTAMA IN	219,450,000,000	37.66	6.60	309.00	0.92
3	SDRL NO Equity	NO	SEADRILL LTD	107,880,800,000	2.37	16.20	11.73	3.39
4	2883 HK Equity	HK	CHINA OILFIELD-H	84,173,400,000	1.01	12.70	7.16	1.79
5	KRZ SP Equity	SP	KREUZ HOLDINGS LTD	401,000,000	0.07	8.10	0.30	1.91
6	SWIB SP Equity	SP	SWIBER HOLDINGS LTD	378,500,000	0.08	6.20	0.69	0.73
7	CHO SP Equity	SP	CH OFFSHORE LTD	317,300,000	0.05	7.90	0.36	1.00
8	KNMG MK Equity	MK	KNM GROUP BHD	740,700,000	0.13	4.30	1.29	0.39
9	SGB MK Equity	MK	SCOMI GROUP BHD	629,400,000	0.01	7.50	0.34	1.19
10	PSD CN Equity	CN	PULSE SEISMIC INC	195,000,000	0.44	11.00	1.58	2.03
Bình quân thế giới						9.78		1.55
Các công ty tại Việt Nam								
1	PVC VN Equity	VN	DRILLING MUD JSC	765,000,000,000	3,560	6.40	16,750	0.91
2	PVD VN Equity	VN	PETROVIETNAM DRI	8,532,500,000,00	0.3	6.50	1.6	1.21
3	PVS VN Equity	VN	PETROVIETNAM TEC	6,164,500,000,00	2,960	4.90	16,330	0.84
Bình quân tại Việt Nam						5.93		0.99
Bình quân chung						7.86		1.27

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp và dự báo

Chúng tôi nâng mức định giá của PVS từ mức 14.800 VNĐ/cổ phần trong báo cáo ngày 30/11/2012 lên mức **18.100 VNĐ/cổ phần** trong báo cáo cập nhật lần này mức tăng khuyến nghị là 21,6%. Nguyên nhân do trong năm 2013, sau khi tăng vốn điều lệ kết quả kinh doanh của PVS đã được cải thiện đặc biệt trong lĩnh vực cơ khí chế tạo sau năm 2012 cực kỳ khó khăn. Lợi nhuận trong năm 2013 có thể sẽ tăng khoảng 19,1% so với năm 2012, mặc dù EPS dự báo đạt mức 3.085 VNĐ/cổ phần giảm 17,9% so với năm 2012 do vốn điều lệ của PVS tăng 50% so với năm 2012.

Biểu 10: Định giá cổ phiếu PVS

Định giá	Giá (VNĐ)	Tỷ trọng	
FCFE	12,703	25.00%	3,179
FCFF	20,264	25.00%	5,066
P/E	21,518	25.00%	5,379
P/B	18,049	25.00%	4,512
Trung bình		100.00%	18,133

Nguồn: PSI dự báo

Với mức giá 18.100 VNĐ/cổ phần thì sẽ tương đương với mức P/E forward năm 2013 vào khoảng 5,90 lần và P/B forward vào khoảng 1,00 lần. Các mức P/E và P/B trên đều thấp hơn rất nhiều so với trung bình trung nhóm ngành tại Việt Nam cũng như nhóm ngành trên thế giới và so sánh với trung bình trung tại các sở giao dịch HSX, HNX hiện nay.

PHỤ LỤC
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	ĐVT				1.000.000 VND	
	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	24,312,607	24,590,714	24,039,385	24,439,828	28,020,062	28,707,701
Giá vốn hàng bán	22,350,849	22,879,697	21,750,457	22,317,048	25,646,759	26,168,350
Lợi nhuận gộp	1,961,758	1,711,018	2,288,929	2,122,780	2,373,303	2,539,351
Doanh thu tài chính	615,291	424,861	451,944	534,350	632,037	676,406
Chi phí tài chính	1,024,585	384,145	364,236	448,200	465,956	409,426
Chi phí bán hàng	42,997	84,811	96,158	97,759	112,080	114,831
Chi phí quản lý DN	667,084	561,867	600,985	610,996	700,502	717,693
LN thuần từ HĐKD	842,383	1,105,056	1,679,494	1,500,175	1,726,801	1,973,808
Lợi nhuận khác	709,001	450,979	60,098	83,137	103,033	135,931
LN trước thuế	1,551,384	1,556,035	1,739,593	1,583,312	1,829,835	2,109,739
Lợi nhuận sau thuế	1,442,097	1,262,597	1,501,800	1,486,942	1,717,099	1,951,497
Lợi ích cổ đông thiểu số	23,299	144,165	174,431	172,705	199,437	226,662
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,418,798	1,118,433	1,327,369	1,314,237	1,517,662	1,724,835
EPS	4,973	3,756	3,074	2,942	3,160	3,358

Nguồn: PVS, PSI dự báo

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	ĐVT				1.000.000 VND	
	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
TỔNG TÀI SẢN	23,546,497	21,222,993	23,605,120	24,992,703	27,613,717	28,628,547
Tài sản ngắn hạn	14,148,471	12,036,764	13,976,420	15,556,259	18,188,007	19,159,067
Tiền và tương đương tiền	6,082,192	5,709,909	8,217,155	9,715,458	11,491,576	12,298,300
Đầu tư tài chính ngắn hạn	80,000	164,164	14,164	-	-	-
Phải thu ngắn hạn	6,495,746	5,461,425	4,961,605	5,044,254	5,783,196	5,925,121
Hàng tồn kho	1,129,396	578,670	566,329	575,763	660,107	676,307
Tài sản ngắn hạn khác	361,137	122,595	217,166	220,784	253,127	259,339
Tài sản dài hạn	9,398,025	9,186,230	9,628,700	9,436,445	9,425,710	9,469,479
Phải thu dài hạn	159	156	156	156	156	156
Tài sản cố định	6,455,868	6,247,451	5,819,976	5,415,079	5,090,922	4,861,478
TSCĐ hữu hình	5,728,613	5,942,359	5,495,093	5,062,175	4,706,877	4,442,868
<i>Nguyên giá</i>	8,795,058	10,140,221	10,873,555	11,675,407	12,617,890	13,727,155
<i>Giá trị hao mòn lũy kế</i>	(3,066,445)	(4,197,861)	(5,378,462)	(6,613,232)	(7,911,014)	(9,284,288)
Đầu tư tài chính dài hạn	2,342,420	2,384,198	3,138,405	3,339,883	3,553,497	3,807,541
Tài sản dài hạn khác	599,578	554,425	670,163	681,326	781,135	800,305
TỔNG NGUỒN VỐN	23,546,497	21,222,993	23,605,120	24,992,703	27,613,717	28,628,547
Nợ ngắn hạn	12,178,763	9,506,045	10,020,682	10,151,707	11,403,131	11,801,971
Vay và nợ ngắn hạn	2,563,101	1,249,669	906,808	886,016	780,093	918,233
Nợ dài hạn	4,505,417	3,840,448	3,869,442	4,524,375	4,398,288	4,077,258
Vay và nợ dài hạn	3,322,796	3,346,780	3,168,602	3,811,216	3,582,616	3,241,025
Nguồn vốn chủ sở hữu	5,913,475	6,245,917	8,062,385	8,639,768	10,108,763	11,016,434
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	2,978,021	2,978,021	4,467,004	4,467,004	5,137,055	5,137,055
Lợi nhuận chưa phân phối	1,650,494	1,568,477	2,207,317	2,613,849	3,227,484	3,910,927
Nguồn kinh phí, quỹ khác	73	36	14	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	948,769	1,630,547	1,652,598	1,676,853	1,703,535	1,732,884

Nguồn: PVS, PSI dự báo

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI). Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

**PSI****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ****Phòng Nghiên cứu và Phân tích**

Điện thoại: +84 3934 3888

Email: research@psi.vn**Người viết: Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736**hanhnm@psi.vn**Phụ trách Phòng**

Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736

Email: hanhnm@psi.vn**Nghiên cứu Thị trường & KT vĩ mô**

Đào Hồng Dương, ext 6735

duongdh@psi.vn**Phân tích ngành, công ty**

Nguyễn Thùy Dương, ext 6731

anhdtv1@psi.vn

Nguyễn Thị Châu, ext 6768

chaunt@psi.vn

Ngô Hồng Đức, ext 6732

ducnh@psi.vn