

# DVKT Dầu Khí VN (PVS)

## Hoạt động M&C và lợi nhuận đột biến là động lực tăng trưởng chính

10/04/2020

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất  
Nguyễn Vinh  
vinhn@kbsec.com.vn

### Hoạt động xây lắp M&C là động lực tăng trưởng chính

Doanh thu backlog M&C đạt 3 tỷ USD, trong đó doanh thu từ các dự án lớn như Cá Voi Xanh và Lô B đạt lần lượt 800 triệu và 1.07 tỷ USD và trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận chính cho CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS). Trong năm 2020, ban lãnh đạo công ty kỳ vọng ghi nhận mức tăng trưởng doanh thu đạt 400 triệu USD dựa trên doanh thu từ dự án Nam Du U Minh (260 tỷ USD) và Cảng LNG Thị Vải (100 triệu USD). Tuy nhiên, do mức cạnh tranh cao và xu hướng giảm giá dầu Brent, KBSV cho rằng biên lợi nhuận gộp sẽ không cao và chỉ đạt mức 4.7% trong năm nay. Các mảng hoạt động khác như Tàu kỹ thuật OSV, Căn cứ cảng, O&M cũng được hưởng lợi từ doanh thu backlog từ hoạt động xây lắp M&C cao.

### Lợi nhuận đột biến từ Hợp đồng FPSO Lam Sơn dự kiến sẽ bù đắp phần nào cho lợi nhuận của PVS khi giá dầu giảm

PVS kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận đột biến trong năm 2020 nhờ Hợp đồng dài hạn chính thức FPSO Lam Sơn đã ký với Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Cụ thể, PVS đã buộc phải áp dụng mức giá tạm thuê thấp hơn so với mức giá đã thỏa thuận do chủ thầu Lam Sơn JOC dừng Hợp đồng tại mỏ Thăng Long – Đông Đô hồi tháng 06/2017. Do đó, Hợp đồng này khả năng sẽ tạo điều kiện cho PVS hồi tố lại phần chênh lệch với giá thuê ban đầu (tăng 20%) từ tháng 07/2017.

### Mức giao dịch hiện tại chỉ đạt 6.2x ước tính đồng thuận năm 2020, trong khi P/E trung bình theo tuần 5 năm đạt 7.8x

Hiện PVS chỉ đang giao dịch ở mức P/E 6.2x ước tính đồng thuận năm 2020, trong khi P/E trung bình theo tuần trong 5 năm gần đây là 7.8x, tương đương VND15,500/CP. Điều này cho thấy PVS đang bị định giá thấp. Giá mục tiêu của PVS trên Bloomberg đang ở mức VND18,700. Rủi ro: Giá dầu hòa vốn trong khu vực đang ở mức thấp (45-55 USD/thùng), và có nguy cơ khiến các hợp đồng khai thác mỏ của PVS bị trì hoãn hoặc hủy bỏ.

## Không đánh giá

### Giá mục tiêu

Tăng/giảm (%)	52.0%
Giá hiện tại (Apr 09)	VND 12,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 18,700
Vốn hóa TT(tỷ VNĐ/triệu USD)	5.7/0.2

### Dự phóng KQKD & định giá

FY-end	2016A	2017A	2018A	2019A
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	18,682	16,921	14,638	17,233
Lãi/(lỗ) từ HĐKD(tỷ VNĐ)	964	958	1,535	842
LN cố định của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	1,039	1,007	1,047	731
EPS (VNĐ)	1,983	1,792	2,028	1,356
Tăng trưởng EPS (%)	-27.2%	-9.7%	13.2%	-33.1%
P/E (x)	6.2	6.9	6.1	9.1
P/B (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE (%)	9.2%	8.3%	8.2%	6.2%
Tỷ suất cổ tức, phổ thông (%)	7.6%	3.8%	6.5%	NA

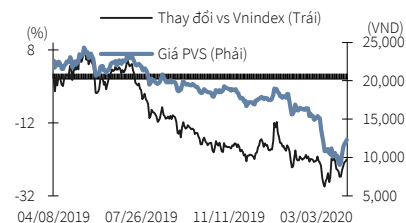
Nguồn: Bloomberg, KBSV

### Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	48.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/triệu USD)	45.1/1.9
Sở hữu nước ngoài (%)	33.7%
Cơ cấu đồng	Tập đoàn Dầu khí VN (VPN) (51.38%)

### Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7	-18.9	-20.7	-5.7
Tương đối	-5.2	-10.4	-15.6	-5.6



Nguồn: Bloomberg

## Mảng M&C & lợi nhuận đột biến là động lực tăng trưởng chính

### Mảng xây lắp M&C là động lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2020

Doanh thu M&C dự đạt 8,620 tỷ VND (+57,2% YoY) với 2 dự án chính: Sao Vàng – Đại Nguyệt và Gallaf (Al Shaheen). Tuy nhiên, sự cạnh tranh từ các nhà thầu quốc tế và nhu cầu khai thác thượng nguồn thấp ở Đông Nam Á dẫn tới biên lợi nhuận thấp, chỉ ở mức 2.06%. Ban lãnh đạo kỳ vọng mảng M&C 2020 có thể ghi nhận 400 triệu USD (21.6%) từ các dự án như Nam Du U Minh (260 triệu USD) và Cảng LNG Thị Vải (100 triệu USD). Dù vậy, giá dầu trung bình thấp 56 USD/thùng sẽ khiến biên lợi nhuận gộp thấp (4.7%). Doanh thu M&C backlog dự đạt 3 tỷ USD, bao gồm dự án Cá Voi Xanh (800 triệu USD) và Lô B (1.07 tỷ USD) (Việt Nam đang triển khai những dự án khí nhằm đáp ứng nhu cầu điện gia tăng). Các mảng kinh doanh khác của PVS như Tàu kỹ thuật dịch vụ OSV, Căn cứ cảng, Hoạt động O&M cũng sẽ được hưởng lợi từ những dự án trên.

### Lợi nhuận bất thường từ FPSO Lam Sơn

Ban lãnh đạo kỳ vọng ghi nhận lợi nhuận bất thường liên quan đến việc Lam Sơn JOC dừng hợp đồng FPSO tại mỏ Thăng Long – Đông Đô (TL-ĐĐ) vào 6/2017. Sau khi FPSO Lam Sơn dừng hoạt động do giá dầu thấp và chi phí hoạt động cao, Tập đoàn dầu khí Petro Vietnam tiếp nhận lại mỏ TL-ĐĐ và tạm thuê FPSO Lam Sơn với giá thuê là 50,600 USD/ngày (thấp hơn nhiều so với giá ban đầu). Vào 17/3/2020, PVS thay thế hợp đồng tạm với hợp đồng chính thức tại FPSO Lam Sơn với thời hạn 4 năm có hiệu lực vào 7/2017. Công ty được kỳ vọng sẽ hoàn nhập chênh lệch giữa giá thuê tạm và giá chính thức (tăng khoảng 20%) và ghi nhận 221 tỷ VND, tương đương 464 VND/CP.

### Định giá thấp (P/E ước tính đồng thuận giao dịch tại P/E 6.1x so với trung bình P/E 7.8x)

Hiện PVS đang giao dịch tại P/E kỳ vọng 2020 là 6.2x. Lợi nhuận ước tính đồng thuận 2020 là 1.055 nghìn tỷ (tương đương EPS là 1,986 VND), đã phản ánh lợi nhuận bất thường và điều chỉnh giảm lợi nhuận do giá dầu thấp. P/E trung bình theo tuần 5 năm của PVS là 7.8x, ngụ ý rằng giá mục tiêu 2020 sẽ là 15,500 VND. Giá mục tiêu kỳ vọng từ thị trường của Bloomberg là VND18,700. Rủi ro: giá dầu hòa vốn của các mỏ ở Đông Nam Á giao động từ 45-55 USD/thùng và giá dầu thấp sẽ dẫn đến trì hoãn hoặc hủy bỏ các hợp đồng khai thác.

## Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2016 A		2017 A		2018 A		2019 A	
	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Doanh số thuần	18,682,081	16,920,772	14,638,124	17,232,812				
Giá trị hàng bán	17,899,328	15,840,839	13,519,382	16,239,300				
Lãi gộp	782,753	1,079,873	1,118,742	993,512				
Thu nhập tài chính	0	294,746	505,848	323,252				
Chi phí tài chính	0	84,487	66,171	67,399				
Trong đó: Chi phí lãi vay	0	37,946	26,802	33,778				
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	461,167	722,592	435,681				
Chi phí bán hàng	91,960	85,233	101,506	107,511				
Chi phí quản lý doanh nghiệp	540,231	708,004	644,551	735,191				
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	964,394	958,064	1,534,954	842,344				
Thu nhập khác	304,152	5,274,476	88,610	396,472				
Chi phí khác	12,410	4,932,827	647,231	290,516				
Thu nhập khác, ròng	291,742	341,648	(558,620)	105,956				
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,256,136	1,299,713	976,334	948,300				
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	346,392	285,877	403,217	267,568				
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	909,744	1,033,836	573,117	680,731				
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(128,999)	26,938	(474,170)	(49,936)				
Lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ	1,038,743	1,060,897	1,047,286	730,667				

## Chỉ số hoạt động

(%)	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.2%	6.4%	7.6%	5.8%
Tỷ suất EBITDA	9.8%	9.5%	11.9%	7.4%
Tỷ suất EBIT	5.2%	4.4%	7.5%	3.4%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	6.7%	7.7%	6.7%	5.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	5.2%	5.7%	10.5%	4.9%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.6%	6.0%	7.2%	4.2%

## Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

(Tỷ VNĐ)	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A
Lãi trước thuế	1,256,136	1,299,713	976,334	948,300
Khấu hao TSCĐ	858,373	856,436	652,766	680,367
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(858,135)	(725,172)	(998,438)	(693,627)
Chi phí lãi vay	74,450	43,939	651,590	33,778
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,330,823	473,915	1,282,252	974,596
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(609,824)	290,533	(951,711)	593,272
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	(455,860)	1,497,617	(30,055)	(560,223)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	56,367	(1,393,495)	227,953	1,350,284
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	47,561	(225)	43,384	2,583
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	(445,354)	(883,478)	(380,238)	(554,843)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	(76,287)	984,867	91,585	1,805,668
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(447,571)	(435,787)	(354,534)	(870,967)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1,037	8,964	2,235	4,995
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	(1,245,394)	(1,782,128)	(690,838)	(1,925,557)
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	918,029	1,891,388	1,348,310	1,099,591
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	5,000	0	855,133	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	217,921	559,596	770,079	462,833
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(550,977)	(457,966)	1,075,253	(1,229,104)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	59,165	62,710	33,181	553,762
Tiền trả các khoản đi vay	(735,068)	(429,712)	(289,859)	(109,940)
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(808,800)	(284,048)	(508,775)	(371,384)
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(1,484,703)	(651,050)	(764,815)	72,439
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(2,119,677)	(124,149)	502,023	649,003
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	7,991,387	5,883,670	5,761,373	6,310,817
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,883,670	5,761,373	6,310,817	6,949,115

Nguồn: PVS, KB Securities Vietnam

## Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ) (Báo cáo chuẩn)	2016 A		2017 A		2018 A		2019 A	
	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP	VN GAAP
Tổng Công Tài Sản	26,541,110	24,849,784	23,089,469	25,075,058				
Tài Sản Ngắn Hạn	15,151,148	13,752,725	14,128,722	15,329,912				
Tiền và tương đương tiền	5,883,670	5,761,373	6,310,817	6,949,115				
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	9,110,177	1,524,757	1,726,317	2,742,983				
Các khoản phải thu	5,920,849	5,638,574	5,339,240	4,196,902				
Hàng tồn kho, ròng	1,650,745	465,759	493,936	1,061,408				
Tài Sản Dài Hạn	10,389,961	11,097,059	8,960,746	9,745,146				
Phải thu dài hạn	4,154,181	1,343,288	1,116,147	1,311,321				
Tài sản cố định	4,150,439	3,697,545	2,633,626	3,180,502				
Tài sản dở dang dài hạn	128,187	163,811	117,432	131,976				
Đầu tư dài hạn	4,733,713	5,709,610	4,905,470	4,938,011				
Lợi thế thương mại	0	0	0	0				
Nợ Phải Trả	13,788,658	11,737,934	10,384,222	12,544,128				
Nợ ngắn hạn	9,743,163	7,315,550	6,825,236	8,286,384				
Phải trả người bán	7,254,156	6,397,628	5,602,119	6,715,394				
Người mua trả tiền trước	1,452,225	356,732	162,312	385,905				
Vay ngắn hạn	432,147	254,716	72,124	771,723				
Nợ dài hạn	4,045,495	4,422,384	3,568,986	4,257,744				
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	200				
Người mua trả tiền trước dài hạn	1,827,199	2,100,922	2,159,056	2,380,634				
Doanh thu chưa thực hiện	1,012,903	1,357,619	1,146,148	1,232,706				
Vay dài hạn	1,143,509	900,701	192,809	584,274				
Vốn chủ sở hữu	11,752,452	13,111,850	12,705,247	12,530,930				
Vốn góp	4,467,004	4,467,004	4,779,663	4,779,663				
Thặng dư vốn cổ phần	39,617	39,617	39,617	39,617				
Lãi chưa phân phối	3,188,956	3,715,435	3,825,925	3,745,518				
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	0	0	0	0				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,430,755	1,381,469	832,970	705,342				

## Chỉ số chính

(x, % VNĐ)	2016 A	2017 A	2018 A	2019 A
Chỉ số định giá				
P/E	5.7	5.8	5.6	8.0
P/E pha loãng	5.7	5.8	5.6	8.0
P/B	0.6	0.5	0.5	0.5
P/S	0.3	0.3	0.4	0.3
P/tangible book	0.6	0.5	0.5	0.5
P/cash flow	(77.1)	6.0	30.7	3.3
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	0.8	0.7	0.2	0.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	1.5	1.5	0.3	0.2
Hệ quả quản lý				
ROE	10.1%	9.1%	8.9%	6.2%
ROA	4.0%	4.0%	4.4%	3.0%
ROIC	13.3%	9.1%	9.5%	6.6%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	60.4%	78.8%	92.5%	83.9%
Tỷ suất thanh toán nhanh	118.7%	146.2%	161.9%	151.5%
Tỷ suất thanh toán hiện thời	155.5%	188.0%	207.0%	185.0%
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	11.1%	7.7%	1.6%	4.9%
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	4.5%	3.6%	0.8%	2.3%
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	15.3%	9.8%	7.7%	11.5%
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	6.2%	4.6%	4.0%	5.4%
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	94.4%	62.4%	57.5%	70.1%
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	38.1%	29.4%	29.6%	33.0%
Tổng công nợ/Vốn CSH	133.6%	100.1%	87.5%	106.1%
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	54.0%	47.2%	45.0%	50.0%
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	0.7	0.7	0.6	0.7
Hệ số quay vòng HTK	12.6	15.0	28.2	20.9
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	4.3	4.4	4.3	4.5

## KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**  
binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**  
anhtd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Vĩ mô – Thái Thị Việt Trinh**  
trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**  
tungla@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**  
hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**  
tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**  
ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công**  
conglt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền**  
huyenntt@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**  
harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**  
dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh**  
danhnt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh**  
vinhn@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Marketing Research**

**Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin**  
shin.sy@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.