

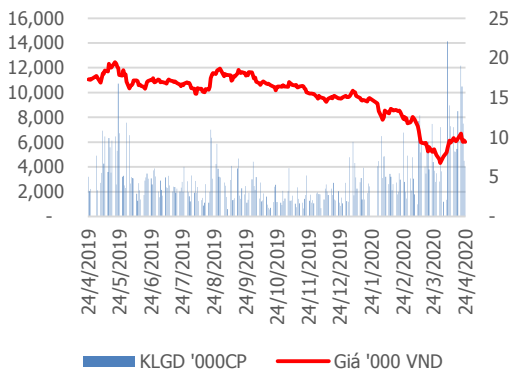
TRUNG LẬP

Báo cáo lần đầu (4/5/2020)

Giá hiện tại	9.230 VND
Giá mục tiêu 12 tháng	10.330 VND
Tăng/giảm (%)	12%
Bloomberg	PVD VN
Vốn hóa (tỷ VND)	3.891
Biến động 52 tuần (VND)	6.750-19.450
KLGDBQ 12T (000cp)	3.064
GTGDBQ 12T (tỷ VND)	46.03
Sở hữu NĐTNN (%)	49.00%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	14.34%

Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá cổ phiếu PVD 12 tháng



Diễn biến giá	1M	3M	12M
PVD (%)	14.8%	-37.2%	-45.6%
VN Index (%)	17.8%	-21.7%	-20.5%

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	50.41%
Cổ đông nước ngoài	14.34%
Cổ đông khác	35.25%

TCT CP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (HSX: PVD)

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho cổ phiếu PVD của Tổng Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí ở thời điểm hiện tại dựa trên các yếu tố:

1) Mặc dù dịch vụ khoan đã có sự phục hồi tích cực hơn trong năm 2019 và 2020, tỷ lệ hoạt động có thể đạt mức 98%-100% với giá cho thuê giàn tăng lên, nhưng chúng tôi đánh giá kết quả từ dịch vụ khoan vẫn chủ yếu do công ty tiết giảm chi phí phí khấu hao giàn khoan bằng cách kéo dài thời gian khấu hao giàn, trong khi giá cho thuê giàn khoan hiện tại vẫn chưa đảm bảo cho hoạt động kinh doanh của công ty có lợi nhuận tích cực; 2) Giá dầu sụt giảm mạnh trong thời gian qua do nhu cầu tiêu thụ dầu sụt giảm bởi dịch Covid-19, làm gia tăng khó khăn, rủi ro cho ngành dầu khí, đặc biệt là khâu thượng nguồn tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí. Hoạt động của công ty vì vậy có thể bị ảnh hưởng sau năm 2020 khi các giàn JackUp hết hạn hợp đồng cũ và phải tìm kiếm những hợp đồng mới với những thách thức rất lớn.

Tiêu điểm đầu tư

Vượt qua giai đoạn khó khăn trong 2016-2018, hoạt động sản xuất kinh doanh đang từng bước hồi phục trở lại và hứa hẹn mang lại kết quả kinh doanh khởi sắc hơn trong năm 2020.

- **Năm 2020 tiếp tục hưởng lợi từ đà phục hồi của thị trường khoan dầu trong khu vực:** Hoạt động sản xuất kinh doanh năm 2020 tiếp tục có sự hồi phục mạnh mẽ nhờ vào nhu cầu giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á, các giàn khoan Jack Up đều có việc làm ổn định từ đầu năm và kéo dài đến hết năm, dự kiến tỷ lệ việc làm lên đến 96%. Trong khi đó giàn khoan nước sâu PVDTAD đã ký được hợp đồng dài hạn chắc chắn trong 6 năm kể từ tháng 4.2021 và kéo dài 4 năm tùy chọn sau đó.
- **Là đơn vị cung cấp dịch vụ khoan và kỹ thuật giếng khoan duy nhất trong nước và uy tín tại khu vực Đông Nam Á:** là đơn vị khoan dầu duy nhất trong nước (ngoài Vietsopetro), thị phần của công ty chiếm hơn 50% trong nước và định hướng gia tăng lên 70-80% trong giai đoạn 2021-2025. Nhờ năng lực máy móc thiết bị hiện đại và đội ngũ kỹ sư, công nhân lành nghề, Công ty đã phát triển mạnh ra thị trường khoan dầu khu vực Đông Nam Á với 4/4 giàn khoan đang thực hiện khoan dầu tại Malaysia, chiếm thị phần 22% thị phần khoan dầu tại Malaysia và 12% khu vực Đông Nam Á.
- **Nguồn lực tài chính mạnh:** đã giúp công ty ổn định hoạt động và vượt qua giai đoạn khó khăn từ 2016-2018 và sẽ tiếp tục đảm bảo cho sự phục hồi, phát triển của công ty trong những năm tới.

Rủi ro đầu tư

Hoạt động cung cấp dịch vụ khoan và dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của Công ty gắn liền với hoạt động thăm dò tìm kiếm và khai thác dầu khí (khâu thượng nguồn) của các nhà thầu dầu khí. Giá dầu sụt giảm mạnh tác động trực tiếp đến hoạt động khâu thượng nguồn và từ đó, ảnh hưởng tiêu cực tới hoạt động sản xuất và hiệu quả kinh doanh của công ty.

Định giá

Chúng tôi xây dựng các kịch bản hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty trong giai đoạn 2020-2025 dựa trên năng lực của công ty và tình hình thị trường. Sử dụng các phương pháp định giá cơ bản chiết khấu dòng tiền (FCFE) và so sánh PE, PB, EV/EBITDA các doanh nghiệp cùng ngành trên thị trường khu vực và thế giới, giá trị cổ phiếu của công ty được xác định ở mức 10.330 đồng/cổ phần.

Chu Thế Huỳnh

Huynh.ChuThe@mbs.com.vn

Dự báo kết quả kinh doanh 2020-2025

Chi tiêu	Đơn vị	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F
Giá cho thuê giàn JU	nghìn usd/ngày	57.50	62.00	56.00	58.00	62.00	65.00	65.00
Tỷ lệ sử dụng giàn	%	90.0%	95.0%	86.0%	86.0%	90.0%	90.0%	90.0%
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	4,368	5,978	5,110	6,084	6,753	7,332	7,696
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	(3,918)	(5,343)	(4,934)	(5,501)	(6,049)	(6,465)	(6,776)
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	450	634	176	583	705	867	920
EBIT	Tỷ đồng	430	502	(5)	398	406	524	551
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	189	260	(237)	177	194	322	359
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	172	208	(237)	141	156	258	287
Lợi nhuận cơ công ty mẹ	Tỷ đồng	184		(221)	153	168	279	311
EPS	đồng	438	534	(525)	363	399	661	737
Tăng trưởng EPS	%	-15%	22%	-198%	na	10%	66%	11%
EV/EBITDA	lần	6.8	5.0	6.8	4.1	3.5	2.6	1.9
Cổ tức bằng tiền	đồng	-	-	-	500	500	500	500
Tỷ suất cổ tức	%	0.0%	0.0%	0.0%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
P/E	lần	22.9	19.0	(16.7)	28.0	25.5	15.4	13.8
P/B	lần	3.07	2.84	2.89	2.91	2.92	2.91	2.89
ROA	%	0.8%	1.0%	-1.1%	0.7%	0.8%	1.3%	1.4%
ROE	%	1.2%	1.5%	-1.7%	1.0%	1.1%	1.9%	2.1%
Nợ ròng/Vốn CSH	lần	0.12	0.04	0.04	(0.00)	(0.05)	(0.11)	(0.17)

Nguồn: PVD, TTNC MBS dự báo

Mới đây, công ty cũng công bố sơ bộ tình hình hoạt động và kết quả kinh doanh quý I.2020. Theo đó, Theo đó, trong quý 1/2020 tình hình kinh doanh của tương đối ổn định và hiệu quả với doanh thu ước đạt 1.650 tỷ đồng, tăng 45% so với kế hoạch, lợi nhuận sau thuế ước đạt 27 tỷ đồng, tăng 80% so với kế hoạch.

PVD cho biết trong quý 1/2020 các giàn khoan của PVD hoạt động liên tục và đơn giá cho thuê tăng gần 10% so với cùng kỳ năm 2019. Các giàn khoan tự nâng có hiệu suất hoạt động đạt 100%, trong đó PV Drilling có 4 giàn tự nâng sở hữu (PV DRILLING I, II, III và VI) hoạt động liên tục tại thị trường Malaysia và 3 giàn khoan thuê (HAKURYU 11, IDUN và SAGA) hoạt động tại thị trường Việt Nam (giàn SAGA bắt đầu khoan từ tháng 02/2020).

Ngoài ra, giàn đất liền PV DRILLING 11 đang có kế hoạch hoạt động trở lại sớm cho chiến dịch khoan của GBRS trong năm 2020, giàn khoan nước sâu PV DRILLING V hiện đang thực hiện các công tác tái khởi động giàn và đầu tư cụm thiết bị khoan DES có tải trọng phù hợp để bắt đầu chiến dịch khoan tại Brunei cho Shell Brunei Petroleum, dự kiến từ tháng 4.2021.

Luận điểm đầu tư

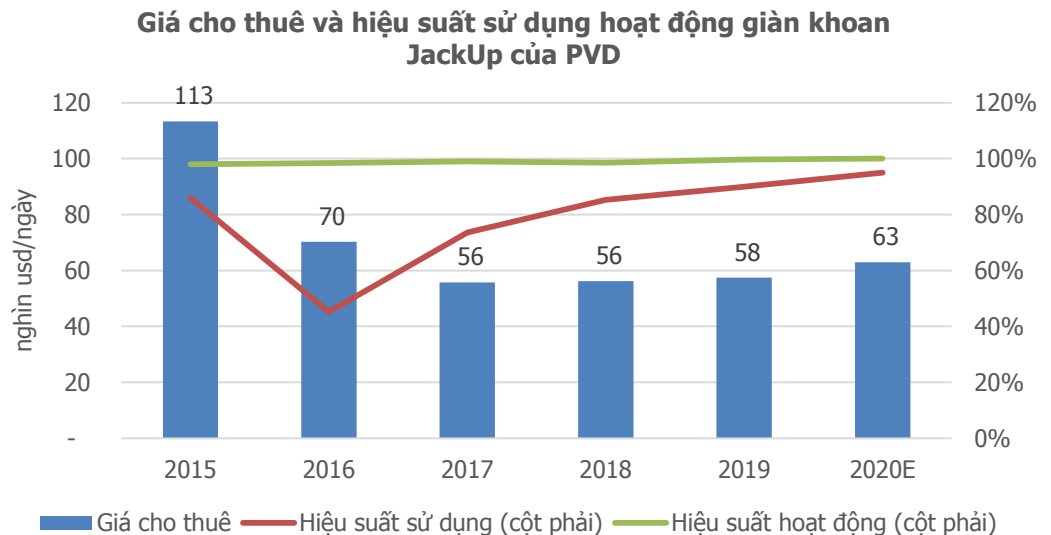
Điểm nhấn đầu tư

Lĩnh vực hoạt động cốt lõi vượt qua khó khăn và tiếp tục phục hồi

Hoạt động cho thuê giàn khoan và cung cấp dịch vụ khoan dầu khí đã gặp nhiều khó khăn trong giai đoạn 2016-2018 do hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí trong nước và khu vực bị sụt giảm nghiêm trọng bởi giá dầu giảm mạnh trước đó. Tỷ lệ hoạt động các giàn ở mức thấp và giá cước phí giảm mạnh dẫn đến hoạt động cốt lõi bị thua lỗ.

Từ năm 2019, tỷ lệ hoạt động của các giàn khoan đã tăng lên, cùng với đó là giá cước cho thuê cũng được cải thiện. Kết hợp với công tác quản trị chi phí đã dẫn đưa hoạt động kinh doanh vượt qua khó khăn và phục hồi trở lại.

Năm 2020, 4 giàn khoan Jackup của công ty đều có hợp đồng ký dài hạn cả năm (chắc chắn và lựa chọn) và tỷ lệ hoạt động dự kiến đạt mức 98%, giá cước cho thuê cũng tăng thêm từ 6-8%, đạt từ 65-68 usd/ngày.



Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Nhu cầu khoan dầu tại thị trường trong nước và khu vực đã tăng từ 2018.

Nhu cầu khoan tìm kiếm thăm dò trong nước cũng đang được tăng lên cùng với chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045" và tình hình hoạt động thực tế, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đang rà soát chiến lược phát triển các lĩnh vực cốt lõi, đẩy mạnh công tác tìm kiếm thăm dò gia tăng trữ lượng và sản lượng khai thác dầu khí, góp phần hiện thực hóa mục tiêu cung cấp năng lượng sơ cấp đến năm 2030 đạt khoảng 175 - 195 triệu tấn dầu quy đổi, đến năm 2045 đạt khoảng 320 - 350 triệu tấn dầu quy đổi.

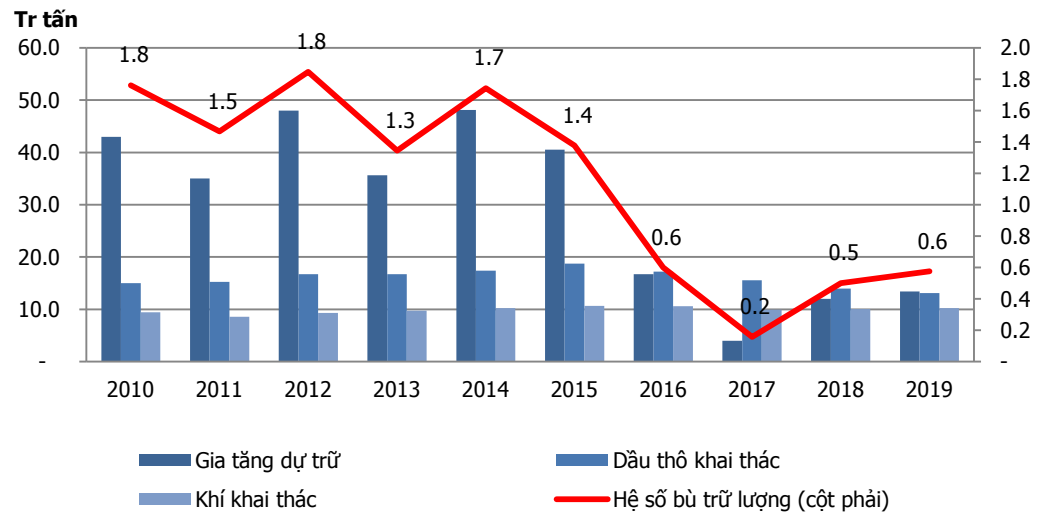
Với Nghị quyết số 55-NQ/TW ngày 11/2/2020 của Bộ Chính trị về "Định hướng chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045" và tình hình hoạt động thực tế, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam đang rà soát chiến lược phát triển các lĩnh vực cốt lõi, đẩy mạnh công tác tìm kiếm thăm dò gia tăng trữ lượng và sản lượng khai thác dầu khí, góp phần hiện thực hóa mục tiêu cung cấp năng lượng sơ cấp đến năm 2030 đạt khoảng 175 - 195 triệu tấn dầu quy đổi, đến năm 2045 đạt khoảng 320 - 350 triệu tấn dầu quy đổi.

Xác định hoạt động thăm dò khai thác dầu khí gắn liền với Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội của đất nước, Tập đoàn đang triển khai các giải pháp để tăng cường công tác tìm kiếm thăm dò tài nguyên dầu khí ở trong nước, đồng thời tìm kiếm cơ hội thăm dò và khai thác dầu khí ở nước ngoài trên cơ sở có hiệu quả kinh tế, có trọng tâm, trọng điểm.

Mục tiêu là đẩy mạnh thăm dò các khu vực đang khai thác ở trong nước nhằm tận dụng cơ sở hạ tầng và duy trì sản lượng khai thác; đẩy mạnh công tác điều tra cơ bản, tìm kiếm thăm dò gia tăng trữ

lượng, sử dụng hiệu quả nguồn tài nguyên dầu khí ở trong nước; tiếp tục đầu tư tìm kiếm thăm dò khai thác ở khu vực nước sâu, xa bờ khi điều kiện thuận lợi.

Gia tăng dự trữ và khai thác dầu khí của Việt Nam



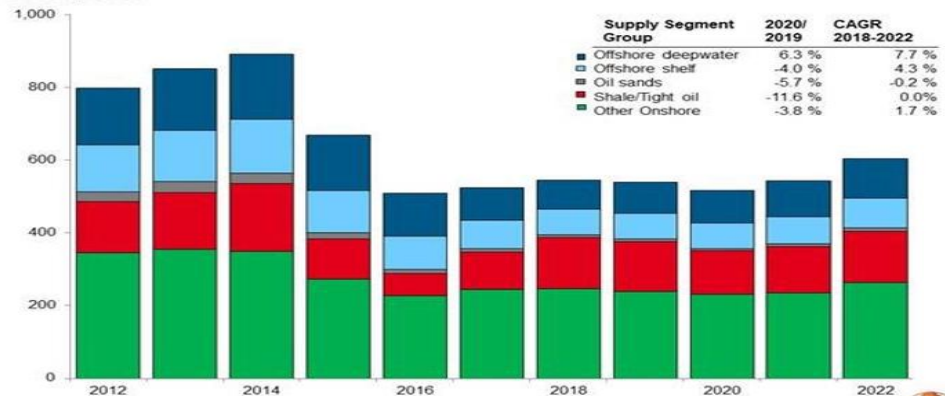
Nguồn: PVN, TTNC MBS tổng hợp

Tại thị trường khu vực, nhu cầu tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí cũng tăng lên tại các nước như Indonesia, Malaysia, Thailand... thúc đẩy nhu cầu khoan dầu gia tăng trở lại.

Số liệu của Rystad Energy cho thấy, nhu cầu vốn cho hoạt động thăm dò tìm kiếm dầu khí toàn cầu và khu vực đã tăng lên từ năm 2018 và dự báo tăng trưởng 5% trong giai đoạn 2018-2022.

Dự báo dòng vốn đầu tư và lĩnh vực tìm kiếm thăm dò và khai thác Dầu khí

Global investments by supply segment
Billion USD



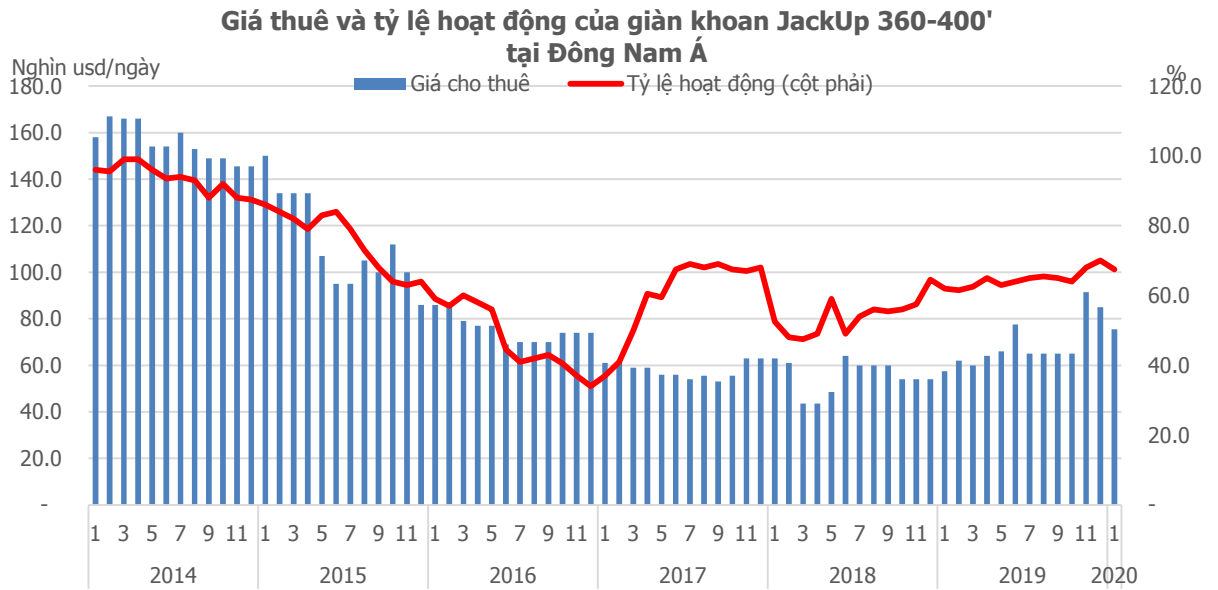
Source: Rystad Energy UCube, December 2019



Nguồn: Rystad Energy, TTNC MBS tổng hợp

Kể từ đầu năm 2018, giá cho thuê giàn khoan đã tăng trở lại sau giai đoạn sụt giảm kéo dài từ giữa năm 2015. Giá thuê tại thời điểm cuối năm 2019 tăng mạnh lên mức gần 90 nghìn usd/ngày đối với giàn JackUP IC 360-400 WD, trong tháng 1.2020 giá đang ở mức 75 nghìn usd/ngày.

Cùng với giá thuê giàn khoan tăng, tỷ lệ giàn khoan hoạt động cũng tăng lên từ mức dưới 50% tại đầu năm 2018 lên mức 68-70% vào cuối năm 2019 đến nay.



Nguồn: IHS Markit, Bloomberg TTNC MBS tổng hợp

Mặc dù vậy, với việc giá dầu sụt giảm mạnh từ đầu tháng 3.2020, chắc chắn sẽ ảnh hưởng đến nhu cầu giàn khoan và đặc biệt là giá thuê giàn tại thị trường khoan dầu toàn cầu và khu vực Đông Nam Á.

Thị phần dịch vụ khoan trong nước chiếm trên 50% và tiếp tục tăng lên.

Đối với dịch vụ khoan, hiện công ty chiếm 50% thị phần cung cấp giàn khoan tự nâng trong nước, và tiếp tục xây dựng chiến lược phát triển đến năm 2025 chiếm 70-80% thị phần cung cấp giàn khoan tự nâng trong nước.

Tại thị trường khu vực Đông Nam Á, Công ty đang cạnh tranh trực tiếp với các đối thủ tư Borr Drilling, Velesto Energy, Aban Offshore, Japan Drilling, Shelf Drilling, Seadrill, Valaris... đều là những công ty cung cấp dịch vụ khoan mạnh với số lượng giàn khoan lớn và thị trường trải rộng ở nhiều khu vực trên thế giới. Tuy nhiên, xét về số lượng giàn tự nâng hoạt động thường xuyên, Công ty đang xếp thứ hai với 4 giàn tự nâng vận hành liên tục ổn định, chỉ sau Velesto Energy (Malaysia) với 7 giàn.

Nhờ năng lực quản lý và đội ngũ kỹ sư có trình độ, công ty đã vượt qua nhiều đối thủ và trúng thầu nhiều hợp đồng tại thị trường khu vực, tập trung tại thị trường Malaysia. Năm 2017 thị phần giàn khoan tự nâng của công ty tại Malaysia là 12% thì năm 2018 tăng lên 14% và 2019 là 22%. Tính trên thị trường Đông Nam Á, thị phần của công ty cũng tăng lên và đạt trên 12%.

Các giàn khoan được đội ngũ chuyên gia, kỹ sư và công nhân khai thác vận hành ổn định liên tục với tỷ lệ an toàn không tai nạn (Zero LTI) các giàn khoan liên tục ở mức cao. Nhận được các chứng chỉ đánh giá chất lượng của tổ chức khoan dầu thế giới.

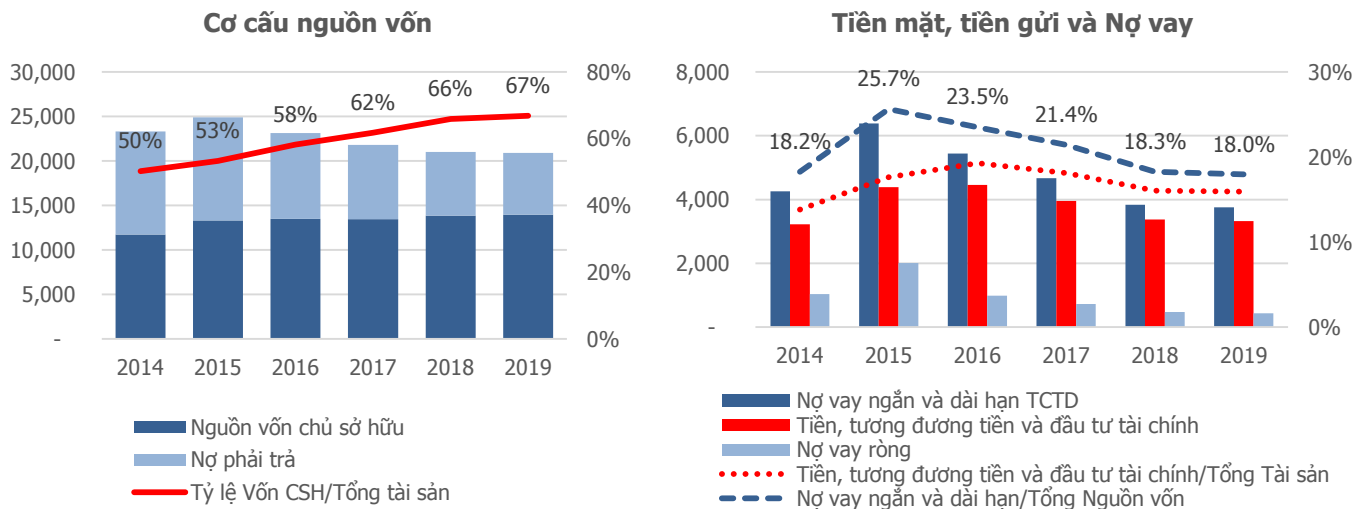
Giàn	Mốc vận hành không tai nạn (Zero LTI)
PVD I	2019: đạt mốc 13 năm liên tục Zero LTI
PVD II	11.2019: đạt mốc 10 năm liên tục Zero LTI
PVD III	11.2019: đạt mốc 10 năm liên tục Zero LTI
PVD VI	3.2020: đạt mốc 5 năm liên tục Zero LTI

Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Nguồn lực tài chính mạnh đảm bảo cho sự phục hồi và phát triển ổn định

Nguồn lực tài chính được tích lũy qua nhiều năm phát triển, đảm bảo cơ cấu tài chính lành mạnh với vốn chủ sở hữu chiếm tỷ lệ cao trong tổng nguồn vốn, tăng từ 58% năm 2016 lên 67% vào năm 2019. Trong khi đó, Nợ vay tổ chức tín dụng chiếm tỷ lệ thấp và giảm dần từ 24% xuống còn 18% giai đoạn 2016-2019.

Nguồn tiền và tương đương tiền chiếm tỷ trọng khá lớn trong tổng tài sản, từ 16-19%, với giá trị đạt từ 3.300-4.300 tỷ đồng. Kết hợp với quản trị khoản phải thu, hàng tồn kho đảm bảo dòng tiền hoạt động và giúp công ty vượt qua giai đoạn khó khăn từ 2016-2018.



Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Rủi ro đầu tư

❖ Rủi ro giá dầu giảm

Giá dầu giảm mạnh từ 2014-2016 đã kéo theo sự giảm sút mạnh về hoạt động đầu tư tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí trong nước cũng như khu vực. Trong năm 2018-2019 giá dầu hồi phục trở lại và kéo theo nhu cầu khoan thăm dò tìm kiếm và khai thác dầu tăng lên, nhu cầu và giá thuê giàn khoan tăng lên làm tăng hiệu quả hoạt động của công ty.

Mặc dù vậy, từ đầu năm 2020 đến nay, trước tác động của dịch Covid-19, nhu cầu tiêu thụ dầu thế giới sụt giảm nghiêm trọng do hoạt động kinh tế toàn cầu bị đóng băng, giá dầu đã bị sụt giảm nghiêm trọng, từ mức 64-66 usd/thùng xuống dưới 20 usd/thùng, mức thấp nhất trong hơn 20 năm qua. Điều này được đánh giá là rủi ro rất lớn cho hoạt động của công ty trong những năm tới khi giá dầu ở mức thấp làm giảm nhu cầu, nguồn vốn vào lĩnh vực thăm dò tìm kiếm và khai thác dầu khí.

• Nguồn công việc bị thu hẹp

Mặc dù đã rất nỗ lực trong việc tìm kiếm nguồn công việc cả thị trường trong nước và khu vực, nhưng do nhu cầu xuống thấp, trong năm 2017-2018, hoạt động của công ty đã trải qua nhiều khó khăn khi các giàn khoan Jackup chỉ hoạt động với hiệu suất 50-55%, trong khi đó, giàn khoan nước sâu với giá trị đầu tư lớn không có việc làm và phải nằm chờ.

• Giá cước phí giảm xuống thấp

Giá dầu giảm làm cũng làm cho giá cước thuê giàn và cung cấp dịch vụ khoan dầu giảm xuống mức thấp trên thị trường toàn cầu và công ty không phải là ngoại lệ. Giá cước xuống thấp đã không bù đủ chi phí cho hoạt động vận hành giàn khoan, công ty phải chịu lỗ gộp trong năm 2017-2018. Công ty cũng phải thực hiện giảm chi phí cố định bằng các điều chỉnh chính sách khấu hao để ổn định tình hình.

- ***Nợ phải thu khó đòi***

Giá dầu giảm cũng gây ra hệ lụy các chủ đầu tư thăm dò khai thác dầu khí không có đủ nguồn lực để thanh toán các khoản nợ phải trả cho nhà thầu khoan dầu. Trong các năm 2017-2018 ngoài khó khăn về hoạt động kinh doanh, công ty phải liên tục trích lập dự phòng phải thu khó đòi, càng làm cho hiệu quả kinh doanh xuống thấp.

- ❖ **Rủi ro về thị trường thăm dò tìm kiếm đang dần cạn kiệt, thu hẹp**

Ngoài ảnh hưởng của giá dầu, trong dài hạn, công ty cũng bị ảnh hưởng của nguồn công việc trong nước đang bị thu hẹp dần khi các dự án đầu tư thăm dò tìm kiếm và khai thác trong nước đang gặp những khó khăn thách thức rất lớn.

Các khu vực có nguồn dầu khí tiềm năng dồi dào đã cạn kiệt, cần phải mở rộng ra các khu vực nước sâu, khó khăn trong hoạt động thăm dò tìm kiếm, chi phí cao, khó hấp dẫn và tìm kiếm được nhà đầu tư.

Tranh chấp chủ quyền trên biển đông cũng là trở ngại lớn, đã có nhiều nhà đầu tư phải rút đi làm cho các dự án đầu tư bị dừng, giãn trong những năm qua.

Đánh giá hoạt động sản xuất kinh doanh và tài chính công ty 2016-2019

Hoạt động sản xuất kinh doanh 2016-2019

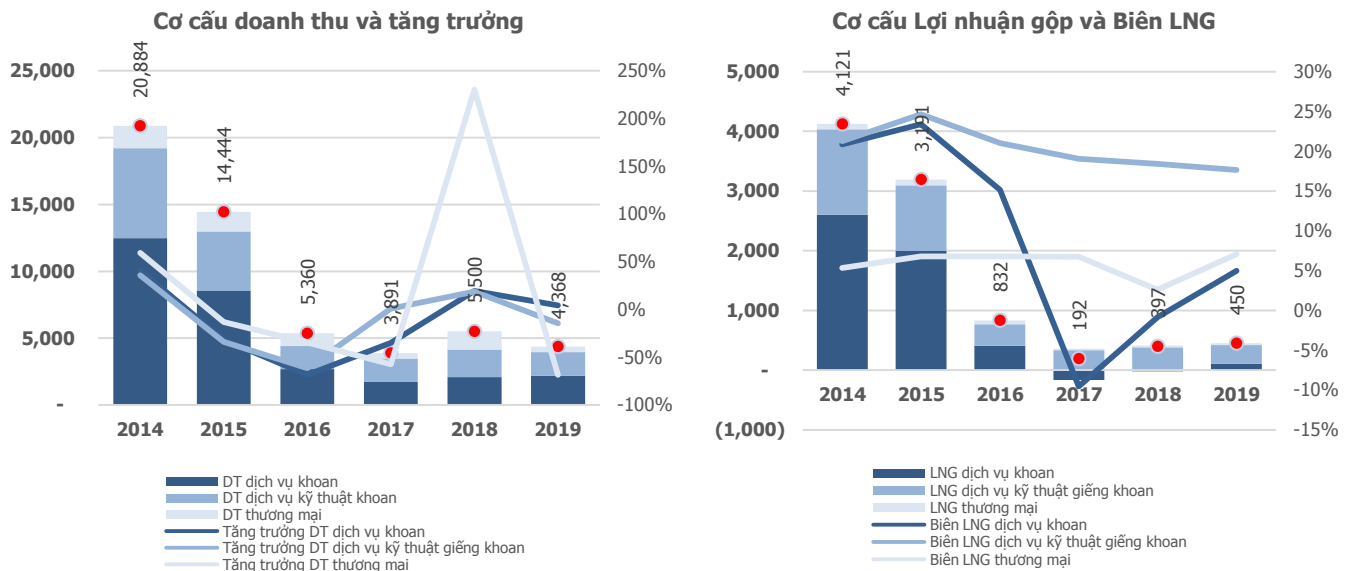
Kết quả kinh doanh sụt giảm mạnh trong năm 2016-2018

Giá dầu sụt giảm mạnh trong năm 2015-2016 đã làm cho thị trường khoan dầu trong nước và khu vực thay đổi toàn bộ, nhu cầu giàn khoan và giá cước phí giảm mạnh, tác động tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của công ty.

Doanh thu hoạt động giảm mạnh từ 21.884 tỷ đồng năm 2014 xuống còn 3.891 tỷ đồng trong năm 2017, mức giảm kép đạt 95.3%. Doanh thu dịch vụ khoan giảm từ 12.470 tỷ xuống còn 1.774 tỷ đồng, tương ứng CAGR – 96.5%.

Lãi gộp giảm xuống từ mức 4.121 tỷ đồng năm 2014 xuống còn 192 tỷ đồng năm 2017, mức giảm kép 98.8%. Lãi gộp dịch vụ khoan giảm mạnh xuống mức âm (-) 167 tỷ đồng trong năm 2017, CAGR giai đoạn 2014-2017 đạt -101.6%.

Hoạt động sản xuất kinh doanh thuần năm 2016 giảm xuống 182 tỷ đồng và năm 2017 là lỗ 472 tỷ đồng. Chỉ nhờ vào thu nhập khác từ ghi nhận hồi tố khoản quỹ khoa học công nghệ với 634 tỷ đồng, công ty mới thoát lỗ.



Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Hồi phục từ năm cuối năm 2018 đến nay

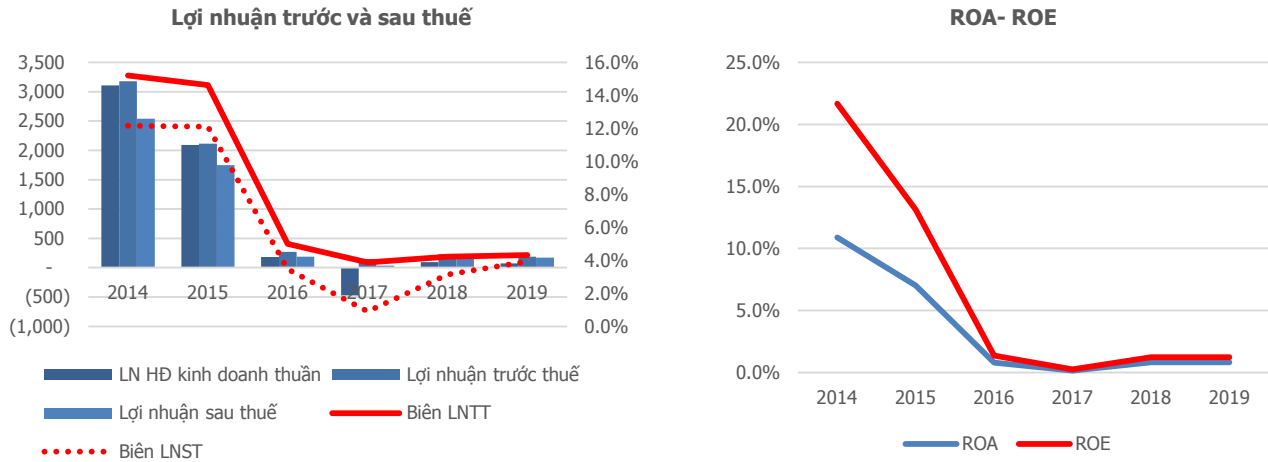
Cùng với sự phục hồi của giá dầu, hoạt động của công ty cũng gia tăng trở lại nhờ hiệu suất sử dụng, hiệu suất hoạt động và giá thuê giàn khoan tăng lên. Công ty cũng áp dụng chính sách kiểm soát chi phí khi thực hiện giảm chi phí khấu hao các giàn khoan PVD II, PVD III, PVD VI nhằm ổn định kết quả sản xuất kinh doanh từ năm 2018.

Doanh thu năm 2018 tăng trở lại 41% và đạt 5.500 tỷ đồng, trong đó lĩnh vực cốt lõi dịch vụ khoan tăng 20% lên 2.085 tỷ đồng và hoạt động dịch vụ kỹ thuật giàn khoan tăng 19% lên 2.066 tỷ đồng.

Đặc biệt hơn, nhờ kiểm soát chi phí, dịch vụ khoan đã giảm bớt lỗ gộp từ 167 tỷ năm 2017 xuống còn -16 tỷ năm 2018 và đạt 108 tỷ lãi gộp năm 2019.

Kết quả là năm 2018, hoạt động kinh doanh thuần có lãi trở lại 92 tỷ đồng và năm 2019 là 71 tỷ đồng.

Nhờ hoàn nhập dự phòng, lợi nhuận trước thuế lần lượt đạt 233 và 189 tỷ đồng trong năm 2018 và 2019.



Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Mặc dù tỷ lệ sử dụng giàn khoan Jack Up và giá cho thuê giàn tăng lên, theo đó lợi nhuận gộp đã quay trở lại từ năm 2018, nhưng rõ ràng rằng, điều này cơ bản đến từ việc công ty điều chỉnh thời gian khấu hao giàn khoan từ 20 năm lên mức 35 năm, điều này làm giảm chi phí khấu hao mỗi năm khoảng 170 tỷ đồng. Như vậy có thể thấy, mức giá cho thuê giàn hiện nay vẫn chưa đảm bảo công ty có được lợi nhuận tích cực, vẫn còn nhiều khó khăn trong hoạt động dịch vụ khoan.

Tình hình tài chính của công ty

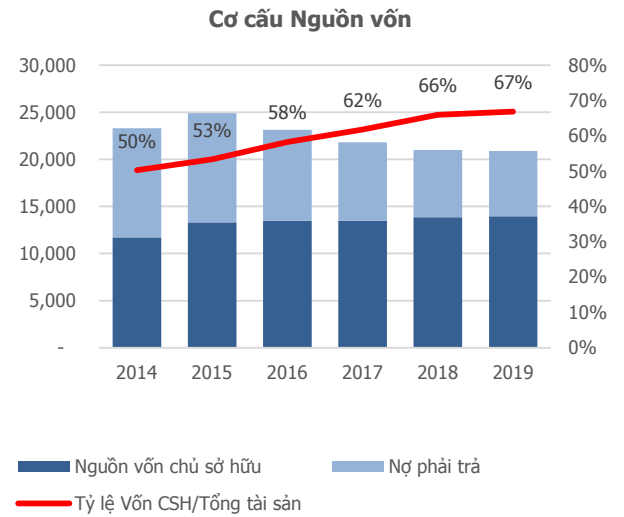
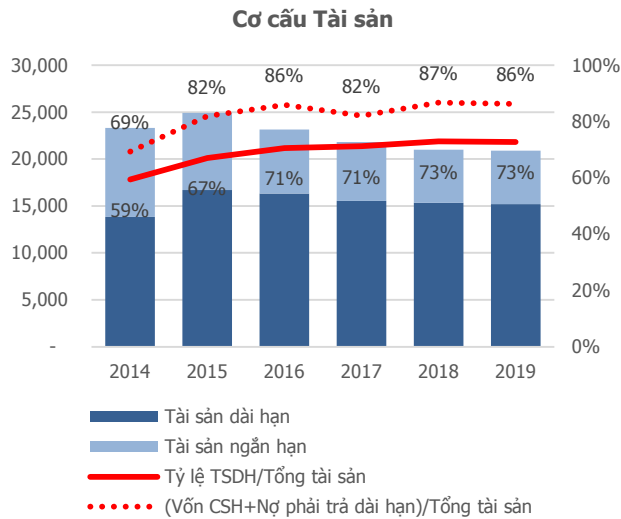
Mặc dù hoạt động khó khăn trong 2016-2018, nhưng có thể khẳng định, tình hình tài chính của công ty rất lành mạnh và ổn định. Điều này nhờ vào năng lực quản trị tài chính và công ty tích lũy được nguồn lực tài chính dồi dào trong giai đoạn 2010-2015.

Cơ cấu tài sản- nguồn vốn

Cơ cấu tài sản và nguồn vốn cân đối đảm bảo hoạt động sản xuất kinh doanh ổn định. Tài sản dài hạn luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản và luôn được hỗ trợ mạnh từ nguồn vốn dài hạn gồm vốn chủ sở hữu và nợ phải trả dài hạn

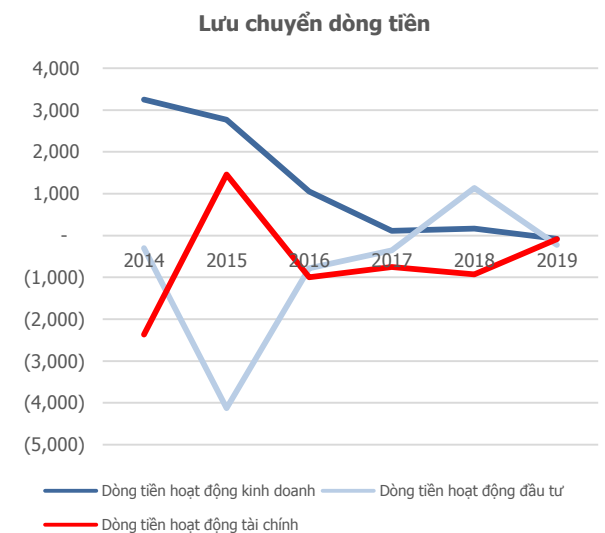
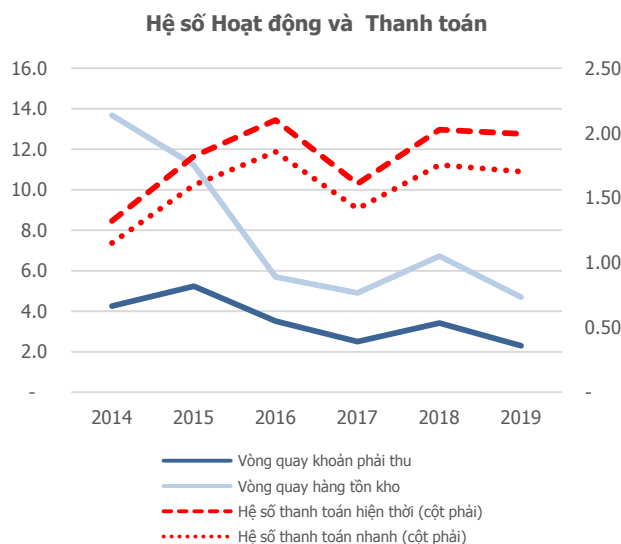
Giá trị tổng tài sản đến cuối 2019 đạt 20.982 tỷ đồng, trong đó tài sản ngắn hạn đạt 5.705 tỷ tương ứng 27%, tài sản dài hạn đạt 15.187 tỷ đồng, chiếm 73% tổng tài sản. Trong tài sản ngắn hạn, công ty cũng luôn duy trì lượng tiền, tương đương tiền và đầu tư tài chính ngắn và dài hạn (tiền gửi có kỳ hạn) ở mức cao.

Vốn chủ sở hữu luôn chiếm tỷ trọng cao trong tổng nguồn và ngày càng tăng thêm.



Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Hệ số tài chính và Dòng tiền



Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp

Dự báo hoạt động sản xuất kinh doanh 2020-2025

Tình hình thị trường hoạt động tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí

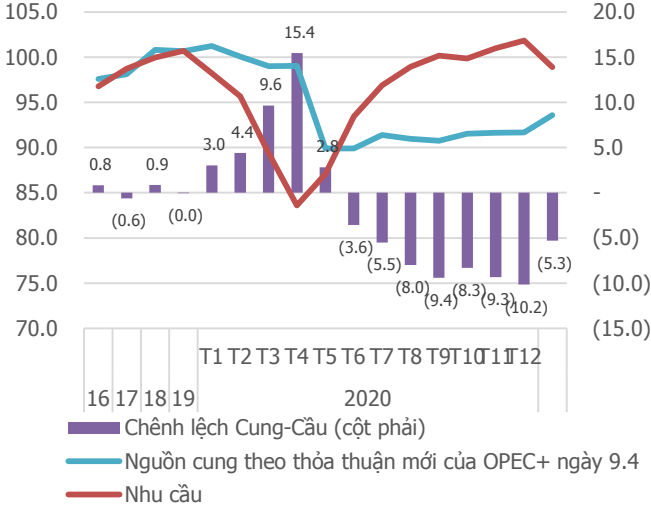
Diễn biến giá dầu

Ngành dầu khí thế giới đang bị chao đảo bởi giá dầu giảm mạnh từ đầu năm xuống mức thấp lịch sử từ trước đến nay do nhu cầu dầu sụt giảm mạnh bởi dịch Covid-19 bùng phát trên toàn cầu khiến kinh tế thế giới tê liệt. Nhiều tổ chức dự báo nhu cầu dầu thế giới sẽ giảm đến 30% trong tháng 4.2020, tương đương mức 29-30 triệu thùng/ngày. Cơ quan thông tin năng lượng Mỹ dự báo nhu cầu dầu năm 2020 sẽ giảm khoảng 5,2%, tương đương mức 5,5 triệu thùng/ngày xuống còn mức 95,5 triệu thùng/ngày, trong khi Cơ quan năng lượng thế giới (IEA) còn dự báo mức sụt giảm nhu cầu lớn hơn với hơn 9%, tương đương với 9,2 triệu thùng/ngày.

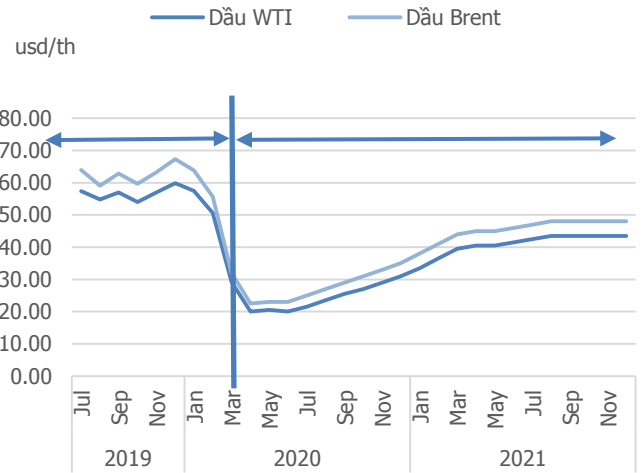
Thỏa thuận cắt giảm sản lượng dầu khai thác ngày 9/4 mới đây của nhóm OPEC+ với mức cắt giảm lịch sử lên đến 9,7 triệu thùng/ngày trong tháng 5-6.2020 có vẻ chưa làm thị trường dầu ổn định, giá dầu tiếp tục lao xuống mức âm với dầu WTI và dầu Brent về mức dưới 20 usd/thùng, mức thấp nhất từ nhiều thập kỷ qua.

EIA dự báo, giá dầu trung bình năm 2020 ở mức 33.04 usd/thùng đối với dầu Brent và 29.34 usd/thùng đối với dầu WTI, lần lượt giảm 48.67% và 48.54% so với mức trung bình năm 2019. Sang năm 2021, giá trung bình đạt 45.62usd/thùng với dầu Brent và 41.12 usd/thùng với dầu WTI.

Dự báo Cung-Cầu dầu (sau khi có thỏa thuận cắt giảm của nhóm OPEC+ ngày 9.4.2020)



Dự báo giá dầu của EIA khi chưa có thỏa thuận cắt giảm của nhóm OPEC+ ngày 9.4.2020



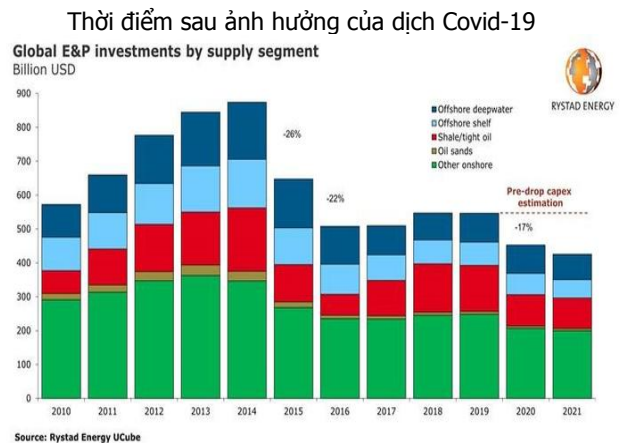
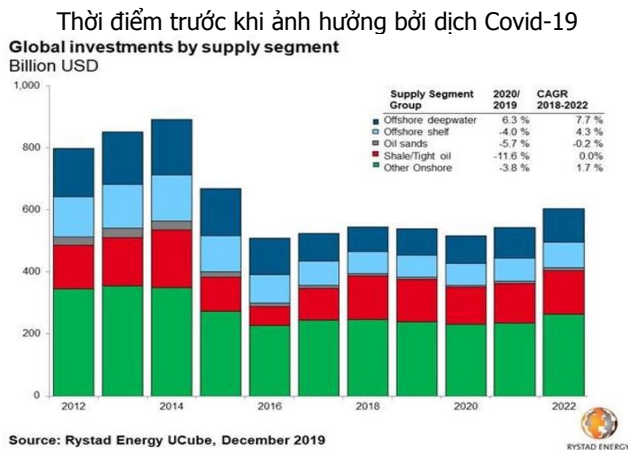
Nguồn: EIA, OPEC+, TTNC MBS tổng hợp

Thị trường khoan dầu thế giới và khu vực

Theo báo cáo của Rystad, nhu cầu thị trường khoan thăm dò dầu khí toàn cầu và trong khu vực đã tăng tốt trở lại từ năm 2019 thể hiện qua dòng vốn đầu tư vào thăm dò tìm kiếm tăng từ mức đáy 2018. Rystad dự báo nguồn vốn tăng trưởng với tốc độ khoảng 6% trong giai đoạn 2017-2025.

Mặc dù vậy, với dịch Covid-19 lan rộng trên toàn cầu làm nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu giảm mạnh tới gần 30%, đầu tư trong khâu thượng nguồn (thăm dò và khai thác dầu khí) vì vậy cũng được dự báo sẽ có những suy giảm, đặc biệt là khi giá dầu giảm mạnh từ tháng 3.2020.

Dự báo dòng vốn đầu tư vào hoạt động tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí

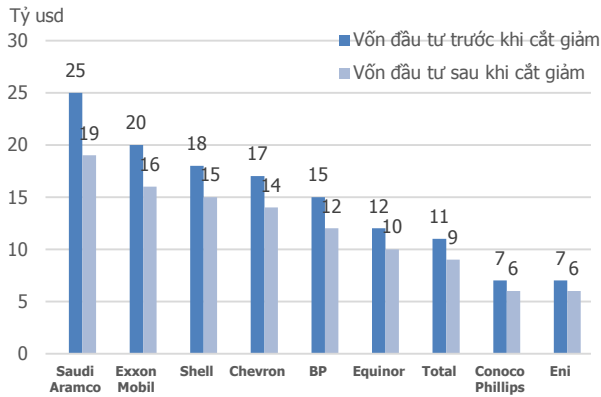


Nguồn: Rystad Energy, TTNC MBS tổng hợp

Rystad Energy dự báo nguồn vốn đầu tư trong khâu thượng nguồn sẽ giảm khoảng 20% trong năm 2020, tương đương với khoảng 100 tỷ usd từ mức 546 tỷ usd năm 2019 xuống mức 450 tỷ của năm 2020 và 420 tỷ trong năm 2021. Đây là dự báo dựa trên giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở mức 33 usd/thùng và 44 usd/thùng trong năm 2021. Với kịch bản thấp hơn với giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở mức 25 usd/thùng, nguồn vốn đầu tư khâu thượng nguồn có thể giảm sâu hơn xuống mức 380 tỷ usd trong năm 2020 và 300 tỷ usd trong năm 2021.

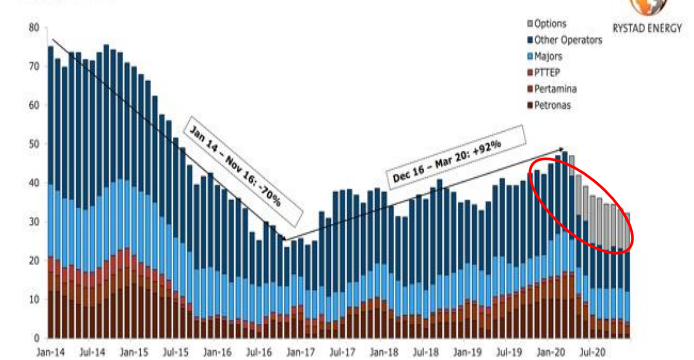
Một số công ty dầu khí lớn trên thế giới cũng được dự báo cắt giảm nguồn vốn đầu tư hoạt động thăm dò và khai thác. Theo đó, đến đầu tháng 4.2020 Rystad Energy dự báo 9 công ty dầu lớn gồm Saudi Aramco, Exxon Mobil, Shell, Chevron, BP, Equinor, Conoco phillips và Eni sẽ cắt giảm khoảng 25 tỷ usd trong kế hoạch 2020.

Cắt giảm vốn đầu tư của một số công ty dầu lớn



Nhu cầu khoan dầu có thể bị sụt giảm trong năm 2020-2021

Contracted rigs with options in Southeast Asia
Supply months



Nguồn: Rystad Energy, TTNC MBS tổng hợp

Cùng với cắt giảm nguồn vốn đầu tư, Rystad Energy dự báo nhu cầu giàn khoan dầu khí sẽ giảm xuống và tỷ lệ các hợp đồng khoan dầu sẽ bị hủy bỏ trong năm 2020 và 2021 có thể lên đến mức 10%, tương đương với khoảng 3 tỷ usd giá trị hợp đồng bị sụt giảm.

Tại khu vực Đông Nam Á, vào cuối tháng 3.2020, các chuyên gia tại Rystad Energy cũng đưa ra cảnh báo cho viễn cảnh sụt giảm nhu cầu khoan dầu mà trước đó được đánh giá là có sự tăng trưởng trong năm 2020. Theo đó, nếu không có hợp đồng mới nào được ký kết và các hợp đồng tùy chọn nào được thực hiện (kéo dài hợp đồng với các điều kiện tùy chọn trước đây), tỷ lệ hoạt động giàn khoan sẽ giảm xuống 54% từ tháng 3 cho đến tháng 12 năm 2020, tương đương mức giảm 18% so với cùng kỳ năm 2019¹.

Thị trường trong nước

Hoạt động tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí là lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, do đó Tập đoàn tập trung nhiều nguồn lực cho lĩnh vực này.

Chiến lược phát triển ngành Dầu khí Việt Nam đến năm 2025 và tầm nhìn đến năm 2035 theo Nghị quyết số 41-NQ/TƯ ngày 23-7-2015 của Bộ Chính trị đặt ra mục tiêu quan trọng là phải gia tăng trữ lượng dầu khí. Thế nhưng, những năm gần đây, mục tiêu này không đạt được như kỳ vọng

Hệ số gia tăng trữ lượng bù trừ vào sản lượng khai thác đang ở mức báo động (0,54 lần). Trong khi giai đoạn 2011-2015 hệ số này đạt 1,5 lần - mức an toàn để phát triển bền vững, sang năm 2016 chỉ đạt 0,65 lần; riêng năm 2017 còn 0,17 lần - mức báo động nghiêm trọng.

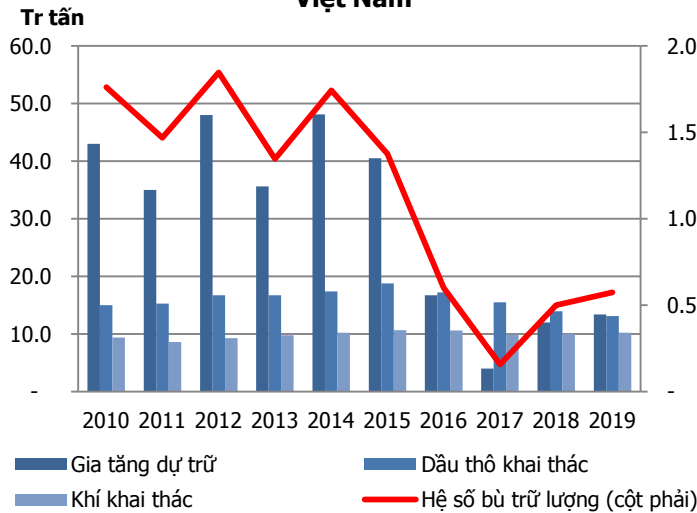
Trước đây, hằng năm, PVN khoan 30-40 giếng thăm dò, đầu tư 2-2,5 tỉ USD, gia tăng được 35-40 triệu tấn quy dầu. Từ năm 2015 trở lại đây, số giếng khoan hàng năm chỉ khoảng 10 giếng, vốn đầu tư cho tìm kiếm thăm dò giảm xuống còn 400-600 triệu USD, giảm 4-5 lần so với trước.

Theo Nghị quyết số 55-NQ/TW ngày 11.2.2020 của Bộ Chính trị về Định hướng Chiến lược phát triển năng lượng quốc gia của Việt Nam đến năm 2030, tầm nhìn đến năm 2045, ngành dầu khí sẽ phải hiện thực hoá mục tiêu cung cấp đủ nhu cầu năng lượng trong nước, đáp ứng cho các mục tiêu của Chiến lược phát triển kinh tế - xã hội 10 năm 2021 - 2030. Cụ thể, trong 10 năm từ 2021 - 2030, mục tiêu đặt ra với ngành dầu khí là bảo đảm cung cấp khoảng 175 - 195 triệu tấn dầu quy đổi.

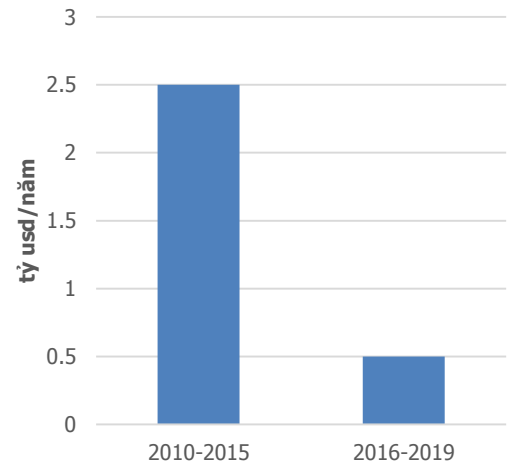
Do vậy, chúng tôi kỳ vọng, những năm tới đây, hoạt động tìm kiếm thăm dò dầu khí trong nước sẽ được tập trung thực hiện để đạt được mục tiêu chiến lược phát triển của ngành dầu khí trong an ninh năng lượng và chủ quyền biển đảo quốc gia.

¹ <https://www.rystadenergy.com/newsevents/news/press-releases/rig-utilization-could-fall-by-18pct-in-southeast-asia-in-2020-as-eps-weight-their-options/>

Gia tăng dự trữ và khai thác dầu khí của Việt Nam



Đầu tư cho thăm dò tìm kiếm dầu khí hàng năm



Nguồn: PVN, TTNC MBS tổng hợp

Mặc dù vậy, với việc giá dầu sụt giảm mạnh từ đầu năm 2020 đến nay, hoạt động tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí trong nước lại gặp phải những khó khăn thách thức to lớn. Giá dầu giảm làm cho hiệu quả khai thác dầu khí sụt giảm nghiêm trọng, nguồn vốn đầu tư cũng bị hạn chế thu hẹp, nhiều dự án phải xem xét tính toán lại thời điểm thực hiện, dừng, giãn tiến độ.

Một số nhà thầu dầu khí nước ngoài đang tham gia hoạt động thăm dò tìm kiếm dầu khí tại Việt Nam cũng có những quyết định dừng, giãn tiến độ thực hiện đầu tư các dự án khai thác trong năm 2020 như Jasdestone Energy đã quyết định dừng đầu tư tại mỏ Nam Du- U Minh trong năm 2020². Trong khi đó, rất có thể các dự án của chủ đầu tư nước ngoài như dự án Lạc đà Vàng của Murphy, hay dự án của Cá Voi Xanh của Exxon Mobil cũng bị cắt giảm, giãn tiến độ đầu tư khi các chủ đầu tư cắt giảm kế hoạch vốn đầu tư của mình trong năm 2020³.

Dự báo hoạt động sản xuất kinh doanh của công ty

Hoạt động của công ty đã phục hồi trở lại từ cuối năm 2018 nhờ nhu cầu khoan dầu khí trong khu vực tăng nên và năng lực hoạt động của công ty nên đã trúng thầu nhiều dự án quốc tế. Tỷ lệ hoạt động và giá thuê đang trên đà phục hồi tốt hứa hẹn một giai đoạn mới hồi phục và phát triển của công ty. Mặc dù vậy, dịch Covid-19 và giá dầu giảm rất có thể tình hình hoạt động của công ty chưa phục hồi đã lâm vào tình hình khó khăn.

Trong ngắn hạn năm 2020, nhờ các hợp đồng cung cấp dịch vụ khoan và kỹ thuật khoan, công ty đang có những kết quả kinh doanh khả quan trong quý I và kéo dài trong cả năm.

Hiện tất cả 4 giàn khoan JackUp của công ty đều có việc làm ổn định cho đến hết năm 2020 tại thị trường nước các nước trong khu vực, (riêng giàn PVD III sẽ hết hạn trong tháng 8.2020, PVD cần chuẩn bị hợp đồng mới thay thế). Tại thị trường trong nước, PVD hiện đang thuê lại 3 giàn JackUp để cung cấp cho các chủ đầu tư thăm dò và khai thác trong nước:

² <https://www.ogj.com/exploration-development/article/14170196/jadestone-delays-nam-du-and-u-minh-gas-developments>

³ <https://ihsmarkit.com/research-analysis/the-impact-of-the-oil-price-collapse-on-apac-upstream-fids.html?ite=987233&ito=1274&itq=71b312e1-a214-4b70-bc1c-956f457b146c&itx%5Bidio%5D=34481844>

<http://www.pvn.vn/Pages/Tap-doan/The-gioi-tim-cach-cuu-cong-nghiep-dau-khi/997ffc3e-9c74-4744-beca-ee12d71af827>

Giàn	2020												2021						
	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	
Giàn khoan Sở hữu																			
PVD I	Khoan cho Habiscus (Petronas Carigali) với 16 giếng																		
PVD II	Khoan cho Petronas Malaysia																		
PVD III	Hợp đồng khoan cho Repsol Malaysia dự kiến đến tháng 5/2021. Mặc dù vậy, rất có thể Repsol sẽ phải kết thúc sớm hợp đồng do dịch Covid-19 và giá dầu giảm.																		
PVD VI	Sapura Energy Malaysia	Hợp đồng khoan cho Rosneft Việt Nam																	
PVD V	Thực hiện khởi động, chuẩn bị cho hợp đồng khoan cho Brunei Shell Petroleum Sdn Bhd															Bắt đầu khoan cho BSP từ 4.2021			
PVD 11			Đã ký hợp đồng khoan 3 năm cho GBRS tại Algeria từ tháng 3.2020. Mặc dù vậy, thời gian thực hiện đang tạm dừng do dịch Covid-19																
Giàn khoan hợp tác với đối tác																			
HAKURYU	Hợp đồng khoan cho Idenmitsu Vietnam tại mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt đến hết năm 2020 và tiếp tục kéo dài đến 10.2021																		
IDUN	Khoan cho Hoàng Long JOC			Khoan cho JVPC 4 giếng chắc chắn															
SAGA	Khoan tại Lô 114 cho ENI đến tháng 8.2020																		

Nguồn: BCTN của PVD, MBS tổng hợp

Trong các năm tới, chúng tôi dự báo nhu cầu thị trường tìm kiếm thăm dò và khai thác sẽ bị ảnh hưởng của giá dầu sụt giảm, kéo theo thị trường khoan dầu khi sẽ bị sụt giảm, do vậy tỷ lệ hoạt động giàn khoan và giá thuê giàn sẽ bị điều chỉnh. Trong trường hợp giá dầu duy trì ở mức 40-50 usd trong các năm 2021-2023, chúng tôi cho rằng hoạt động của công ty rất có thể sẽ gặp phải những khó khăn, thua lỗ như giai đoạn 2017-2018.

Chúng tôi dự báo, giá thuê giàn JackUp sẽ giảm về mức 55 nghìn usd/ngày trong năm 2021 và 60 nghìn usd/ngày cho năm 2022 và có thể phục hồi tăng lên mức 65 nghìn usd/ngày từ 2023 đến năm 2025 đạt mức 75 nghìn usd/ngày.

Tỷ lệ hoạt động các giàn khoan JackUp cũng được điều chỉnh xuống mức 85% cho năm 2021-2022, sau đó tăng trở lại mức 90% đến năm 2025.

Đối với giàn PVD V, chúng tôi giả thiết vẫn thực hiện hợp đồng dài hạn với BSP với giá trung bình 95 nghìn usd/ngày. Mức giá hiện tại có thể ở mức thấp, tuy nhiên, giá dầu giảm mạnh cùng với các cảnh báo khó khăn cho thị trường khoan dầu thì đây có thể là hợp đồng không tồi cho PVD trong những năm tới.

Dự báo Kết quả kinh doanh giai đoạn 2020-2025:

Chỉ tiêu	Đơn vị	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F
Giá cho thuê giàn JU	nghìn usd/ngày	57.50	62.00	56.00	58.00	62.00	65.00	65.00
Tỷ lệ sử dụng giàn	%	90.0%	95.0%	86.0%	86.0%	90.0%	90.0%	90.0%
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	4,368	5,978	5,110	6,084	6,753	7,332	7,696
Giá vốn hàng bán	Tỷ đồng	(3,918)	(5,343)	(4,934)	(5,501)	(6,049)	(6,465)	(6,776)
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	450	634	176	583	705	867	920
			502		398	406	524	551

EBIT	Tỷ đồng	430		(5)				
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	189	260	(237)	177	194	322	359
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	172	208	(237)	141	156	258	287
Lợi nhuận cổ đông công ty mẹ	Tỷ đồng	184	225	225	(221)	153	168	279
EPS (VND)	đồng	438	534	534	(525)	363	399	661
Tăng trưởng EPS (%)	%	-15%	22%	22%	-198%	Na	10%	66%

Nguồn: PVD, TTNC MBS tổng hợp và dự báo

Định giá cổ phiếu PVD

Theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE để định giá cổ phiếu PVD dựa trên những giả định về tình hình hoạt động và kết quả kinh doanh của công ty trong giai đoạn 2020 - 2025.

Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu được xác định ở mức 15.56% dựa trên lãi suất trái phiếu chính phủ kỳ hạn 10 năm phát hành tại thời điểm quý I.2020 và phần bù rủi ro cổ phiếu là 8%.

Kết quả là giá trị cổ phiếu của công ty đạt mức 12.880 đồng/cổ phần.

Chi tiêu	Đơn vị	Giá trị
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	%	15.56%
Tăng trưởng dòng tiền thuần sau 2023	%	3.00%
Equity risk Premium	%	8.00%
Beta	Lần	1.57
Hiện giá dòng tiền tự do giai đoạn 2020E - 2025F	Tỷ đồng	2,739
Hiện giá dòng tiền tự do sau năm 2025F	Tỷ đồng	3,831
Tiền và tương đương tiền cuối năm 2020	Tỷ đồng	2,620
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	9,191
Vay và nợ cuối năm 2020	Tỷ đồng	3,761
Giá trị vốn chủ sở hữu	Tỷ đồng	5,430
Số lượng cổ phần	Cổ phần	421.545.789
Giá trị mỗi cổ phần	Đồng	12.880

Định giá theo phương pháp so sánh:

Chúng tôi thực hiện lựa chọn các doanh nghiệp cùng ngành kinh doanh trong nước và khu vực để so sánh nhằm tìm kiếm ra mức giá hợp lý cổ phiếu của công ty, kết quả là:

Mã cổ phiếu	Tên Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu usd)	P/B	P/E	EV/EBITDA T12M
SAPE MK Equity	SAPURA ENERGY BHD	Malaysia	365.7	0.08		20.51
300164 CH	Tong Petrotech Corp	China	-		12.07	
PENB MK Equity	PETRA ENERGY BHD	Malaysia	55.4	0.63	3.88	1.87
VEB MK Equity	VELESTO ENERGY BHD	Malaysia	291.4	0.45		6.97
002828 CH Equity	XINJIANG BEIKEN ENERGY ENG-A	China	275.5	1.98		
000852 CH Equity	SINOPEC OILFIELD EQUIPMENT-A	China	561.7	1.46	9.53	
2883 HK Equity	CHINA OILFIELD SERVICES-H	China	6,595.8	0.71	10.44	
3337 HK Equity	ANTON OILFIELD SERVICES GP	China	197.8	0.48	5.21	3.81

PTTEP TB Equity	PTT EXPLOR & PROD PUBLIC CO	Thailand	9,349.0	0.87	6.31	2.32
RIG US Equity	TRANSOCEAN LTD	US	731.3	0.06		
DO US Equity	DIAMOND OFFSHORE DRILLING	US	108.8			
Trung bình				0.75	7.91	7.09

Nguồn: Bloomberg, MBS Research tổng hợp

Tổng hợp kết quả định giá:

Phương pháp	Kết quả định giá	Hệ số	Giá trị cổ phiếu (VND)
FCFE	12.300	0.3	3.865
PE	3.900	0.3	1.170
PB	24.720	0.1	2.470
EV/EBITDA	9.415	0.3	2.825
Giá Trung bình			10.330

Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	4,368	5,978	5,110
Giá vốn hàng bán	-3,918	-5,343	-4,934
Lợi nhuận gộp	450	634	176
Doanh thu hoạt động tài chính	165	165	165
Chi phí tài chính	-241	-242	-232
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	111	113	118
Chi phí bán hàng	-17	-21	-18
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-397	-478	-511
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	71	171	-301
EBIT	430	502	-5
Lợi nhuận trước thuế	189	260	-237
Lợi nhuận sau thuế	172	208	-237
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	184	225	-221
Lợi nhuận sau thuế cổ đông thiểu số	-12	-17	-16
Thu nhập mỗi cổ phần (EPS)	438	534	-525
Bảng cân đối kế toán			
	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	5,705	6,845	6,144
I. Tiền & tương đương tiền	1,890	2,620	2,313
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,033	1,033	1,033
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,907	2,112	1,806
IV. Hàng tồn kho	835	1,025	946
V. Tài sản ngắn hạn khác	39	54	46
Tài sản dài hạn	15,187	14,603	14,522
I. Các khoản Phải thu dài hạn	15	15	14
II. Tài sản cố định	13,936	13,398	13,375
1. Tài sản cố định hữu hình	13,767	13,236	13,213
2. Tài sản cố định vô hình	169	162	162
III. Bất động sản đầu tư	-	-	-
IV. Tài sản dở dang dài hạn	28	43	43
V. Đầu tư tài chính dài hạn	1,051	998	948
VI. Tài sản dài hạn khác	157	149	142
Tổng tài sản	20,892	21,448	20,666
Nợ phải trả			
I. Nợ ngắn hạn	2,862	3,493	3,233
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	1,911	2,494	2,303
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	521	521	521
II. Nợ dài hạn	4,061	3,761	3,461
1. Các khoản phải trả dài hạn	831	831	831
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	3,230	2,930	2,630
Vốn chủ sở hữu	13,968	14,194	13,972
1. Vốn điều lệ	4,215	4,215	4,215
2. Thặng dư vốn cổ phần	1,604	1,604	1,604
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	3,805	4,030	3,809
4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	4,097	4,097	4,097
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	247	247	247
Tổng nguồn vốn	20,892	21,448	20,666

Lưu chuyển dòng tiền	2019	2020F	2021F
Lợi nhuận trước thuế	189	260	(237)
Lưu chuyển dòng tiền hoạt động kinh doanh	(77)	1,017	718
Lưu chuyển dòng tiền đầu tư	(223)	(4)	(742)
Lưu chuyển dòng tiền tài chính	(87)	(283)	(284)
Lưu chuyển tiền trong kỳ	(388)	730	(308)
Tiền tương đương tiền đầu kỳ	2,265	1,890	2,620
Tiền tương đương tiền cuối kỳ	1,890	2,620	2,313

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	10.3%	10.6%	3.4%
Biên EBITDA	23.2%	18.2%	16.0%
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	4.2%	3.8%	-4.3%
ROE	1.2%	1.5%	-1.7%
ROA	0.8%	1.0%	-1.1%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-21%	37%	-15%
Lợi nhuận gộp	13%	41%	-72%
Lợi nhuận trước thuế	-19%	38%	-191%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-7%	22%	-198%
EPS	-15%	22%	-198%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	1.99	1.96	1.90
Thanh toán nhanh	1.72	1.67	1.61
Nợ/tài sản	0.33	0.34	0.32
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.50	0.51	0.48
Khả năng thanh toán lãi vay	1.78	2.08	(0.02)
Định giá			
Cổ tức	0%	0%	0%
EPS (VND)	438	534	-525
BVPS (VND)	32,551	33,085	32,560

Nguồn: PVD, TTNC MBS

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Năng lượng, Điện

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Bất động sản, Xây dựng, Vật liệu xây dựng

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Phân phối bán lẻ, công nghệ

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Công nghiệp, Năng lượng

Chu Thế Huỳnh (Huyhnh.ChuThe@mbs.com.vn)

Ngân hàng, bảo hiểm

Lê Khánh Tùng (Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

Đệt may

Phạm Thị Phương Anh (Anh1.PhamThiPhuong@mbs.com.vn)

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/ giá hiện tại**

MUA	$\geq 15\%$
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -15% đến $+15\%$
BÁN	$\leq -15\%$

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỘ SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.