

**Ngành Dầu khí**

Báo cáo cập nhật Q3/2019

21 tháng 08, 2019

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **23.180**

Giá thị trường (21/08/2019) 21.700

Lợi nhuận kỳ vọng +7,3%

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	13.840-28.480
Vốn hóa	10.324 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	4777.966.290 CP
KLGD bình quân 10 ngày	2.560.808 CP
% sở hữu nước ngoài	23,93%
Room nước ngoài	49,00%
Beta	1,77

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Bình Nguyễn**

(84 4) 3928 8080 ext 213

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

# Tổng Công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

Mã giao dịch: PVS

Reuters: PVS.HN

Bloomberg: PVS VN

## LNST 2019 dự báo tăng trưởng 22% nhưng chưa đủ để đánh giá OUTPERFORM

**Dự báo 2019.** Cho năm 2019, BVSC dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt là 16.950 tỷ đồng và 1.245 tỷ đồng, tăng 16% và 22% yoy, chủ yếu nhờ việc liên doanh địa vật lý CGGV ngừng hoạt động chờ giải thể. Tình hình cụ thể một số mảng hoạt động kinh doanh như sau:

- ❑ **Cung cấp tàu dịch vụ:** tiếp tục gặp cạnh tranh từ tư nhân nhưng nhờ tiết giảm chi phí nên biên lợi nhuận được cải thiện lên mức 8,9% 1H 2019 so với mức 8,5% 1H 2018. Doanh thu dự báo tương đương năm 2018 ở mức 1.800 tỷ đồng.
- ❑ **FSO/FPSO:** tiếp tục được cho thuê với đơn giá thấp, trong đó chúng tôi đặc biệt lưu ý đối với FPSO Lam Sơn hiện đang cho PVEP thuê theo hợp đồng tạm thời, đơn giá bareboat tạm tính là 50.000 USD/ngày nhưng thực tế PVEP chưa thanh toán hết khiến cho khoản phải thu ngắn hạn đối với PVEP tính đến cuối Q2/2019 lên tới 706 tỷ đồng.
- ❑ **Cảng:** duy trì ổn định và là mảng hoạt có biên lợi nhuận gộp cao nhất, doanh thu cả năm 2019 ước đạt 1.700 tỷ đồng với biên gộp đạt 22,0%.
- ❑ **M&C:** Hai dự án mới khởi động trong năm 2019 là dự án Al Shaheen (Qatar) Q2/2019 với tổng giá trị là 300 triệu USD, tiến độ tổng thể của dự án hiện đạt 10,89% và dự án kho cảng LNG 1 triệu tấn Thị Vải Q3/2019 với tổng giá trị 286 triệu USD sẽ góp phần đảm bảo doanh thu cho mảng M&C. Ngoài ra, PVS tiếp tục với các dự án khác (Sao Vàng Đại Nguyệt, Nam Du/U Minh,...). PVS cũng đang tích cực chuẩn bị tham gia đấu thầu dự án Nam Côn Sơn 2 phần đường ống trên bờ.
- ❑ **O&M:** doanh thu và biên lợi nhuận gộp dự báo tương đương năm 2018 ở mức 950 tỷ đồng và 8,6%.
- ❑ **Thăm dò địa chấn ROV:** PVS đang tích cực tiến hành giải thể liên doanh địa vật lý CGGV, tuy nhiên theo thông tin của chúng tôi liên doanh vẫn chưa giải quyết xong các nghĩa vụ nợ do đó liên doanh vẫn ghi nhận khoản lỗ 143 tỷ đồng 1H 2019. Chúng tôi kỳ vọng việc giải thể sẽ hoàn tất trong năm nay.

**Khuyến nghị đầu tư.** BVSC giữ nguyên khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PVS. Chúng tôi sử dụng P/E bình quân 3 năm gần nhất để ước tính giá trị hợp lý của PVS. Theo đó giá cổ phiếu của PVS là **23.180 đồng/cổ phần**. Mặc dù là một trong những doanh nghiệp ít chịu ảnh hưởng trực tiếp của giá dầu nhưng việc giá dầu duy trì ở mức tương đối tốt trong 3 năm trở lại đây đã giúp cho các hoạt động thăm dò khai thác sôi động trở lại, nguồn việc của PVS cũng được cải thiện. Tuy một số mảng hoạt động như tàu dịch vụ, FSO/FPSO chưa thực sự hồi phục như giai đoạn 2012-2014 nhưng chúng tôi cho rằng PVS cơ bản đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất. Các dự án lớn khởi động trong năm 2019 cùng với việc giải thể liên doanh CGGV sẽ là yếu tố đảm bảo lợi nhuận khả quan cho PVS trong năm 2019.

## Dự báo doanh thu theo từng mảng hoạt động 2019

Mảng hoạt động	2018	2019	% YoY	Cơ sở dự báo
<b>Cung cấp tàu dịch vụ</b>				
Doanh thu	1.876	1.800	-4%	Tiếp tục gặp cạnh tranh mạnh từ tư nhân, tuy nhiên nhờ việc tích cực cắt giảm chi phí và hạn chế sử dụng tàu ngoài, doanh thu từ hoạt động cung cấp tàu dịch vụ 1H 2019 đạt 940 tỷ đồng, tăng 12% so với cùng kỳ năm ngoái. Tổng số ngày hoạt động của các tàu dịch vụ tăng hơn 5% yoy. Biên gộp theo đó cũng được cải thiện từ mức 8,5% 1H 2018 lên mức 8,9%. Cho cả năm 2019, BVSC dự báo doanh thu đạt 1.800 tỷ đồng, biên gộp được giả định ở mức 10,8% bằng bình quân 3 năm liền trước.
Lợi nhuận gộp	209	194		
<i>Biên gộp</i>	11,1%	10,8%		
<b>FSO FPSO</b>				
Doanh thu	1.671	1.500	-10%	Tình hình hoạt động của một số FPSO/FSO hiện tại như sau: - Bể Cửu Long: FPSO Lam Sơn cho lô 01/97 và 02/97 của Lam Sơn JOC, FPSO Ruby II cho lô 01/17 và 02/17 của PVN - Bể Nam Côn Sơn: FSO Biển Đông 1 cho lô 05-2 và 05-3 (Hải Thạch - Mộc Tinh) của Biển Đông POC, FSO Rong Doi MV12 cho lô 11-2 (Rồng Đồi - Rồng Đồi Tây) của KNOG Chúng tôi xin lưu ý, hiện nay FPSO Lam Sơn và FPSO Lam Sơn đều đang được kỳ hợp đồng tạm thời. Đặc biệt, đối với FPSO Lam Sơn, đơn giá bareboat tạm tính là 50.000 USD/ngày, khi có hợp đồng chính thức đơn giá có thể thay đổi chúng tôi sẽ tiếp tục cập nhật khi có thông tin mới. BVSC dự báo doanh thu cả năm sẽ đạt khoảng 1.500 tỷ đồng.
Lợi nhuận gộp	120	135		
<i>Biên gộp</i>	7,2%	9,0%		
<b>M&amp;C</b>				
Doanh thu	7.343	10.000	36%	Chúng tôi xin nhắc lại về tình hình một số dự án lớn tiếp tục được triển khai trong năm 2019 như sau: - Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (Q3/2017-Q3/2022): EPCI cho một giàn xử lý trung tâm ở mỏ Sao Vàng, một giàn dầu giếng ở mỏ Đại Nguyệt và hệ thống pipeline, tiến độ tổng thể của dự án hiện đạt 52,14%. - Dự án Gallaf – Al Shaheen (Q2/2019-Q2/2021): Xây 3 giàn dầu giếng cho mỏ Al Shaheen; nâng cấp công trình ngầm để đầu nối vào 3 giàn hiện hữu, tiến độ tổng thể của dự án đạt 10,89%. - Dự án LNG Thị Vải (Q3/2019-Q4/2022): PVS đảm nhận khoảng 40% khối lượng công việc với tổng mức đầu tư cho giai đoạn 1 là khoảng 286 triệu USD. Ngoài ra PVS hiện cũng đang tham gia đấu thầu EPC phần đường ống trên bờ và các trạm cho Nam Côn Sơn 2. BVSC dự báo doanh thu mảng M&C cả năm sẽ có thể đạt 10.000 tỷ đồng,
Lợi nhuận gộp	737	650		
<i>Biên gộp</i>	10,0%	6,5%		

với biên gộp được giả định ở mức thận trọng tương đương với 1H 2019.

<b>Cảng</b>				
Doanh thu	1.591	1.700	7%	Căn cứ cảng tiếp tục duy trì ổn định với doanh thu dự báo là 1.700 tỷ đồng và biên gộp 22,0% bằng bình quân ba năm liền trước.
Lợi nhuận gộp	348	374		
<i>Biên gộp</i>	21,9%	22,0%		
<b>O&amp;M</b>				
Doanh thu	977	950	-3%	Doanh thu mảng O&M và biên gộp dự báo tương đương năm ngoái, lần lượt là 950 tỷ đồng và 8,6%.
Lợi nhuận gộp	84	82		
<i>Biên gộp</i>	8,6%	8,6%		
<b>Thăm dò địa chấn ROV</b>				
Doanh thu	818	600	-27%	Đối với liên doanh địa vật lý CGGV, PVS đã trích lập dự phòng toàn bộ phần vốn góp khoảng 598 tỷ đồng, tương đương với 51% sở hữu. Tính đến thời điểm cuối Q2/2019, tổng tài sản và tổng nợ đánh giá lại của liên doanh lần lượt là 305 tỷ và 1.118 tỷ đồng. Như vậy, so với thời điểm cuối năm 2018, tài sản của liên doanh tiếp tục giảm thêm 146 tỷ đồng, PVS tiếp tục ghi nhận khoản chi phí khác do chênh lệch khi đánh giá lại tài sản 114 tỷ đồng. Lỗ thuần từ hoạt động kinh doanh của liên doanh trong nửa đầu năm là 143 tỷ đồng, giảm khoảng 50% so với cùng kỳ năm ngoái. Hiện nay, ngoài tàu Bình Minh 02 và Amadeus chính thức nằm bờ, PVS vẫn còn tàu khảo sát PTSC Researcher, tàu PTSC Surveyor và các thiết bị ROV tiếp tục hoạt động.
Lợi nhuận gộp	-397	40		
<i>Biên gộp</i>	-48,5%	6,7%		
<b>Tổng</b>				
Doanh thu	14.638	16.950	16%	
Lợi nhuận gộp	1.119	1.512		
<i>Biên gộp</i>	7,6%	8,9%		

## Tổng hợp dự báo 2019

Chỉ tiêu	2018	2019
<b>Doanh thu</b>	<b>14.638</b>	<b>16.950</b>
Giá vốn hàng bán	13.519	15.437
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.119</b>	<b>1.512</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	506	359
Chi phí tài chính	66	73
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	27	28
Lãi/Lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	723	632
Chi phí bán hàng	101	108

Chi phí quản lý doanh nghiệp	645	680
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>1.535</b>	<b>1.645</b>
Thu nhập khác	89	103
Chi phí khác	647	230
Lợi nhuận trước thuế	976	1.514
Thuế thu nhập doanh nghiệp	403	333
<b>Lợi nhuận kế toán sau thuế</b>	<b>573</b>	<b>1.181</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế thuộc về công ty mẹ</b>	<b>1.047</b>	<b>1.245</b>
<b>EPS</b>	<b>2.028</b>	<b>2.605</b>

### Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi sử dụng P/E bình quân 3 năm gần nhất để ước tính giá trị hợp lý của PVS vào khoảng **23.180 đồng/cổ phần**, chúng tôi tiếp tục duy trì khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PVS. Mặc dù là một trong những doanh nghiệp ít chịu ảnh hưởng trực tiếp của giá dầu nhưng việc giá dầu duy trì ở mức tương đối tốt trong 3 năm trở lại đây đã giúp cho các hoạt động thăm dò khai thác sôi động trở lại, nguồn việc của PVS cũng được cải thiện. Tuy một số mảng hoạt động như tàu dịch vụ, FSO/FPSO chưa thực sự hồi phục như giai đoạn 2012-2014 nhưng chúng tôi cho rằng PVS cơ bản đã trải qua giai đoạn khó khăn nhất. Các dự án lớn khởi động trong năm 2019 cùng với việc giải thể liên doanh CGGV sẽ là yếu tố đảm bảo lợi nhuận khả quan cho PVS trong năm 2019.

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Bình Nguyễn** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lời kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

## LIÊN HỆ

### Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

**Lưu Văn Lương**

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Thu Hà**

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

**Nguyễn Bình Nguyễn**

Dầu khí, Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Hoàng Bảo Ngọc**

Công nghệ thông tin

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

**Trần Thị Thu Nga**

Bán lẻ

tranthithunga@baoviet.com.vn

**Đỗ Long Khánh**

Hàng không

dolongkhanh@baoviet.com.vn

**Lê Đăng Phương**

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Chí Hồng Ngọc**

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

**Trương Sỹ Phú**

Ô tô &amp; Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

**Lê Thanh Hòa**

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

**Thái Anh Hòa**

Hạ tầng nước

thaianhhoa@baoviet.com.vn

**Trần Đăng Mạnh**

Xây dựng

trandangmanh@baoviet.com.vn

**Ngô Trí Vinh**

Hàng tiêu dùng

ngotrivinh@baoviet.com.vn

**Phạm Lê An Thuận**

Dược, thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

#### Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

**Phạm Tiến Dũng**

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

**Trần Hải Yến**

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

**Trần Xuân Bách**

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

**Lê Hoàng Phương**

Chuyên viên chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

**Nguyễn Đức Hoàng**

Chuyên viên chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



## Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

### Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

### Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888