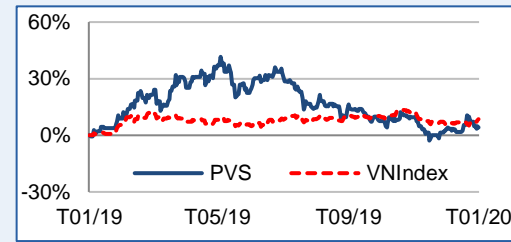


Ngành:	Dầu khí		2018A	2019A
Ngày báo cáo:	22/01/2020	Tăng trưởng DT	-13,5%	17,7%
Giá hiện tại:	18.300VND	Tăng trưởng EPS*	-1,3%	-30,2%
Giá mục tiêu:	25.300VND	Tăng trưởng EPS**	-5,5%	14,3%
TL tăng:	+38,3%	Biên LN ròng*	7,2%	5,0%
Lợi suất cổ tức:	<u>5,5%</u>	EV/EBITDA	2,6x	5,2x
Tổng mức sinh lời:	+43,7%	P/E*	9,5x	13,6x
Khuyến nghị:	MUA	P/E**	9,9x	8,7x



GT vốn hóa:	369,3 tr USD		PVS	***Peers	VNI
Room KN:	101,7 tr USD	P/E* (trượt)	13,6x	9,3x	16,1x
GTGD/ngày (30n):	1,5 tr USD	P/B (hiện tại)	0,7x	0,6x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	51,4%	Nợ ròng/CSH	-0,7x	20,2%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	446,7 tr	ROE	6,2%	2,0%	14,8%
Pha loãng	446,7 tr	ROA	2,9%	0,7%	2,4%

* báo cáo, ** cốt lõi

***P/E và P/B dựa theo giá trị trung vị

Tổng quan công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong đất liền duy nhất cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí, PVS chiếm phần lớn thị phần ở các ngành trọng điểm có liên quan, như 97% thị phần dịch vụ Tàu kỹ thuật dầu khí và 60% thị phần dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 18 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO

Ngô Thùy Trâm
Chuyên viên Cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng Cao cấp

Lợi nhuận ròng cốt lõi phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

- Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi của Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) trong năm 2019 lần lượt tăng 17,5% YoY và 14,3% YoY, đến từ mảng Cơ khí dầu khí (M&C) với dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt (SV-ĐN) và lợi nhuận từ khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình của mảng M&C 361 tỷ đồng trong quý 4/2019. Doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi lần lượt hoàn thành 105,5% và 102,8% dự báo cả năm và phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2019 giảm 30,2% YoY và thấp hơn 11% so với dự báo của chúng tôi, chủ yếu do chi phí dự phòng cao hơn dự kiến cho kho dầu nổi (FPSO) Lam Sơn cao hơn dự kiến, đạt khoảng 360 tỷ đồng so với con số ước tính trước đây là 180 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng khoản dự phòng cho FPSO Lam Sơn sẽ được hoàn nhập trong năm 2020 khi quá trình thương thảo giá thuê ngày được hoàn tất, được quy định trong điều khoản hợp đồng tạm tính.
- Trong khi cho rằng không có thay đổi đáng kể nào cho dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2020, chúng tôi có khả năng điều chỉnh tăng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2020 dựa trên khả năng hoàn nhập dự phòng liên quan đến FPSO Lam Sơn cao hơn, dù cần thêm đánh giá chi tiết.

Diễn biến kinh doanh mảng M&C phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Doanh thu mảng M&C tăng 22,9% YoY và hoàn thành 100,7% dự báo cả năm của chúng tôi. Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp mảng M&C giảm 63,7% YoY và chỉ chiếm 54,3% dự báo của chúng tôi, do khoản chi phí dự phòng đảm bảo của mảng M&C đạt 480 tỷ đồng cho dự án SV-ĐN. Do đó, chúng tôi sẽ tính đến tác động từ lợi nhuận của khoản hoàn nhập dự phòng đảm bảo của mảng M&C 361 tỷ đồng dự án Biển Đông (đã được ghi nhận trong khoản mục lợi nhuận ngoài H&KD) đến lợi nhuận gộp của mảng này, trong trường hợp này cho thấy diễn biến của mảng M&C vượt nhẹ so với dự báo của chúng tôi.

Thu nhập từ liên doanh FSO/FPSO trong năm 2019 giảm mạnh 40,7% YoY, chủ yếu do dự dự phòng cho FPSO Lam Sơn. Theo ước tính của chúng tôi, khoản chi phí dự phòng này đạt 360 tỷ đồng. Tuy nhiên, theo điều khoản hợp đồng tạm tính, khoản dự phóng cho FPSO Lam Sơn được lưu ý sẽ hoàn nhập trong năm 2020 khi thương thảo giá thuê ngày được hoàn tất. Vì tổng chi phí dự phòng gấp đôi con số chúng tôi đã dự báo trước đây là 180 tỷ đồng, chúng tôi cho rằng có khả năng điều chỉnh tăng khoản hoàn nhập dự phòng cho FPSO Lam Sơn trong năm 2020 và LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo của chúng tôi.

Hình 1: KQKD năm 2019 của PVS

Tỷ đồng (trừ khi nêu rõ)	Q4 2019	Tăng trưởng YoY %	2019	Tăng trưởng YoY %	% dự báo 2019 của VCSC
Doanh thu	3.664	11,1%	17.233	17,5%	105,5%
Tàu dịch vụ (OSV)	243	-52,1%	1.654	-11,8%	88,2%
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	678	36,6%	1.905	14,0%	103,6%
Khảo sát Địa chấn & ROV	219	1,5%	769	-6,0%	117,5%
Căn cứ cảng	374	-22,2%	1.531	-3,8%	91,6%
Cơ khí dầu khí (M&C)	1.275	-1,0%	9.022	22,9%	100,7%
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	374	73,3%	1.418	45,1%	145,1%
Khác	501	653,9%	934	158,3%	258,3%
LN gộp	-30	NM	994	-7,9%	76,8%
Tàu dịch vụ (OSV)	-4	NM	127	-39,0%	75,5%
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	21	-56,7%	146	21,4%	110,4%
Khảo sát Địa chấn & ROV	14	-115,4%	66	NM	101,0%
Căn cứ cảng	49	-56,2%	251	-27,7%	68,3%
Cơ khí dầu khí (M&C)	-154	NM	267	-63,7%	54,3%
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	34	-36,9%	104	24,3%	177,3%
Khác	10	-154,7%	31	68,8%	430,8%
Chi phí bán hàng và marketing	-38	17,0%	-108	6,0%	109,7%
Chi phí quản lý	-171	-32,5%	-735	9,3%	91,4%
LN từ HĐKD	-239	-266,3%	151	-50,4%	38,6%
Thu nhập tài chính ròng	90	-61,4%	323	-35,7%	103,8%
Chi phí tài chính ròng	-14	33,0%	-67	1,8%	102,4%
Thu nhập từ liên doanh FSO/FPSO	25	-92,3%	436	-40,7%	88,7%
LN ngoài HĐKD ròng khác	232	NM	106	NM	NM
Trong đó, thu nhập khác	362	5,0x	396	4,5x	NM
Trong đó, chi phí khác	-130	-79,0%	-290	-55,0%	NM
LNTT	94	-44,1%	948	-1,1%	85,1%
Thuế	-51	-69,3%	-267	-31,1%	96,1%
LNST	43	1224,4%	681	19,3%	81,5%
Lợi ích CĐTS	38	-88,4%	50	-89,5%	NM
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	82	-75,6%	731	-30,2%	89,0%
LNST sau lợi ích CĐTS thường xuyên	242	-27,4%	1.145	14,3%	102,8%

		Thay đổi (điểm %)		Thay đổi (điểm %)
Biên LN gộp %	-0,8%	NM	5,8%	-1,6%
Tàu dịch vụ (OSV)	-1,5%	NM	7,7%	-3,4%
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	3,1%	-6,7%	7,7%	0,5%
Khảo sát Địa chấn & ROV	6,5%	NM	8,6%	NM
Căn cứ cảng	13,2%	-10,3%	16,4%	-5,4%
Cơ khí dầu khí (M&C)	-12,1%	NM	3,0%	-7,1%
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	9,0%	-15,8%	7,3%	-1,2%
Khác	2,0%	NM	3,3%	-1,8%
Chi phí bán hàng và marketing/doanh thu	1,0%	0,1%	0,6%	-0,1%
Chi phí quản lý/doanh thu	4,7%	-3,0%	4,3%	-0,3%
Biên LNST	2,2%	-7,9%	4,2%	-2,9%

Nguồn: PVS, VCSC ước tính. Ghi chú: LNST sau lợi ích CĐTS thường xuyên không bao gồm ảnh hưởng từ (1) lãi/lỗ từ việc định giá lại tài sản liên quan đến giải thể mảng Khảo sát Địa chấn, (2) lãi/lỗ từ việc định giá lại tài sản từ thay đổi loại hình cho thuê của các FSO/FPSO và 3) dự phòng nợ xấu liên quan đến dự án Long Phú 1. Trong khi đó, chúng tôi xem khoản chi phí/lợi nhuận từ khoản dự phòng/hoàn nhập đảm bảo cho mảng M&C là khoản mục thường xuyên khi khoản mục này sẽ phát sinh nếu quá trình xây dựng được thực hiện.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thùy Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên cao cấp, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.