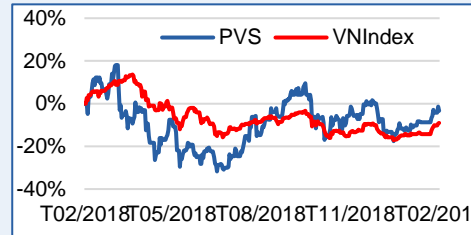


# Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) [KHẢ QUAN +19,9%] Cập nhật

Ngành:	Dầu khí		2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Ngày báo cáo:</b>	<b>20/02/2019</b>	Tăng trưởng DT	-13,3%	6,6%	24,0%	4,5%
Giá hiện tại:	19.600VND	Tăng trưởng EPS*	-3,6%	-17,6%	27,3%	15,1%
Giá mục tiêu:	22.800VND	Tăng trưởng EPS**	-17,4%	-4,1%	27,3%	15,1%
Giá mục tiêu trước đây:	21.300VND	Biên LN ròng	8,4%	7,6%	7,8%	8,5%
TL tăng:	+16,3%	EV/EBITDA	3,5x	3,0x	1,7x	0,9x
Lợi suất cổ tức:	3,6%	P/E*	10,4x	12,6x	9,9x	8,6x
Tổng mức sinh lời:	+19,9%	P/E**	12,1x	12,6x	9,9x	8,6x
GT vốn hóa:	400,7tr USD		<b>PVS</b>	<b>***Peers</b>	<b>VNI</b>	
Room KN:	104,8tr USD	P/E* (trượt)	10,4x	14,6x	16,3x	
GTGD/ngày (30n):	2,0tr USD	P/B (hiện tại)	0,8x	0,6x	2,5x	
Cổ phần Nhà nước:	51,4%	Nợ ròng/CSH	-0,6x	0,4x	NA	
SL cổ phiếu lưu hành	446,7tr	ROE	8,4%	1,1%	15,5%	
Pha loãng	446,7tr	ROA	4,4%	-0,3%	2,5%	
PEG 3 năm	1,0					



### 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/FPPO). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 18 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPPO

**Ngô Thùy Trâm**  
Chuyên viên Cao cấp

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Trưởng phòng Cao cấp

## Công ty dịch vụ đầu tiên được hưởng lợi khi hoạt động thăm dò và khai thác phục hồi

- Chúng tôi giữ khuyến nghị KHẢ QUAN dành cho Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS), đồng thời nâng giá mục tiêu thêm 7% với việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận 2019 thêm 12,7% trên cơ sở lợi nhuận từ dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt (mảng Cơ Khí Dầu Khí) năm 2018 cao hơn so với dự kiến.
- Chúng tôi dự báo EPS cốt lõi 2019 sẽ giảm nhẹ 4,1% do lợi nhuận từ mảng Cơ Khí Dầu Khí giảm so với kết quả cao năm 2018 vì chúng tôi ước tính đóng góp từ mảng này phần lớn sẽ được ghi nhận vào các năm sau của dự án.
- Tuy nhiên, EPS 2019 báo cáo nhiều khả năng sẽ giảm 17,6% so với kết quả cao năm 2018 khi có một khoản lợi nhuận bất thường 342 tỷ đồng từ định giá lại tài sản do thay đổi hình thức cho thuê kho nổi FSO Orkid và một khoản lợi nhuận bất thường từ FPSO Ruby.
- Chúng tôi dự báo EPS 2018-2023 sẽ đạt tăng trưởng kép hàng năm 10,8% nhờ các dự án cơ khí dầu khí như Sao Vàng – Đại Nguyệt, Gallaf, Giai đoạn 2 Lô B và Sư Tử Trắng trong khi mảng FSO ổn định.
- PVS hiện đang giao dịch tại mức P/E 2019 là 12,6 lần và EV/EBITDA of 3,0 lần trên cơ sở dự báo của chúng tôi, có thể coi là hấp dẫn nếu so với trung vị các công ty cùng ngành lần lượt là 14,6 lần và 9 lần.
- Khả năng tăng: Trúng thầu hợp đồng liên quan đến các dự án Lô B và giai đoạn 2 Sư Tử Trắng.
- Rủi ro: Tiến độ dự án Lô B chậm hơn so với dự kiến.

**Giá trị hợp đồng chưa thực hiện (backlog) mảng M&C đạt 2,1 tỷ USD vào cuối năm 2018 đảm bảo cho chu kỳ phục hồi.** Vào giữa tháng 11, PVS đã chiến thắng các nhà thầu quốc tế khác để đạt được một hợp đồng M&C cho dự án Gallaf tại Qatar. Giá trị của hợp đồng M&C này là 320 triệu USD và kéo dài từ quý 2/2019 đến quý 1/2021. Dự án này, cùng với dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt (500 triệu USD), Lô B (1 tỷ USD) và Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (250 triệu USD), sẽ giúp LN gộp của mảng M&C tăng 20%/năm và đóng góp 40-50% cho tổng LN gộp của PVS trong giai đoạn 2019-2023.

**Tiềm năng chưa khai thác từ nhiều dự án M&C, cùng với sự phục hồi trong thời gian tới của hoạt động thăm dò & khai thác (E&P).** Sau khi thắng thầu dự án Gallaf, dự án lớn nhất từ trước đến nay ở nước ngoài, PVS hiện đang đấu thầu cho một dự án khác ở nước ngoài, Salman. Trong khi đó, hiện có nhiều dự án dầu khí tiềm năng khác ở Việt Nam trong danh mục khai thác, như trạm khí LNG Thị Vải, đường ống khí Nam Côn Sơn giai đoạn 2 và Nam Du – U Minh. Tổng vốn

đầu tư của các dự án này đạt 2 triệu USD. Dù chúng tôi chưa ghi nhận các dự án này trong mô hình định giá của chúng tôi khi vẫn còn đang ở giai đoạn ban đầu, các dự án cho thấy tiềm năng lớn cho PVS trong tương lai.

**Mảng kho dầu thô nổi (FSO/FPSO) ổn định.** 5 FSO/FPSO của PVS đều có hợp đồng dài hạn (7-10 năm). Trong quý 4/2018, PVS đã thắng thêm một hợp đồng FSO cho dự án SV-DN. Chúng tôi ước tính rằng FSO mới này sẽ đóng góp thêm 8-10% lợi nhuận ròng/năm cho PVS từ quý 2/2021.

## Báo cáo Tài chính

KQLN (triệu USD)	2018A	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018A	2019F	2020F	2021F
<b>Doanh thu</b>	<b>14.667</b>	<b>15.628</b>	<b>19.379</b>	<b>20.250</b>	Tiền và tương đương	<b>6.434</b>	<b>6.180</b>	<b>7.126</b>	<b>8.081</b>
Giá vốn hàng bán	-13.589	-14.434	-17.861	-18.525	Đầu tư TC ngắn hạn	1.600	1.600	1.600	1.600
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.078</b>	<b>1.194</b>	<b>1.517</b>	<b>1.725</b>	Các khoản phải thu	2.998	3.639	3.982	4.161
Chi phí bán hàng	-101	-94	-116	-111	Hàng tồn kho	469	593	734	761
Chi phí quản lí DN	-673	-656	-678	-709	TS ngắn hạn khác	2.321	2.321	2.321	2.321
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>304</b>	<b>444</b>	<b>723</b>	<b>905</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>13.823</b>	<b>14.334</b>	<b>15.763</b>	<b>16.925</b>
Doanh thu tài chính	503	316	306	344	TS dài hạn (gộp)	10.794	11.154	11.514	11.874
Chi phí tài chính	-66	-66	-62	-58	- Khấu hao lũy kế	-7.959	-8.559	-9.164	-9.769
Trong đó, chi phí lãi vay	-27	-27	-23	-19	TS dài hạn (ròng)	2.835	2.595	2.350	2.105
Lợi nhuận từ công ty LDLK	734	377	389	449	Đầu tư TC dài hạn	4.458	4.535	4.624	4.773
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-516	106	118	42	TS dài hạn khác	1.427	1.427	1.427	1.427
<b>LNTT</b>	<b>959</b>	<b>1.179</b>	<b>1.474</b>	<b>1.681</b>	Tổng TS dài hạn	<b>8.720</b>	<b>8.557</b>	<b>8.401</b>	<b>8.305</b>
Thuế TNDN	-409	-259	-324	-370	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>22.543</b>	<b>22.892</b>	<b>24.165</b>	<b>25.231</b>
LNST trước CĐTS	<b>549</b>	<b>919</b>	<b>1.150</b>	<b>1.311</b>	Phải trả ngắn hạn	3.171	3.164	3.670	3.807
Lợi ích CĐ thiểu số	474	-76	-76	-76	Nợ ngắn hạn	721	541	541	541
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.023</b>	<b>843</b>	<b>1.073</b>	<b>1.235</b>	Nợ ngắn hạn khác	2.952	2.952	2.952	2.952
<b>LN ròng sau CĐTS, cốt lõi</b>	<b>879</b>	<b>843</b>	<b>1.073</b>	<b>1.235</b>	Tổng nợ ngắn hạn	6.844	6.656	7.163	7.299
EBITDA	871	1.044	1.327	1.510	Nợ dài hạn	193	145	97	49
EPS báo cáo, VND	1.884	1.552	1.976	2.274	Nợ dài hạn khác	3.351	3.351	3.351	3.351
EPS điều chỉnh <sup>(1)</sup> , VND	1.619	1.552	1.976	2.274	<b>Tổng nợ</b>	<b>10.388</b>	<b>10.152</b>	<b>10.611</b>	<b>10.699</b>
EPS pha loãng, VND	1.884	1.552	1.976	2.274	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	700	700	700	700	Vốn cổ phần	4.780	4.780	4.780	4.780
DPS/EPS (%)	37,2%	45,1%	35,4%	30,8%	Thặng dư vốn CP	37	37	532	532
(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường					Lợi nhuận giữ lại	6.502	7.011	7.749	8.650
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2018A</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Vốn khác	0	0	0	0
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	833	909	986	1.062
Tăng trưởng doanh thu	-13,3%	6,6%	24,0%	4,5%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.155</b>	<b>12.740</b>	<b>13.554</b>	<b>14.531</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	6,0%	46,2%	62,7%	25,2%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>22.543</b>	<b>22.892</b>	<b>24.165</b>	<b>25.231</b>
Tăng trưởng LNTT	-26,2%	23,0%	25,0%	14,1%	CP lưu hành cuối năm (tr)	478	478	478	478
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-17,1%	-4,1%	27,3%	15,1%					
<b>Khả năng sinh lời</b>					<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu USD)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019F</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Biên LN gộp %	7,4%	7,6%	7,8%	8,5%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>5.761</b>	<b>6.433</b>	<b>6.180</b>	<b>7.126</b>
Biên LN từ HĐ %	2,1%	2,8%	3,7%	4,5%	Lợi nhuận sau thuế	1.023	843	1.073	1.235
Biên EBITDA	5,9%	6,7%	6,8%	7,5%	Khấu hao	567	600	604	605
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	7,0%	5,4%	5,5%	6,1%	Thay đổi vốn lưu động	-319	-773	23	-70
ROE %	8,4%	6,8%	8,2%	8,8%	Điều chỉnh khác	-1.123	-377	-389	-449
ROA %	4,4%	3,7%	4,6%	5,0%	<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>148</b>	<b>293</b>	<b>1.312</b>	<b>1.322</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-355	-360	-360	-360
Số ngày tồn kho	12,6	15,0	15,0	15,0	Đầu tư, ròng	1.597	300	300	300
Số ngày phải thu	79,7	85,0	75,0	75,0	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>1.242</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>	<b>-60</b>
Số ngày phải trả	84,2	80,0	75,0	75,0	Cổ tức đã trả	-509	-335	-335	-335
TG luân chuyển tiền	8,1	10,8	15,5	14,5	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-708	-48	-48	-48
CS thanh toán hiện hành	2,0	2,2	2,2	2,3	Tăng (giảm) nợ dài hạn	467	-180	0	0
CS thanh toán nhanh	2,0	2,1	2,1	2,2	Tiền từ các hoạt động TC khác	-15	76	76	76
CS thanh toán tiền mặt	0,9	0,9	1,0	1,1	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-765</b>	<b>-487</b>	<b>-306</b>	<b>-306</b>
Nợ/Tài sản	4,1%	3,0%	2,6%	2,3%	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>673</b>	<b>-253</b>	<b>946</b>	<b>955</b>
Nợ/Vốn sử dụng	7,0%	5,1%	4,5%	3,9%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>6.433</b>	<b>6.180</b>	<b>7.126</b>	<b>8.081</b>
Nợ/Vốn CSH	-62,9%	-60,0%	-64,4%	-67,5%					
Khả năng thanh toán lãi vay	11,3	16,6	31,3	46,5					

Nguồn: Thông tin từ công ty, VCSC.

## 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

**Hệ thống khuyến nghị cổ phiếu:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên Tổng mức sinh lời dự phóng (TSR), được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại + lợi suất cổ tức và không liên quan đến diễn biến giá thị trường.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng bằng hoặc cao hơn dương 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng dương 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng dao động trong khoảng âm 10-20%
<b>BÁN</b>	Nếu Tổng mức sinh lời dự phóng bằng hoặc thấp hơn âm 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN, BỎ THEO DÕI</b>	Khuyến nghị có thể bị tạm hoãn, hoặc bỏ theo dõi, 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 hoặc do tái cơ cấu nguồn lực của bộ phận nghiên cứu. 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.

**Giá mục tiêu:** thường được dựa trên đánh giá của chuyên viên phân tích dựa trên giá trị hợp lý của giá cổ phiếu trong vòng 12 tháng. Tuy nhiên, giá mục tiêu có thể khác biệt với giá trị hợp lý của giá cổ phiếu nếu các chuyên viên phân tích tin rằng thị trường sẽ không định giá cổ phiếu phù hợp với giá trị hợp lý trong khoảng thời gian cụ thể

**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 và Chứng khoán

##### Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiến Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

##### Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

#### BDS và Vật liệu Xây dựng

##### Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, 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 và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

#### 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, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, 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.