

Việt Nam
MUA (trước đó KHÔNG KN)

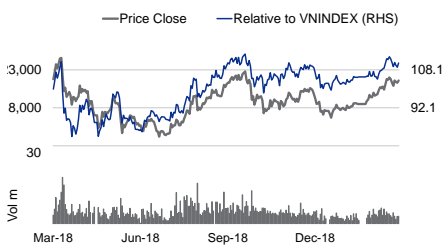
Consensus ratings*: Mua 6 Giữ 0 Bán 0

Giá hiện tại:	VND20.600
Giá mục tiêu:	VND25.000
Giá mục tiêu cũ:	N/A
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	21,4%
CGS-CIMB / Consensus:	6,0%
Reuters:	PVS.HM
Bloomberg:	PVS VN
Thị giá vốn:	US\$424,4tr
	VND9.846.106tr
GTGD bình quân:	US\$2,54tr
	VND58.459tr
SLCP đang lưu hành:	478,0tr
Free float:	34,0%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ N/A



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-1	16,4	2
Tương đối (%)	0,5	8,1	18,7

Cổ đông chính	% nắm giữ
PetroVietnam Group	51,4
VinaCapital	5,5
Dragon Capital	4,0

Chuyên viên phân tích

Vũ Việt Linh

T (84) 38 955 2199

E linh.vuviet@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai

T (84) 38 955 2199

E mai.phamle@vndirect.com.vn

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

Thời vận đang trở lại

- Chúng tôi cho rằng PVS sẽ hưởng lợi lớn từ việc đẩy mạnh khai thác khí khô trong giai đoạn tới tại Việt Nam.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVS sẽ tăng mạnh với CAGR giai đoạn 2018-2021 đạt 25,4%.
- Ra báo cáo lần đầu với KN Mua và giá mục tiêu 25.000 đồng/cp.

DN dịch vụ kỹ thuật dầu khí hàng đầu với sức khỏe tài chính tốt

PVS cung cấp các hoạt động dịch vụ kỹ thuật đa dạng cho ngành dầu khí, từ hỗ trợ thăm dò, xây lắp công trình, cho đến kho nổi chứa, xử lý và xuất dầu thô. Mặc dù gặp những khó khăn do điều kiện thị trường kém tích cực kể từ khi giá dầu giảm từ đỉnh năm 2014, PVS vẫn duy trì tình hình tài chính lành mạnh (biên LN ròng 2018 đạt 7,0% và ROE 2018 đạt 9,3%) với hệ số thanh khoản cao (hệ số thanh toán hiện thời 2,0x), đòn bẩy tài chính thấp (tỷ lệ nợ/VCSH là 0,1x) và lượng tiền mặt lớn (lượng tiền mặt ở mức 16,8 đồng/CP vào cuối năm 2018).

Hưởng lợi từ việc đẩy mạnh khai thác khí khô ở Việt Nam

PVS là nhà thầu duy nhất trong nước cung cấp dịch vụ thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công công trình (EPC) cho các dự án dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam. Hiện tại, PVS là nhà thầu EPC chính cho dự án Sao Vàng Đại Nguyệt với tổng giá trị hợp đồng khoảng 850 triệu USD. Các dự án lớn khác bao gồm Sư Tử Trắng giai đoạn 2, Nam Du – U Minh, Cá Voi Xanh, và Lô B – Ô Môn. Tổng giá trị của các dự án này mặc dù chưa được công bố cụ thể nhưng có thể lên đến 2,0 tỷ USD, theo ước tính của chúng tôi.

Lợi nhuận kỳ vọng tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2018-2021

Chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận tăng trưởng kép doanh thu 19,6% và LNST 24,9% trong giai đoạn 2018-21 dự trên tiến độ của các dự án sắp triển khai. Mảng cơ khí (M&C), xây lắp và kho nổi, xử lý và xuất dầu thô (FPSO/FSO) dự kiến sẽ hưởng lợi lớn nhất khi các dự án nói trên được khởi động.

Ra báo cáo lần đầu với KN Mua và giá mục tiêu 25.000 đồng/cp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho PVS với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 25.000 đồng dựa trên sự kết hợp phương pháp DCF (tỷ trọng 50%) và hệ số P/E mục tiêu 2019-21 ở mức 7,8x (tỷ trọng 50%), dựa trên P/E trung bình 5 năm của PVS.

Động lực tăng giá và rủi ro

Trong trường hợp các vấn đề địa chính trị xoay quanh mỏ Cá Rồng Đỏ được giải quyết và dự án được khởi động lại, chúng tôi ước tính dự án này có thể bổ sung: (1) 500 tỷ đồng (từ mảng cơ khí) vào lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn 2018-21, và (2) 300 tỷ đồng mỗi năm (từ mảng kho nổi FPSO) vào lợi nhuận ròng của PVS sau năm 2021. Rủi ro giảm giá bao gồm các vấn đề địa chính trị ảnh hưởng đến tiến trình triển khai các dự án.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	16.729	14.667	13.627	21.180	26.362
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	710	871	1.311	1.662	1.961
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	801	1.023	1.194	1.572	2.015
EPS cốt lõi (VNĐ)	1.793	2.213	2.499	3.288	4.216
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	-18,9%	23,4%	12,9%	31,6%	28,2%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	11,49	9,31	8,24	6,26	4,89
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	594	1.064	1.243	1.118	1.265
Tỷ suất cổ tức	2,88%	5,17%	6,03%	5,43%	6,14%
EV/EBITDA (lần)	(0,74)	(1,40)	(2,09)	(2,15)	(2,51)
P/FCFE	NA	8,40	4,12	7,33	5,10
P/B (lần)	0,86	0,87	0,78	0,75	0,70
ROE	7,60%	9,30%	10,00%	12,20%	14,80%
CIMB/consensus EPS (lần)			1,38	1,52	1,49

Thời vận đang trở lại

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

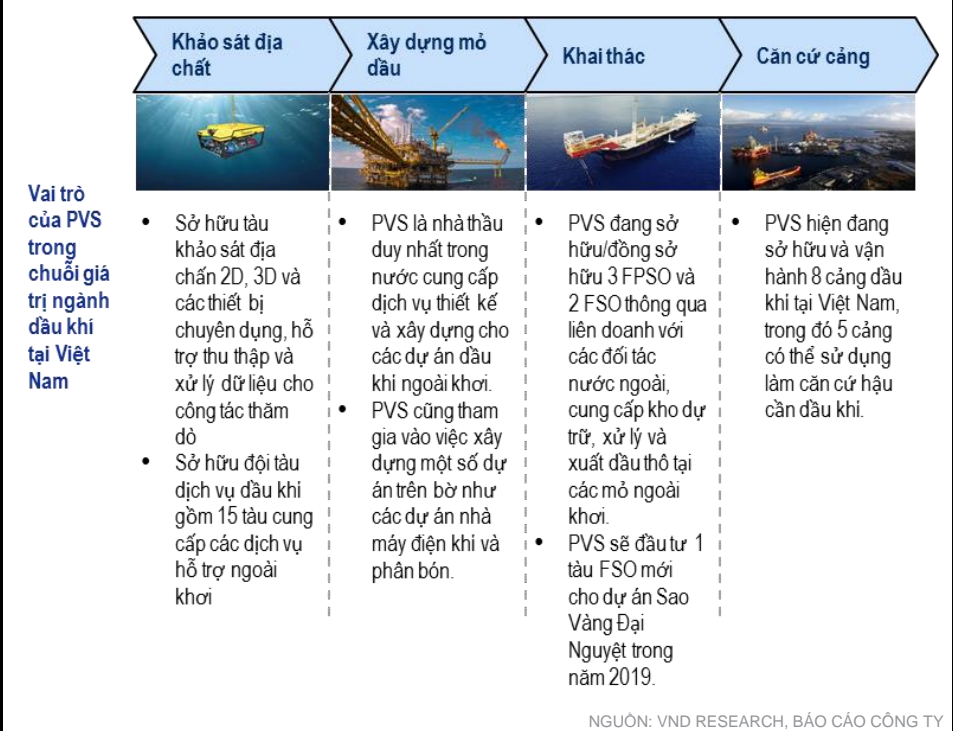
Dịch vụ đa dạng với sức khỏe tài chính tốt và lượng tiền mặt ròng lớn >

PVS cung cấp nhiều dịch vụ kỹ thuật trong ngành dầu khí, từ hỗ trợ khai thác, xây dựng mỏ, sản xuất dầu cho đến cung cấp trang thiết bị. Hai mảng kinh doanh đóng góp chủ yếu vào doanh thu và lợi nhuận gộp của PVS gần đây là cơ khí và kỹ thuật (M&C, chiếm lần lượt 47,4% và 42,1% trong doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2018) và kho nổi, xử lý & xuất dầu thô (FPSO/FSO, chiếm lần lượt 11,0% và 47,3% trong doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2018).

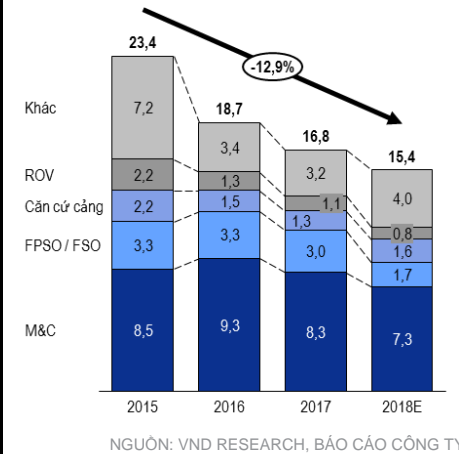
Các mảng kinh doanh chính của PVS bao gồm:

1. Cơ khí & kỹ thuật (M&C): Cung cấp dịch vụ xây dựng trên bờ cho các dự án dầu khí tại Việt Nam
2. Kho nổi, xử lý và xuất dầu thô (FPSO/FSO): Cung cấp dịch vụ cho thuê tàu FPSO/FSO cho các công ty khai thác dầu khí.
3. Căn cứ cảng: Cung cấp dịch vụ quản lý và vận hành cảng cho các công ty khai thác dầu khí.
4. Khảo sát địa chất (ROV): Cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn 2D và 3D cũng như dịch vụ xử lý số liệu cho các nhà thầu khai thác dầu khí.
5. Dịch vụ khác: Bao gồm cung cấp tàu hỗ trợ ngoài khơi, dịch vụ vận hành và bảo dưỡng, kinh doanh khách sạn và dịch vụ an ninh.

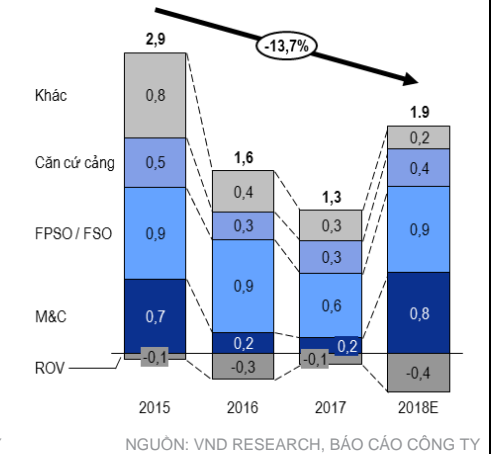
Hình 1: Vai trò của PVS trong chuỗi giá trị dầu khí tại Việt Nam



Hình 2: Doanh thu của PVS theo từng mảng (nghìn tỷ đồng)



Hình 3: Lợi nhuận gộp đã điều chỉnh của PVS theo từng mảng (nghìn tỷ đồng)



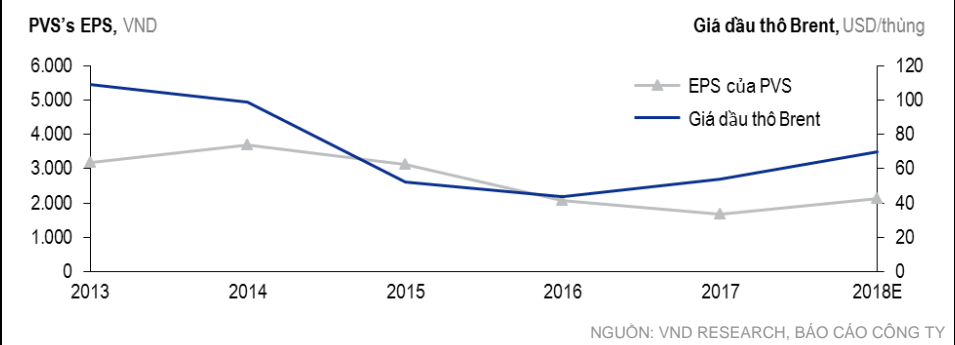
Sự lao dốc của giá dầu vào cuối năm 2014 khiến cho các nhà khai thác dầu khí lớn cắt giảm mạnh đầu tư, do đó lợi nhuận của PVS giảm trong những năm gần đây. Mặc dù giá dầu thế giới đã phục hồi phần nào trong năm 2017 và 2018, KQKD của PVS vẫn chưa cải thiện tương ứng. Thông thường, các doanh nghiệp

dịch vụ dầu khí như PVS sẽ mất 1-2 năm để hưởng lợi từ đà tăng của giá dầu do độ trễ của sự phục hồi hoạt động thăm dò tìm kiếm.

Mặc dù gặp trở ngại từ thị trường kém tích cực, PVS vẫn duy trì sức khỏe tài chính tốt (biên LN ròng 2018 đạt 7,0% và ROE 2018 đạt 9,3%) với hệ số thanh khoản cao (hệ số thanh toán hiện thời là 2,0x), đòn bẩy tài chính thấp (tỷ lệ nợ/vốn CSH là 0,1x) và tiền mặt cao (lượng tiền mặt trên mỗi cp ở mức 16,8 đồng vào cuối năm 2018).

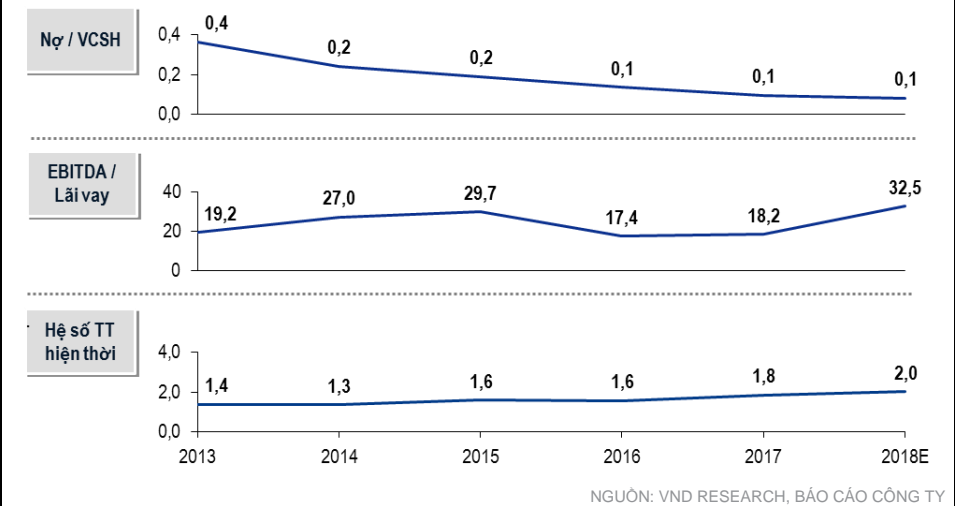
Sự lao dốc của giá dầu vào cuối năm 2014 đã khiến các doanh nghiệp ngành dầu khí cắt giảm mạnh chi tiêu, và khiến cho lợi nhuận của PVS sụt giảm trong những năm gần đây.

Hình 4: Khả năng sinh lời của PVS và biến động giá dầu thô



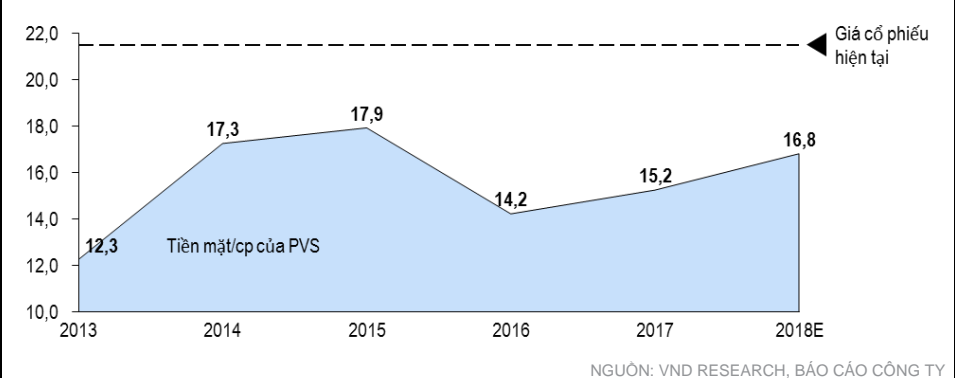
Mặc dù gặp trở ngại từ thị trường kém tích cực, PVS vẫn duy trì sức khỏe tài chính tốt.

Hình 5: Hệ số đòn bẩy tài chính và thanh khoản của PVS



Tiền và tương đương tiền của PVS chiếm khoảng 35% tổng tài sản của doanh nghiệp vào cuối 2018.

Hình 6: Tiền mặt trên mỗi cổ phiếu và giá cổ phiếu của PVS



Hưởng lợi từ việc đẩy mạnh khai thác khí khô ở Việt Nam ➤

PVS là nhà thầu trong nước duy nhất cung cấp dịch vụ thiết kế, cung cấp thiết bị và thi công công trình (EPC) cho các dự án dầu khí ngoài khơi của Việt Nam. Với vị thế dẫn đầu thị trường, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ tham gia vào hầu hết các dự án dầu khí lớn tại Việt Nam trong những năm tới.

Hiện tại, PVS là nhà thầu EPC chính của dự án Sao Vàng Đại Nguyệt, với tổng giá trị hợp đồng lên đến 850 triệu USD. Các dự án lớn khác trong kế hoạch bao gồm Sư Tử Trắng giai đoạn 2, Nam Du – U Minh, Cá Voi Xanh và Lô B – Ô Môn. Tổng giá trị của các dự án này vẫn chưa được công bố cụ thể nhưng có thể lên đến 2 tỷ USD, theo ước tính của chúng tôi. Cá Rồng Đỏ cũng là một dự án lớn trong tương lai, nhưng hiện vẫn đang bị tạm ngừng (có thể tiếp tục ngừng trong 2 năm tới).

Tất cả các dự án này đều đóng vai trò quan trọng trong việc đảm bảo an ninh năng lượng của Việt Nam trong những thập kỷ tới. Chúng tôi cho rằng tiến độ của các dự án sẽ đáp ứng nhu cầu khí khô trong nước gia tăng.

Hình 7: Các dự án chính của PVS trong giai đoạn 2019-21

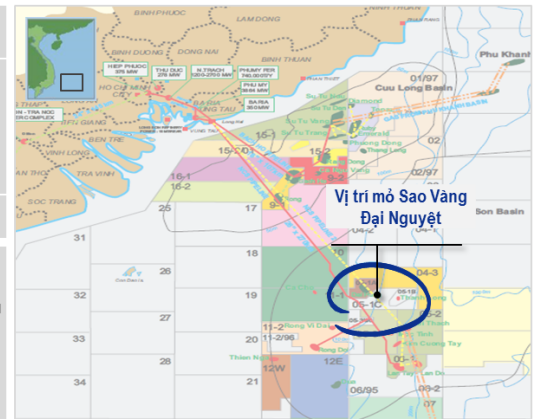
Dự án	Giá trị HĐ (tr USD)	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
Sao Vàng Đại Nguyệt	• 850		Hợp đồng EPC + FPSO						
Sư Tử Trắng GĐ 2	• 500			Hợp đồng EPC					
Nam Du – U Minh	• 650			Hợp đồng EPC + FPSO					
Cá Voi Xanh	• N/a					Chưa công bố			
Lô B – Ô Môn	• 1,000						Hợp đồng EPC		
Cá Rồng Đỏ	• 1,700			Tạm dừng					

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

PVS là nhà thầu EPC chính của dự án Sao Vàng Đại Nguyệt. Doanh nghiệp chịu trách nhiệm xây dựng giàn xử lý trung tâm, bao gồm giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mỏ. Ngoài ra, công ty liên doanh của PVS với đối tác MISC là Malaysian-Vietnam Offshore Terminal (MVOT) cũng sẽ cung cấp tàu FSO cho dự án kể từ nửa cuối năm 2020.

Hình 8: Tổng quan dự án Sao Vàng Đại Nguyệt

Vị trí	• Lô 05-1b và 05-1c, bể Nam Con Sơn
Sở hữu	• Idemitsu Kosan (43,1%) • Teiko Oil (36,9%) • PVN (20,0%)
Loại dự án	• Mỏ khí
Tổng quan dự án	• Hợp đồng hợp tác khai thác cho Lô 05-1b và 05-1c được ký tháng 10/2004 bởi các đối tác và Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Diện tích các lô này khoảng 1.570km ² và độ sâu mực nước biển tại khu vực mỏ khoảng 120m.
Kế hoạch phát triển	• Các mỏ dự kiến được triển khai thông qua giàn xử lý trung tâm (CPP), bao gồm cả giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mỏ. • Khí khô từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ được dẫn về bờ tới nhà máy xử lý khí Dinh Cố thông qua đường ống Nam Côn Sơn 2 (NCS 2).



Trữ lượng dầu thô và khí

• Trữ lượng dầu mỏ ban đầu tại chỗ (DPIIP) cho các lô ước tính tương đương 75,7tr thùng dầu (Mboe), 343,7 tỷ bộ khối khí (bcf) thiên nhiên và 18,4tr thùng khí thiên nhiên lỏng.

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2 là dự án có tiềm năng lớn của PVS trong giai đoạn 2018-2021. Trong dự án này, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ xây dựng thêm giàn xử lý trung tâm cho mỏ khí này.

Hình 9: Tổng quan dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2

Vị trí	• Lô 15-1, bể Cửu Long
Sở hữu	<ul style="list-style-type: none"> • PVN (50,0%) • Perenco (23,25%) • Tổng Công ty Dầu khí Quốc gia Hàn Quốc (14,25%) • SK Corp (9,0%) • Geopetrol (3,5%)
Loại dự án	• Mỏ khí

Tổng quan Sư Tử Trắng Giai đoạn 1

- Mỏ Sư Tử Trắng đã được khai thác kể từ 2012 ở mức nước sâu 50m và nằm cách mỏ Sư Tử Đen khoảng 6km.

Development plan

- Giai đoạn 1 của dự án đã hoàn thành vào cuối 2012. PVS là nhà thầu EPC chính cho dự án này
- Dự án phát triển mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2 sẽ xây dựng bổ sung thêm các giàn khai thác, giàn xử lý trung tâm và bơm ép để sản lượng khí khai thác đạt mức 1,5 tỷ m³/năm, dự kiến khai thác kéo dài đến 2035.

Trữ lượng dầu và khí

- Dự kiến giai đoạn 2 mỏ Sư Tử Trắng sẽ đưa vào khai thác từ 2020, với sản lượng khí khô đạt 1,5 tỷ m³ khí/năm.
- Giai đoạn 2 sẽ là nguồn khí chính cho nhà máy xử lý khí Dinh Cố 2 (dự kiến đi vào hoạt động cuối năm 2020).

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nam Du – U Minh là dự án tiềm năng của PVS trong giai đoạn 2020-22. Dự án này cần hai giàn đầu giếng và một tàu FPSO để phục vụ cho hoạt động khai thác.

Hình 10: Tổng quan dự án Nam Du – U Minh

Vị trí	• Lô 46/07 và Lô 51, bể Malay Thổ Chu
Sở hữu	<ul style="list-style-type: none"> • Jadestone Energy (70%) • PVEP (30%)
Thời gian dự kiến	• 2020-2022

Tổng quan dự án

- Mỏ Nam Du nằm trong Lô 46/07 PSC ở rìa phía Đông Bắc của bể Malay-Thổ Chu, khoảng 200km ngoài khơi Việt Nam ở mức nước sâu 47,9m.
- Trong 2H18, Jadestone đang chuẩn bị công tác đàm phán giá khí với các bên liên quan. Quyết định đầu tư cuối cùng dự kiến đưa ra trong 2H19.

Kế hoạch phát triển

- Jadestone đặt mục tiêu kết nối mỏ khí và condensate Nam Du – U Minh với đường ống PM-3. Mỗi mỏ sẽ bao gồm giàn đầu giếng và 1 FPSO để chứa condensate.

Trữ lượng dầu và khí

- Lượng khí từ Nam Du và U Minh sẽ bù đắp cho sản lượng khí sụt giảm từ dự án PM-3.
- Jadestone ước tính mỏ Nam Du – U Minh có trữ lượng khí đốt khoảng 200 tỷ cubic feet.

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Lô B – Ô Môn là dự án khí lớn nhất tại Việt Nam cho đến hiện tại, với tổng giá trị đầu tư lên đến 10 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ là nhà thầu phụ chịu trách nhiệm xây dựng một số giàn khai thác cho dự án.

Tuy nhiên, kế hoạch phát triển dự án Lô B – Ô Môn chưa xác định do những khó khăn hiện tại về mặt tài chính. Chúng tôi cho rằng dự án này có thể khởi động sớm nhất từ Q3/2023.

Hình 11: Tổng quan dự án Lô B – Ô Môn

Vị trí	• Lô B, 48/95 và 52/97, bể Malay – Thổ Chu
Sở hữu	• PVN (42,9%) • PVEP (26,8%) • Mitsui Oil Exploration (22,6%) • PTTEP (7,7%)
Thời gian dự kiến	• 2022-2025

Tổng quan dự án

- Lô B, 48/95 và 52/97 nằm ngoài khơi Việt Nam ở mực nước sâu từ 60m - 80m. Diện tích khu vực này khoảng 3.200km² tại bể Malay-Thổ Chu, nằm ở phía Tây Nam Việt Nam.

Kế hoạch phát triển

- Mỏ Lô B sẽ bao gồm một giàn công nghệ trung tâm, 46 giàn khai thác, một giàn nhà ở, một tàu chứa condensate và khoảng 750 giếng khai thác. Chuỗi dự án này sẽ cung cấp khí khô cho các nhà máy điện khí mới ở khu vực Kiên Giang và Ô Môn. Để phục vụ công tác khoan sẽ cần có 1 giàn Tender Barge và 1 giàn khoan tự nâng (jack-up).

Trữ lượng dầu và khí

- Ước tính ban đầu về trữ lượng khí vào khoảng 6 nghìn tỷ bộ khối (170 tỷ mét khối khí) và 4tr mét khối condensate, trong khi trữ lượng khí 2P là 3,78 nghìn tỷ bộ khối (107 tỷ mét khối) và 2tr mét khối condensate. Vòng đời dự án dự kiến là 20 năm.

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Cá Voi Xanh là mỏ khí lớn nhất được phát hiện tại Việt Nam cho đến nay. Dự án này sẽ cung cấp nguồn khí tự nhiên quan trọng cho sản xuất điện và ngành hóa dầu. Tuy nhiên, vì dự án vẫn chưa đạt được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) nên chúng tôi không đưa dự án này vào dự phóng của PVS trong giai đoạn 2018-21.

Hình 12: Tổng quan dự án Cá Voi Xanh

Vị trí	• Lô 117, 118 và 119, bể Sông Hồng
Sở hữu	• ExxonMobil (64,0%) • PVEP (15,0%) • PVN (21,0%)
Thời gian dự kiến	• 2021-2024

Tổng quan dự án

- Mỏ Cá Voi Xanh nằm tại lô 117-119, trong vùng đặc quyền kinh tế 200 hải lý của Việt Nam. Tuy nhiên Trung Quốc cũng đang tranh chấp chủ quyền Lô 118 theo chính sách đường 9 đoạn với Việt Nam.

Kế hoạch phát triển

- Dự án sẽ dựng 1 giàn xử lý ngoài khơi, một hệ thống đường ống đưa khí về bờ, một nhà máy xử lý khí trên bờ (GTP) và đường ống cung cấp khí cho 4 nhà máy điện khí. ExxonMobil đã cho triển khai mời thầu thiết kế tổng thể (FEED).

Trữ lượng dầu và khí

- Dự án Cá Voi Xanh là dự án khí lớn nhất và phức tạp nhất tại Việt Nam cho đến hiện tại. Trữ lượng khí ước tính khoảng 150 tỷ mét khối, gấp 3 lần trữ lượng mỏ Lan Tây và Lan Đỏ của dự án khí Nam Côn Sơn, dự án khí lớn nhất Việt Nam hiện tại.

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dự án Cá Rồng Đỏ là dự án quan trọng nhằm thúc đẩy sản lượng dầu khí của Việt Nam trong giai đoạn 2018-20, tuy nhiên dự án này bị tạm ngưng vào 2018. PVS là nhà thầu EPC chính cho dự án, chịu trách nhiệm xây dựng giàn đầu giếng chân đế cảng và cung cấp tàu FPSO để khai thác dầu. Vì dự án này khó có thể quay lại hoạt động trước năm 2021 nên chúng tôi không tính dự án này trong dự phóng của PVS cho giai đoạn 2018-21.

Hình 13: Tổng quan dự án Cá Rồng Đỏ

Vị trí	• Lô 07-03, bể Nam Côn Sơn
Sở hữu	• Talisman Energy (55,0%) • Mubadala (25,0%) • PVN (15,0%) • Pan Pacific Petroleum (5,0%)
Thời gian dự kiến	• Tạm dừng từ T3/2018

Tổng quan dự án

- Mỏ Cá Rồng Đỏ cách bờ biển Vũng Tàu 440km, ở mực nước sâu 350m (1,148 ft) với dự kiến mức giá dầu hòa vốn là 60USD/thùng. Nhưng vị trí của dự án nằm gần đường chử U 9 đoạn đang tranh chấp với Trung Quốc. Vào tháng 3/2018, dự án tạm dừng và tuyên bố nguyên do bất khả kháng do áp lực từ phía Trung Quốc.

Kế hoạch phát triển

- Dự án này kỳ vọng gồm một giàn đầu giếng chân đế cảng (TLWP), một giàn tiếp trợ TAD và một FPSO. PVS đang triển khai xây dựng TLWP khi dự án này tạm dừng vào tháng 03/2018.

Trữ lượng dầu và khí

- Trữ lượng khai thác được khoảng 45tr thùng dầu thô, 172 tỷ bộ khối khí thiên nhiên và 2,3tr thùng condensate (một dạng dầu thô siêu nhẹ, là phụ phẩm của việc khai thác khí đốt).

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Dự báo lợi nhuận tăng mạnh trong giai đoạn 2018-21 ►

Với một số dự án lớn trong tương lai, chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận tăng trưởng kép doanh thu đạt 19,6% và tăng trưởng kép LNST đạt 25,4% trong giai đoạn 2018-21. Mảng cơ khí & xây lắp (M&C) và FPSO/FSO của PVS sẽ hưởng lợi khi các dự án này khởi động.

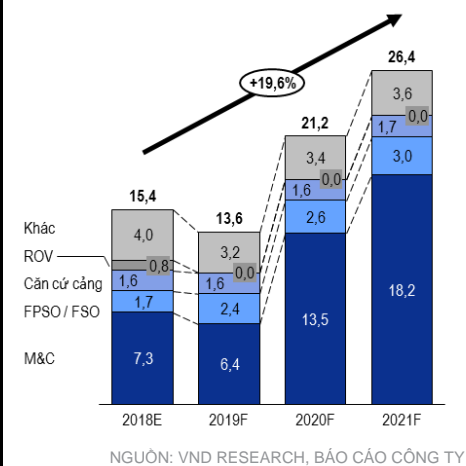
Ngoài ra, lợi nhuận của PVS trong giai đoạn 2018-21 cũng cải thiện do mảng khảo sát địa chấn ROV ngừng ghi nhận lỗ từ năm 2019. Chúng tôi nhận thấy riêng mảng này đã ghi nhận lỗ 400 tỷ đồng trong năm 2018, tương ứng với 21,1% lợi nhuận gộp đã điều chỉnh của PVS trong năm 2018.

Với một số dự án lớn trong tương lai, chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận tăng trưởng kép doanh thu đạt 19,6% và tăng trưởng kép LNG điều chỉnh đạt 18,2% trong giai đoạn 2018-21.

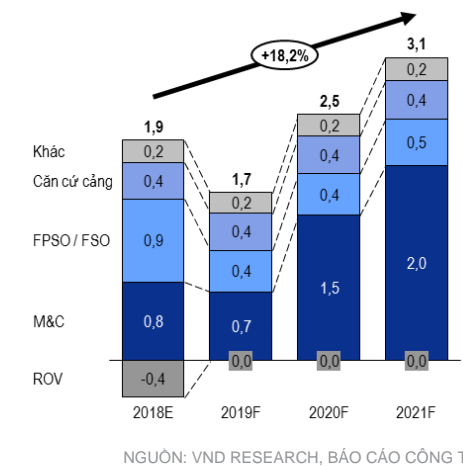
Chúng tôi lưu ý LN gộp điều chỉnh của mảng FPSO/FSO trong 2018 cao bất thường do lợi nhuận bất thường từ việc đánh giá lại tài sản của FSO Orkid và FPSO Ruby.

Chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận tăng trưởng kép lợi nhuận ròng đạt 25,4% trong giai đoạn 2018-21.

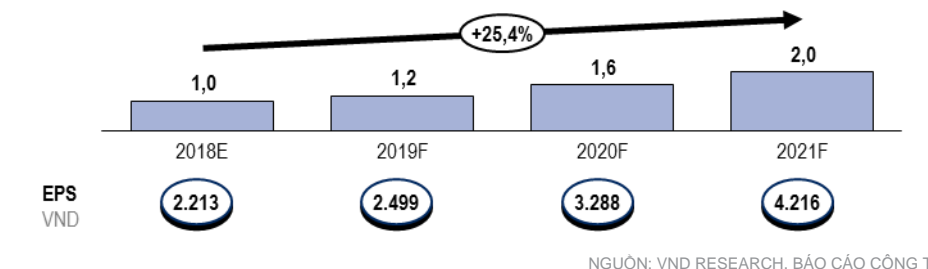
Hình 14: Dự báo doanh thu PVS theo từng mảng (nghìn tỷ đồng)



Hình 15: Dự báo lợi nhuận gộp của PVS theo từng mảng (nghìn tỷ đồng)



Hình 16: Dự báo LNST của PVS (nghìn tỷ đồng)



ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Báo cáo lần đầu với KN Mua và giá mục tiêu 25.000 đồng/cp ►

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu cho PVS với khuyến nghị Mua và giá mục tiêu 25.000 đồng, dựa trên phương pháp DCF (tỷ trọng 50%) và hệ số P/E mục tiêu 2019-21 ở mức 7,8x (tỷ trọng 50%).

Giá mục tiêu của chúng tôi theo phương pháp định giá DCF là 24.295 đồng/cp, với tăng trưởng dài hạn 1,0% và chi phí vốn bình quân gia quyền (WACC) là 22,5%. Chúng tôi ước tính chi phí vốn chủ của PVS là 24,7% với giả định: 1) lãi suất phi rủi ro là 5,0%, (2) Beta ở mức 1,75 lần, và (3) phần bù rủi ro thị trường là 11%.

Hình 17: Các giả định cho mô hình DCF

tỷ đồng	12/16A	12/17A	12/18E	12/19F	12/20F	12/25F	12/30F	12/35F	CAGR 20-35F
Tổng doanh thu	18.720	16.729	14.667	13.627	21.180	33.247	36.758	39.013	4,2%
% yoy	0,0%	-10,6%	-12,3%	-7,1%	55,4%	2,8%	1,6%	1,0%	
COGS và OPEX	(18.620)	(16.704)	(14.363)	(12.883)	(20.039)	(31.427)	(34.746)	(36.878)	
EBIT	100	24	304	744	1.141	1.820	2.012	2.135	4,3%
Biên LN hoạt động KD	0,5%	0,1%	2,1%	5,5%	5,4%	5,5%	5,5%	5,5%	
Thuế khả dung	-30,7%	-22,0%	-42,7%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	-22,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	69	19	174	580	890	1.419	1.569	1.665	4,3%
+ Chi phí khấu hao	871	685	567	567	520	678	752	799	
% doanh thu	4,7%	4,1%	3,9%	4,2%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	
- Capex	(448)	(436)	(355)	(329)	(512)	(804)	(889)	(943)	
% doanh thu	-2,4%	-2,6%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	-2,4%	
+ Thay đổi vốn lưu động	(767)	677	(204)	(28)	(1.257)	(1.161)	(1.300)	(1.384)	
% doanh thu	-4,1%	4,0%	-1,4%	-0,2%	-5,9%	-3,5%	-3,5%	-3,5%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.140	978	655	763	842	1.377	1.522	1.615	
% doanh thu	6,1%	5,8%	4,5%	5,6%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	865.052	1.923.111	837.543	1.553.706	483.118	1.509.574	1.654.578	1.752.677	
% yoy	0,0%	122,3%	-56,4%	85,5%	-68,9%	0,6%	2,1%	1,0%	

NGUỒN: VND RESEARCH ước tính, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 18: Chi phí vốn chủ

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	5,4%
Beta	1,75
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	24,7%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 19: WACC và tăng trưởng dài hạn

tỷ đồng	
Vốn hóa	9.559
Nợ	1.155
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	22,0%
WACC	22,5%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Giá mục tiêu của chúng tôi được làm tròn xuống 25.000 đồng/cp, dựa trên kết hợp phương pháp DCF (tỷ trọng 50%) và P/E 2019-2021 mục tiêu 7,8x (tỷ trọng 50%).

Hình 20: Giá mục tiêu

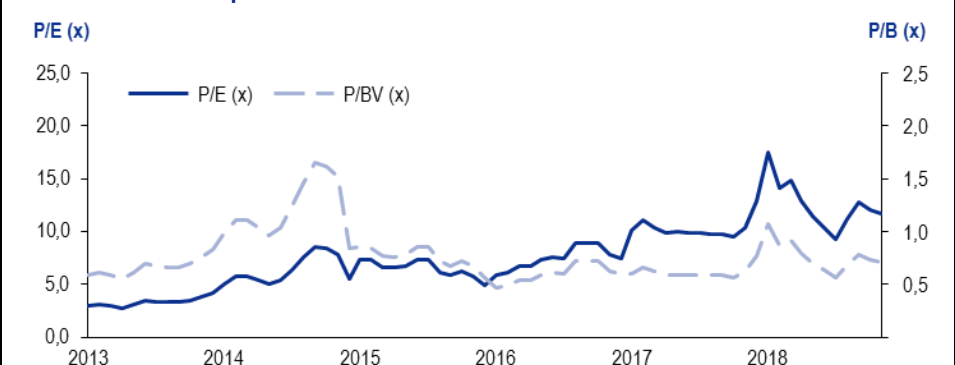
Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	24.295	50%	12.148
P/E mục tiêu 2019-21 ở mức 7,8x	26.008	50%	13.004
Giá mục tiêu			25.151

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hệ số P/E mục tiêu trong 2019-21 của chúng tôi là 7,8x được đưa ra dựa trên P/E trung bình 5 năm của PVS. Với EPS dự phóng giai đoạn 2018-21 ở mức 3.308 đồng, giá mục tiêu của chúng tôi theo phương pháp hệ số P/E là 25.804 đồng.

Hệ số P/E mục tiêu trong 2019-21 của chúng tôi là 7,8x được tính dựa trên P/E trung bình 5 năm của PVS.

Hình 21: P/E và P/B lịch sử của PVS



NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 22: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bán địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bán địa)	Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						5 năm	TTM	2019F		5 năm	TTM	2019F	5 năm	TTM	2019F	5 năm	TTM	2019F
PTSC	PVS VN	MUA	21.600	25.000	352	8,7	11,4	8,1	-25,7%	0,7	0,8	0,6	14,6%	6,7%	7,0%	5,2%	3,1%	4,5%
Mermaid Maritime	MMT SP	KHÔNG KN	0,08	N/a	119	23,0	N/a	N/a	-36,0%	0,6	0,3	N/a	-6,7%	-4,2%	N/a	-4,6%	-3,1%	N/a
Yinson Holdings	YNS MK	MUA	4,52	4,84	1.085	16,0	16,8	23,1	3,5%	3,3	1,4	1,4	17,5%	9,6%	6,6%	6,8%	4,0%	6,0%
Sembcorp Marine	SMM SP	MUA	1,68	2,46	2.604	21,6	N/a	103,2	-70,8%	2,2	1,3	1,5	6,9%	-8,6%	1,5%	2,7%	-2,3%	1,2%
Hyundai Engineering	000720 KS	NẮM GIỮ	51.600	68.000	4.979	12,1	19,3	13,9	-21,7%	1,0	0,9	1,0	7,6%	4,6%	7,6%	2,4%	1,6%	4,1%
Keppel Corp	KEP SP	MUA	5,85	8,28	8.159	10,2	10,1	11,5	-39,1%	1,5	0,9	0,9	12,2%	10,1%	8,3%	4,2%	4,7%	4,3%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KHÔNG KN	0,55	N/a	212	21,9	36,0	N/a	-35,9%	1,3	0,4	N/a	2,4%	1,0%	N/a	1,2%	0,8%	N/a
Trung bình (toàn bộ)					2.501	16,2	14,4		-32,2%	1,5	0,9		7,8%	2,7%		2,6%	1,3%	
Trung bình (loại trừ PVS)					2.860	17,5	20,5		-33,3%	1,7	0,9		6,7%	2,1%		2,1%	1,0%	

Lưu ý: Số liệu các công ty Không KN dựa trên Bloomberg, TTM – trượt 12 tháng
NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY, BLOOMBERG (tại ngày 26/03/2019)

RỦI RO VÀ ĐỘNG LỰC TĂNG GIÁ

Rủi ro giảm giá >

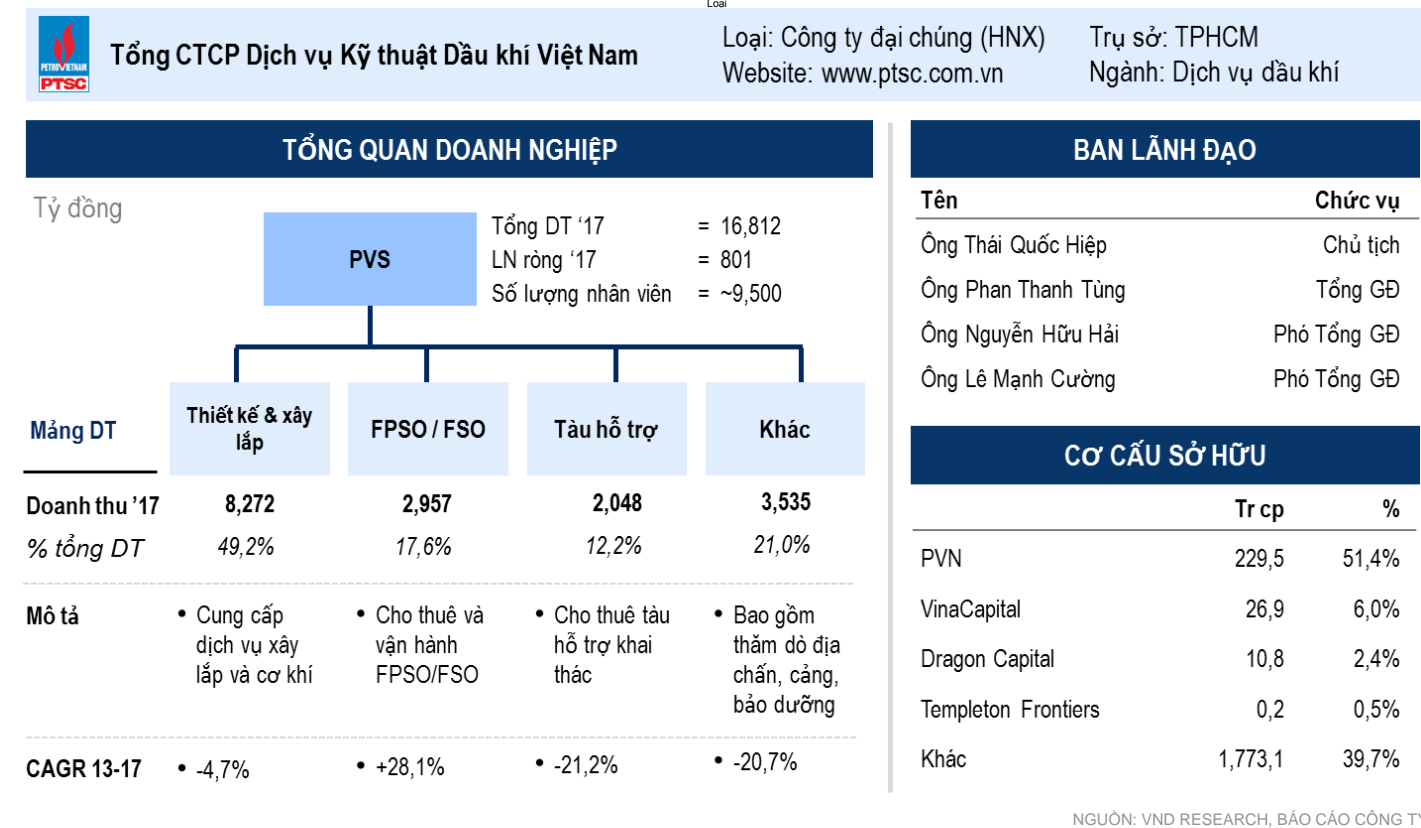
- Các vấn đề địa chính trị có thể ảnh hưởng đến tiến độ các dự án dầu khí quan trọng như Lô B – Ô Môn, Cá Voi Xanh, và Sự Tử Trống giai đoạn 2. Nếu các dự án này bị tạm ngừng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của PVS sẽ bị ảnh hưởng đáng kể.
- Giá dầu thô duy trì dưới mức 55 USD/thùng trong giai đoạn 2019-20 do: (1) nhu cầu tiêu thụ giảm do tăng trưởng kinh tế sụt giảm đáng kể (2): cách mạng công nghệ trong khai thác dầu đá phiến làm tăng nguồn cung giá rẻ từ thị trường Mỹ.

Động lực tăng giá >

- Nếu các vấn đề địa chính trị xoay quanh Cá Rồng Đỏ được giải quyết và dự án này khởi động trở lại, chúng tôi ước tính dự án này có thể bổ sung thêm: (1) 500 tỷ đồng vào lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn 2018-21 từ các dịch vụ kỹ thuật dầu khí và (2) 300 tỷ đồng mỗi năm vào lợi nhuận ròng của PVS kể từ 2021 từ việc cung cấp kho nổi chứa dầu (FPSO) cho các nhà khai thác mỏ.

PHỤ LỤC

Hình 23: Tổng quan doanh nghiệp PVS (tại thời điểm cuối 2018)

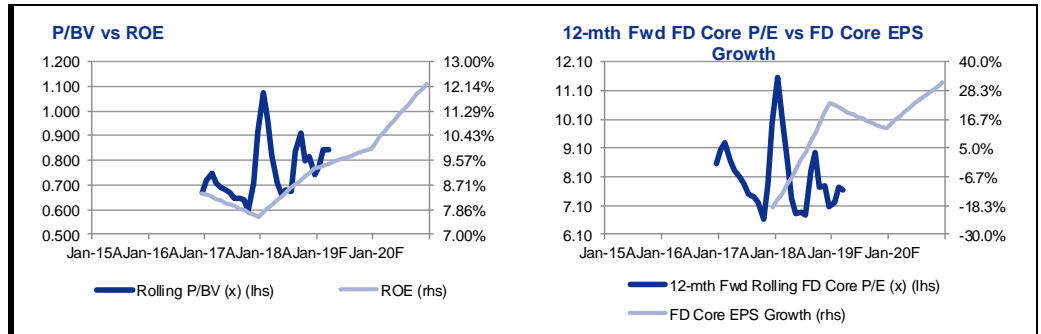


Hình 24: Cơ cấu tổ chức của PVS

	Công ty	Sở hữu của PVS	Hoạt động chính	
PVS (<i>công ty mẹ</i>)	Công ty con	PTSC Quảng Ngãi	• 95,2%	• Dịch vụ dầu khí
		PTSC Thanh Hóa	• 54,7%	• Dịch vụ căn cứ cảng
		CTCP Cảng Dịch vụ Dầu khí Đinh Vũ	• 51,0%	• Dịch vụ căn cứ cảng
		CTCP Dịch vụ Khai thác Dầu khí PTSC	• 51,0%	• Dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO, kho chứa và xử lý đầu thô FPSO
		CTCP Cảng Dịch Vụ Dầu khí Tổng hợp Phú Mỹ	• 59,6%	• Dịch vụ căn cứ cảng
		Công ty TNHH Khảo sát Địa vật lý PTSC CGGV	• 51,0%	• Dịch vụ thu nhận dữ liệu địa chấn 2D, 3D
		CTCP Dịch vụ Bảo vệ An ninh Dầu khí Việt Nam	• 51,0%	• Dịch vụ bảo vệ
		CTCP Đầu tư Dầu Khí Sao Mai - Bến Đình	• 51,0%	• Dịch vụ căn cứ cảng
		Công ty TNHH MTV Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Labuan	• 100,0%	• Dịch vụ tàu đầu khí
	Liên doanh	Rông Đồi MV12	• 33,0%	• Dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO cho khách hàng KNOC. Sở hữu FSO MV12.
		PTSC Southeast Asia	• 51,0%	• Dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO, FPSO cho khách hàng Biển Đông POC. Sở hữu FSO Biển Đông.
		PTSC Asia Pacific	• 51,0%	• Dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO, FPSO cho khách hàng Biển Đông POC. Sở hữu FPSO Lam Sơn.
		Liên doanh Malaysia Vietnam Offshore Terminal (Labuan) Limited	• 49,0%	• Dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO, FPSO cho khách hàng TML. Sở hữu FSO Orkid.
		Liên doanh Vietnam Offshore Floating Terminal (Ruby) Limited	• 60,0%	• Dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO, FPSO cho khách hàng Biển Đông POC. Sở hữu FPSO Ruby.
		CTCP chế tạo Giàn khoan Dầu khí	• 28,8%	• Dịch vụ chế tạo, lắp đặt công trình dầu khí

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH



Báo cáo KQ HĐKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	16.729	14.667	13.627	21.180	26.362
Lợi nhuận gộp	805	1.078	1.463	2.260	2.835
LN hoạt động thuần	710	871	1.311	1.662	1.951
Chi phí khấu hao	(685)	(567)	(567)	(567)	(519)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	24	304	744	1.141	1.443
TN từ hoạt động tài chính	229	437	416	384	379
TN từ các Cty LK & LD	485	734	259	322	552
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	264	(516)	87	136	169
Lợi nhuận trước thuế	1.002	959	1.507	1.983	2.543
Thuế	(221)	(409)	(332)	1.983	(560)
Lợi nhuận sau thuế	782	549	1.175	1.547	1.983
Lợi ích của cổ đông thiểu số	19	474	19	25	32
Cổ tức					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	801	1.023	1.194	1.572	2.015
Lợi nhuận thường xuyên	801	1.023	1.194	1.572	2.015

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	710	871	1.311	1.662	1.961
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(704)	(1.010)	(695)	(724)	(947)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	677	(204)	(28)	(1.257)	(809)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	187	150	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	295	87	196	322	581
Dòng tiền hoạt động khác	495	435	574	526	524
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(44)	(33)	(10)	(9)	(8)
Thuế đã trả	(630)	(149)	(163)	(215)	(276)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	985	148	1.185	304	1.026
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(436)	(355)	(329)	(512)	(637)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	9	4	4	4	4
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(882)	1.593	1.593	1.593	1.593
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(1.308)	1.242	1.267	1.085	959
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(367)	(256)	(65)	(46)	(53)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(284)	(509)	(594)	(534)	(605)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(651)	(765)	(659)	(580)	(658)
Tổng tiền trong năm	(975)	626	1.793	808	1.328
Dòng tiền tự do cho cổ đông	(691)	1.134	2.387	1.343	1.932
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	(279)	1.423	2.462	1.397	1.994

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	7.286	8.035	9.828	10.636	11.964
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.402	4.951	4.810	7.475	9.304
Hàng tồn kho	438	469	376	585	727
Tài sản ngắn hạn khác	438	368	342	531	661
Tổng tài sản ngắn hạn	13.564	13.823	15.355	19.228	22.657
Tài sản cố định	3.679	2.863	2.625	2.617	2.736
Tổng đầu tư	4.965	4.490	4.490	4.490	4.490
Tài sản vô hình					
Tài sản dài hạn khác	1.664	1.367	1.124	923	759
Tổng tài sản dài hạn	10.308	8.720	8.238	8.030	7.984
Vay & nợ ngắn hạn	255	721	670	634	592
Phải trả người bán	3.388	3.311	3.039	4.728	5.940
Nợ ngắn hạn khác	3.717	2.812	2.862	4.448	5.536
Tổng nợ ngắn hạn	7.360	6.844	6.570	9.810	12.067
Vay & nợ dài hạn	901	193	179	169	158
Nợ dài hạn khác	3.530	3.351	3.351	3.351	3.351
Tổng nợ dài hạn	4.431	3.544	3.531	3.521	3.510
Dự phòng					
Tổng nợ	11.791	10.388	10.101	13.330	15.577
Vốn chủ sở hữu	10.745	11.322	12.641	13.050	14.155
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.336	833	852	877	909
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	12.081	12.155	13.493	13.927	15.064

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	-10,6%	-12,3%	-7,1%	55,4%	24,5%
Tăng trưởng LNHKDK	-26,9%	22,8%	50,5%	26,7%	18,0%
Biên LNHKDK	4,24%	5,94%	9,62%	7,84%	7,44%
LN trên cổ phiếu	13.724	14.898	18.785	20.572	23.461
Giá trị sổ sách/cp	24.054	23.687	26.447	27.303	29.615
Khả năng thanh toán lãi vay	0,6	11,3	93,4	157,0	217,6
Thuế suất hiệu dụng	22,0%	42,7%	22,0%	22,0%	22,0%
Tỷ lệ chia cổ tức	35,5%	49,7%	49,7%	34,0%	30,0%
Số ngày phải thu	125,4	128,8	130,7	106,1	116,2
Số ngày tồn kho	23,61	12,18	12,68	9,30	10,18
Số ngày phải trả	81,63	84,09	91,22	71,91	79,24
ROIC	0,4%	5,4%	15,3%	27,0%	39,0%
ROCE	2,6%	6,1%	8,6%	10,6%	12,0%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	2,42%	0,86%	3,65%	4,87%	5,80%

Các nhân tố chính					
	12/17A	12/18A	12/18F	12/19F	12/20F
Giá dầu (US\$/thùng)	54	72	65,0	68,0	70,0
Tăng trưởng sản lượng (%)	-4,6%	-0,5%	-0,8%	0,4%	-0,2%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Vũ Việt Linh – Chuyên viên Phân tích

Email: linh.vuviet@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>