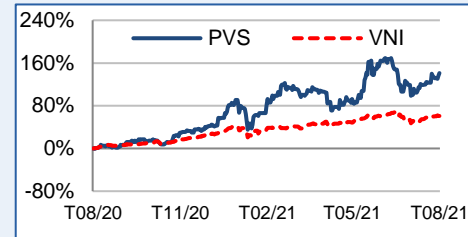


# Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) [PHTT +5,5%]

Cập nhật

Ngành	Dầu khí		2020A	2021F	2022F	2023F
Ngày báo cáo	23/08/2021	Tăng trưởng DT	16,9%	-21,8%	6,0%	34,8%
Giá hiện tại	23.500VND	Tăng trưởng EPS (1)	-7,5%	-24,1%	22,1%	28,6%
Giá mục tiêu	23.800VND	Tăng trưởng EPS (2)	-23,6%	9,3%	22,1%	28,6%
Giá mục tiêu gần nhất	23.600VND	Biên LN ròng (1)	3,3%	4,6%	5,3%	5,0%
TL tăng	+1,3%	EV/EBITDA	11,6x	6,0x	5,0x	3,5x
Lợi suất cổ tức	4,3%	P/E (1)	13,7x	18,0x	14,7x	11,5x
Tổng mức sinh lời	+5,5%	P/E (2)	19,7x	18,0x	14,7x	11,5x



			PVS	(3)Peers	VNI
GT vốn hóa	482,1tr USD				
Room KN	198,7tr USD	P/E (trượt) (1)	18,3x	13,5x	15,6x
GTGD/ngày (30n)	12,7tr USD	P/B (hiện tại)	0,9x	0,7x	2,5x
Cổ phần Nhà nước	51,4%	Nợ ròng/CSH	-49,5%	21,7%	N/A
SL cổ phiếu lưu hành	478,0 tr	ROE	4,7%	-0,5%	16,3%
Pha loãng	478,0 tr	ROA	2,4%	-0,5%	2,6%
PEG 3 năm	N.M.				

**Tổng quan công ty**  
Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan), PVS chiếm thị phần áp đảo ở các ngành liên quan, như thị phần dịch vụ Tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ căn cứ cảng (mảng cảng, 100%), và dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 18 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO.

(1) cổ lỗi; (2) báo cáo; (3) Trung vị của các công ty cùng ngành trong khu vực (trung bình năm năm cho P/E)

**Ngô Thùy Trâm**  
Trưởng phòng

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

## Định giá đã ở mức hợp lý mặc dù mảng M&C phục hồi vào năm 2022

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) trong khi giữ nguyên giá mục tiêu và dự báo lợi nhuận giai đoạn 2021-2025 gần như không đổi. Chúng tôi tin rằng môi trường giá dầu cao hiện tại có tác động tích cực hạn chế đến triển vọng ngắn hạn của PVS trong khi các hợp đồng nước ngoài gần đây của PVS mang lại một biên lợi nhuận thấp.
- Chúng tôi dự báo EPS cốt lõi năm 2021 sẽ giảm 24,1% YoY do chúng tôi dự báo 1) ít việc làm cho mảng M&C hơn vào năm 2021, 2) hoàn nhập dự phòng đảm bảo mảng M&C thấp hơn và 3) giá thuê ngày thấp hơn cho FPSO Ruby II – mặc dù có đóng góp lợi nhuận từ FSO mới Sao Vàng - Đại Nguyệt (SV-DN).
- Bất chấp các diễn biến kém tích cực theo dự kiến trong năm 2021 này, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng trung hạn của PVS vì đây là công ty được hưởng lợi sớm trong chu kỳ từ sự phục hồi của ngành và cơ hội việc làm gia tăng của các dự án LNG. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi từ năm 2022 trở đi, do lượng backlog M&C tiềm năng 2,9 tỷ USD vào cuối năm 2021 và lợi nhuận ổn định từ mảng FSO.
- PVS có 7,2 nghìn tỷ đồng tiền mặt và tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn CSH là 50% vào cuối quý 2/2021, dễ dàng hỗ trợ mở rộng công suất và DPS tiền mặt dự kiến của chúng tôi là 1.000 đồng trong giai đoạn 2021-2025.
- Định giá của PVS hiện có vẻ khá phù hợp với P/E dự phóng năm 2021 và 2022 lần lượt là 18,0 lần và 14,7 lần.
- Yếu tố hỗ trợ: Giá thuê ngày chính thức cao hơn dự kiến cho FPSO Ruby II; hoàn thành việc đàm phán hợp đồng cho FPSO Lam Sơn.
- Rủi ro: Khối lượng công việc M&C thấp hơn dự kiến trong 6 tháng cuối năm năm 2021 và 2022.

**Doanh thu từ các hợp đồng M&C ở nước ngoài bù đắp cho sự trì hoãn các dự án Cá Voi Xanh và Nam Du - U Minh.** Vào tháng 7/2021, PVS thông báo rằng công ty đã trúng thầu dự án Gallaf - giai đoạn 3 tại Qatar với giá trị hợp đồng là 300 triệu USD cho giai đoạn 2021-2023. Ngoài ra, PVS cũng chia sẻ rằng công ty đã có được hợp đồng thầu phụ M&C mới cho dự án Shwe tại Myanmar với giá trị hợp đồng là 200 triệu USD cho giai đoạn 2022-2023. Các hợp đồng phụ mang lại biên lợi nhuận thấp hơn so với các hợp đồng mà PVS là nhà thầu. Trong khi đó, chúng tôi gia hạn dự báo đối với đóng góp doanh thu từ dự án Cá Voi Xanh thêm 1 năm và loại bỏ dự án Nam Du - U Minh do không có thông tin về tiến độ thực hiện 2 dự án này. Tuy nhiên, chúng tôi ước tính

backlog hợp đồng M&C của PVS đạt 2,9 tỷ USD vào cuối năm 2021 so với dự báo trước đây là 2,7 tỷ USD.

**Chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận từ mảng M&C dù có các hợp đồng mới ở nước ngoài và giả định giá dầu cao hơn.** Dù chúng tôi ghi nhận doanh thu từ các dự án mới trúng thầu bổ sung, chúng tôi gần như giữ nguyên dự báo lợi nhuận do các hợp đồng mới ở nước ngoài và các hợp đồng phụ thường mang lại biên lợi nhuận thấp. Ưu tiên hiện tại của PVS là có việc làm trong giai đoạn 2021-2022 hơn là theo đuổi lợi nhuận. Trong khi đó, công ty đang chờ đợi các dự án trong nước có biên lợi nhuận cao như Lô B và Cá voi xanh cho giai đoạn 2023-2025. Dù những giả định về giá dầu cao hơn cho giai đoạn 2021-2022 trong Báo cáo Ngành Năng lượng ngày 27/07/2021, chúng tôi không nâng dự báo cho những năm tiếp theo khi các nhà khai thác dầu khí không tăng chi tiêu cho các dự án mới do lo ngại về tính bền vững của giá dầu cao.



## Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F	BẢNG CĐKT (tỷ VND)	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Doanh thu</b>	<b>19.832</b>	<b>15.507</b>	<b>16.437</b>	<b>22.158</b>	Tiền và tương đương	5.182	4.895	4.440	5.059
Giá vốn hàng bán	-19.120	-14.417	-15.144	-20.479	Đầu tư TC ngắn hạn	3.341	3.341	3.341	3.341
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>712</b>	<b>1.090</b>	<b>1.293</b>	<b>1.679</b>	Các khoản phải thu	2.080	2.124	2.252	3.035
Chi phí bán hàng	-119	-101	-107	-122	Hàng tồn kho	2.190	829	871	1.178
Chi phí quản lí DN	-718	-647	-647	-666	TS ngắn hạn khác	3.871	3.871	3.948	4.343
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>-125</b>	<b>343</b>	<b>539</b>	<b>891</b>	Tổng TS ngắn hạn	<b>16.664</b>	<b>15.061</b>	<b>14.852</b>	<b>16.956</b>
Doanh thu tài chính	399	344	357	337	TS dài hạn (gộp)	11.480	12.030	12.580	13.130
Chi phí tài chính	-141	-92	-93	-101	- Khấu hao lũy kế	-8.726	-9.246	-9.755	-10.256
Trong đó, chi phí lãi vay	-56	-56	-58	-65	TS dài hạn (ròng)	2.754	2.785	2.825	2.874
Lợi nhuận từ công ty LDLK	195	381	374	367	Đầu tư TC dài hạn	4.965	5.046	5.120	5.187
Lợi nhuận/(chi phí) khác	714	42	42	42	TS dài hạn khác	1.988	1.988	1.988	1.988
<b>LNTT</b>	<b>1.042</b>	<b>1.018</b>	<b>1.219</b>	<b>1.536</b>	<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>9.707</b>	<b>9.819</b>	<b>9.933</b>	<b>10.049</b>
Thuế TNDN	-307	-224	-268	-338	<b>Tổng Tài sản</b>	<b>26.371</b>	<b>24.879</b>	<b>24.786</b>	<b>27.006</b>
LNST trước CĐTS	<b>735</b>	<b>794</b>	<b>951</b>	<b>1.198</b>	Phải trả ngắn hạn	6.164	3.752	3.734	5.050
Lợi ích CĐ thiểu số	-86	-85	-85	-85	Nợ ngắn hạn	734	734	0	0
<b>LN ròng sau CĐTS, báo cáo</b>	<b>649</b>	<b>709</b>	<b>866</b>	<b>1.113</b>	Nợ ngắn hạn khác	2.799	3.219	3.219	3.219
<b>LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh<sup>(1)</sup></b>	<b>934</b>	<b>709</b>	<b>866</b>	<b>1.113</b>	Tổng nợ ngắn hạn	9.696	7.705	6.953	8.268
EBITDA	400	862	1.049	1.392	Nợ dài hạn	474	659	844	1.029
EPS báo cáo, VND	1.194	1.305	1.594	2.049	Nợ dài hạn khác	3.292	3.292	3.292	3.292
EPS cốt lõi <sup>(1)</sup> , VND	1.719	1.305	1.594	2.049	<b>Tổng nợ</b>	<b>13.462</b>	<b>11.655</b>	<b>11.088</b>	<b>12.589</b>
EPS pha loãng, VND	1.194	1.305	1.594	2.049	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.000	1.000	1.000	1.000	Vốn cổ phần	4.780	4.780	4.780	4.780
DPS/EPS (%)	83,7%	76,6%	62,8%	48,8%	Thặng dư vốn CP	40	40	40	40
(1) điều chỉnh cho lợi nhuận/chi phí bất thường					Lợi nhuận giữ lại	7.351	7.582	7.969	8.604
<b>TỶ LỆ</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	Vốn khác	0	0	0	0
<b>Tăng trưởng</b>					Lợi ích CĐTS	739	824	909	994
Tăng trưởng doanh thu	16,9%	-21,8%	6,0%	34,8%	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.909</b>	<b>13.225</b>	<b>13.698</b>	<b>14.418</b>
Tăng trưởng LN HĐKD	N,M,	N,M,	57,3%	65,3%	<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>26.371</b>	<b>24.879</b>	<b>24.786</b>	<b>27.006</b>
Tăng trưởng LNTT	-5,6%	-2,3%	19,7%	26,0%	CP lưu hành cuối năm (tr)	478	478	478	478
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	-7,5%	-24,1%	22,1%	28,6%					
<b>Khả năng sinh lời</b>									
Biên LN gộp %	3,6%	7,0%	7,9%	7,6%	<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
Biên LN từ HĐ %	-0,6%	2,2%	3,3%	4,0%	(tỷ USD)				
Biên EBITDA	2,0%	5,6%	6,4%	6,3%	<b>Tiền đầu năm</b>	<b>6.948</b>	<b>5.181</b>	<b>4.895</b>	<b>4.440</b>
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	3,3%	4,6%	5,3%	5,0%	Lợi nhuận sau thuế	649	709	866	1.113
ROE %	5,0%	5,4%	6,4%	7,9%	Khấu hao	526	519	510	501
ROA %	2,5%	2,8%	3,5%	4,3%	Thay đổi vốn lưu động	-849	-675	-265	-170
					Điều chỉnh khác	-1.080	0	0	0
					<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>-755</b>	<b>553</b>	<b>1.111</b>	<b>1.444</b>
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-453	-550	-550	-550
Số ngày tồn kho	33,0	21,0	21,0	21,0	Đầu tư, ròng	62	-81	-74	-67
Số ngày phải thu	45,7	50,0	50,0	50,0	<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-390</b>	<b>-631</b>	<b>-624</b>	<b>-617</b>
Số ngày phải trả	97,4	95,0	90,0	90,0	Cổ tức đã trả	-478	-478	-478	-478
TG luân chuyển tiền	-18,7	-37,8	-21,1	-16,5	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-37	0	-734	0
<b>Thanh khoản</b>					Tăng (giảm) nợ dài hạn	-111	185	185	185
CS thanh toán hiện hành	1,7	2,0	2,1	2,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	-47	85	85	85
CS thanh toán nhanh	1,5	1,8	2,0	1,9	<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-673</b>	<b>-208</b>	<b>-942</b>	<b>-208</b>
CS thanh toán tiền mặt	0,5	0,6	0,6	0,6	<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-1.767</b>	<b>-286</b>	<b>-455</b>	<b>619</b>
Nợ/Tài sản	4,6%	5,6%	3,4%	3,8%	<b>Tiền cuối năm</b>	<b>5.181</b>	<b>4.895</b>	<b>4.440</b>	<b>5.059</b>
Nợ/Vốn sử dụng	8,6%	9,5%	5,8%	6,7%					
Nợ/Vốn CSH	-60,1%	-55,2%	-54,2%	-54,9%					
Khả năng thanh toán lãi vay	-2,2	6,1	9,3	13,7					

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

**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 HOÃN	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 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

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Minh Tú, Chuyên viên, ext 139
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138

#### Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

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

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 194
- Trần Thái Sơn, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- 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, Trưởng phòng, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

#### Khách hàng cá nhân

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

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

### 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 & Hà Nội

#### 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, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

#### Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

#### Công nghiệp và Vận tải

##### Hoàng Nam, Trưởng phòng, ext 124

- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Phan Hà Gia Huy, Chuyên viên, ext 173

## 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.