

TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND24.000

Giá mục tiêu

VND22.400

Tỷ suất cổ tức

2,9%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Dầu khí

Ngày 11/03/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Trung lập**

Consensus*: Mua:4 Giữ:4 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 16,7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS 2021-22 3,1%-5,7%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

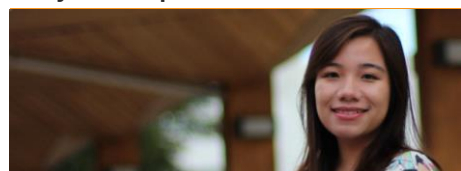
Cao nhất 52 tuần (VND)	25.200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	9.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	209.918
Thị giá vốn (tỷ VND)	12.045
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	17,5
P/B hiện tại (x)	0,9

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam Group	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Phạm Lê Mai

mai.phamle@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Định giá đã ở mức hợp lý

- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép LN ròng giai đoạn 2020-2022 của PVS đạt 20,5% nhờ việc giá dầu phục hồi giúp tăng giá dịch vụ và cải thiện nhu cầu đối với các hoạt động phụ trợ trong ngành dầu khí.
- Nâng giá mục tiêu lên 22.400 đồng/cp nhưng hạ đánh giá xuống Trung lập do cổ phiếu đã tăng đến mức giá hợp lý.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi kém khả quan trong năm 2020

PTSC ghi nhận LN ròng Q4/20 đạt 74 tỷ đồng (-80,7% svck), trong đó khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án 517 tỷ đồng đã phần nào bù đắp cho lỗ trong mảng Cơ khí & Xây lắp (M&C) và chi phí nhân viên tăng 90% svck. Trong năm 2020, DT thuần tăng 18,1% svck trong khi LN gộp giảm 37,2% svck do dịch Covid-19 khiến phát sinh thêm chi phí ở tất cả các mảng dịch vụ và PVS ghi nhận 393 tỷ đồng dự phòng bảo hành dự án. LN ròng giảm 37,2% svck xuống 649 tỷ đồng, được hỗ trợ bởi việc hoàn nhập 694 tỷ đồng dự phòng bảo hành cho các dự án cũ. LN ròng cả năm thấp hơn 11% sv dự phóng của chúng tôi do chi phí thuế TNDN cao hơn kỳ vọng.

Từng bước phục hồi từ năm 2021

Chúng tôi dự báo LN ròng của công ty sẽ tăng 32,1% svck trong năm 2021 nhờ (1) biên LN gộp tăng 2,5 điểm %, đặc biệt ở mảng xây lắp do PVS ghi nhận phần DT còn lại từ dự án ở Qatar và giàn CPP Sao Vàng và (2) LN liên doanh liên kết tăng mạnh 159% svck nhờ đóng góp cả năm của FSO Sao Vàng (LN ròng hàng năm ước tính đạt 85 tỷ đồng) và không cần trích lập dự phòng thêm tại các công ty LDLK. Trong ngắn và trung hạn, chúng tôi kỳ vọng giá dầu phục hồi (về TB 70 USD/thùng vào năm 2023) giúp tăng giá dịch vụ và đẩy nhanh việc tái khởi động các dự án dầu khí, dẫn đến tăng trưởng kép LN ròng của PVS đạt 13,2% trong giai đoạn 2020-2023.

Nâng giá mục tiêu lên 22.400 đồng/cp và hạ đánh giá xuống Trung lập

Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2021-2022 xuống 3,1%-5,7% do mức cơ sở năm 2020 thấp hơn kỳ vọng. Tuy nhiên, chúng tôi điều chỉnh beta của cổ phiếu từ 1,7x xuống 1,3x (dựa trên số liệu 2 năm của Bloomberg) và nâng P/E mục tiêu năm 2021-2023 từ 8,4 lên 11,6x (+1,5 độ lệch chuẩn sv trung bình 5 năm) trong bối cảnh tâm lý nhà đầu tư cải thiện nhờ giá dầu tăng và thanh khoản thị trường cao hơn. Do đó, giá mục tiêu tăng lên 22.400 đồng/cp, dựa trên tỷ trọng tương đương giữa 2 phương pháp định giá DCF và P/E. Chúng tôi hạ đánh giá cổ phiếu xuống Trung lập vì chúng tôi cho rằng đã tăng giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh hết những yếu tố tích cực. Rủi ro tăng giá đến từ việc giá dầu cao hơn kỳ vọng do các yếu tố bất ngờ làm gián đoạn nguồn cung. Rủi ro giảm giá đến từ tiến độ triển khai/trao thầu dự án chậm hơn sv kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-19A	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần (tỷ)	16.789	19.832	17.698	19.496
Tăng trưởng DT thuần	14,7%	18,1%	(10,8%)	10,2%
Biên lợi nhuận gộp	6,8%	3,6%	6,0%	6,1%
Biên EBITDA	11,0%	8,2%	10,4%	10,0%
LN ròng (tỷ)	1.033	649	857	941
Tăng trưởng LN ròng	(1,4%)	(37,2%)	32,1%	9,8%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(1,4%)	(37,2%)	32,1%	9,8%
EPS cơ bản	2.161	1.357	1.793	1.969
EPS điều chỉnh	1.977	1.194	1.577	1.733
BVPS	25.635	25.462	25.859	25.602
ROAE	8,6%	5,3%	7,0%	7,7%

Nguồn: VND RESEARCH

ĐỊNH GIÁ ĐÃ Ở MỨC HỢP LÝ

Hoạt động kinh doanh cốt lõi kém khả quan trong năm 2020

Trong BCTC Q4/2020, PVS đã trình bày lại kết quả tài chính năm 2019 theo ý kiến của kiểm toán. Điều này chủ yếu liên quan đến các điều chỉnh tăng giá trị hàng tồn kho và các khoản phải trả theo tiến độ hợp đồng mà chúng tôi cho rằng liên quan đến các dự án đang triển khai trong mảng xây lắp.

Công ty cũng điều chỉnh giảm giá vốn hàng bán, dẫn đến tăng LN ròng năm 2019 thêm 21,6% lên 1.033 tỷ đồng.

Hình 1: KQKD Q4/2020 và 2020

Đơn vị: tỷ đồng	Q4/20	Q4/19	% svck	2.020	2.019	% svck	so với dự phóng 2020
Doanh thu thuần	5.107	3.220	58,6%	19.832	16.789	18,1%	119,3%
LN gộp	(158)	111	-242,8%	712	1.134	-37,2%	64,3%
Biên LN gộp	-3,1%	3,4%	-6,5 đ %	3,6%	6,8%	-3,2 đ %	
Chi phí bán hàng	(40)	(39)	3,2%	(119)	(108)	9,9%	112,2%
Chi phí QLDN	(334)	(87)	284,0%	(718)	(651)	10,4%	135,1%
EBIT	(532)	(15)	3446,1%	(125)	375	-133,4%	-26,7%
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	77	70	9,2%	258	251	2,9%	131,3%
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	70	170	-58,8%	195	581	-66,5%	129,4%
LNTT	152	481	-68,4%	1.042	1.336	-22,0%	102,6%
LNST	100	358	-72,1%	735	996	-26,2%	91,6%
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	26	(26)	-201,4%	86	(37)	NA	113,2%
LN ròng	74	384	-80,7%	649	1.033	-37,2%	89,3%

Nguồn: VND Research, Báo cáo công ty

Trong Q4/2020, PVS ghi nhận doanh thu thuần đạt 5.107 tỷ đồng (+58,6% svck) trong khi ghi nhận khoản lỗ gộp là 158 tỷ đồng (-242,8% svck), chủ yếu đến từ mảng xây lắp. Mảng này đóng góp 55% doanh thu quý nhưng chịu khoản lỗ gộp 266 tỷ đồng (tương đương 168,7% tổng lỗ gộp) do PVS đã trích lập 228 tỷ đồng dự phòng bảo hành cho các dự án Sao Vàng Đại Nguyệt và Gallaf Qatar. Ngoài ra, chi phí quản lý và bán hàng tăng 284% svck do chi phí nhân viên tăng mạnh, gây áp lực lên lợi nhuận. Tuy nhiên, nhờ việc hoàn nhập 517 tỷ đồng dự phòng bảo hành, công ty ghi nhận 74 tỷ đồng LN ròng trong Q4/2020 (-80,7% svck).

Trong năm 2020, mặc dù doanh thu thuần tăng 18,1% svck nhưng LN gộp lại giảm 37,2% do phát sinh chi phí liên quan đến Covid-19 ở tất cả các mảng và tổng dự phòng bảo hành dự án được trích lập cho mảng xây lắp đạt 393 tỷ đồng. LN ròng cũng được hỗ trợ bởi việc hoàn nhập dự phòng bảo hành đối với các dự án cũ (694 tỷ đồng), đạt mức 649 tỷ đồng, giảm 37,2% svck.

LN ròng cả năm thấp hơn 11% so với dự phóng của chúng tôi, do LN từ hoạt động cốt lõi thấp hơn dự phóng (được bù đắp 1 phần bởi việc hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án) và chi phí thuế TNDN cao hơn kỳ vọng.

Triển vọng 2021-2023: Từng bước phục hồi

Giá dầu tăng tạo nên những tác động tích cực

Giá dầu thô Brent vẫn duy trì trên 50 USD/thùng kể từ giữa tháng 12/2020 nhờ cam kết cắt giảm sản lượng mạnh mẽ của Ả Rập Xê Út cùng các đồng minh và thời tiết giá lạnh ảnh hưởng đến nguồn cung dầu của Mỹ trong tháng 2. Ả Rập Xê Út đã quyết định duy trì chính sách cắt giảm sản lượng thêm 1 triệu thùng/ngày tới hết tháng 4, trong khi các đồng minh khác tăng sản lượng không đáng kể. Đây là những tín hiệu tích cực đối với giá dầu. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent duy trì ở mức trung bình 60 USD/thùng trong 6T21 sẽ giúp cải thiện giá dịch vụ và đẩy mạnh việc tái khởi động các dự án thăm dò dầu khí; điều này sẽ có lợi cho PVS trong ngắn và trung hạn.

Chúng tôi kỳ vọng các hoạt động kinh doanh chính của PVS từng bước phục hồi trong năm 2021-2023, cụ thể như sau:

- Mảng tàu dịch vụ và căn cứ cảng có thể cải thiện biên LN gộp 0,5-1,0 điểm % nhờ giá dịch vụ phục hồi. Chúng tôi kỳ vọng hai mảng này sẽ đạt tăng trưởng kép LN gộp lần lượt là 9,3% và 13,0% trong giai đoạn 2020-2023. Chúng tôi đánh giá mảng điện gió sẽ là lĩnh vực tiềm năng cho PVS trong 2-3 năm tới, do công ty có thể cung cấp các dịch vụ căn cứ cảng và hỗ trợ về mặt xây lắp các dự án ngoài khơi, nhờ hệ thống cơ sở hạ tầng cảng trải

đọc cả nước và kinh nghiệm thực hiện các dự án ngoài khơi. Được biết trong T2/2021, PVS cùng với 3 đối tác khác đã ký biên bản ghi nhớ (MoU) với chủ đầu tư về việc cung cấp dịch vụ cho dự án điện gió ngoài khơi La Gàn; chúng tôi cho rằng dự án này có thể mở đường cho PVS tìm kiếm các cơ hội tương tự sau này.

- Đối với mảng Cơ khí và Xây lắp (M&C), chúng tôi cho rằng biên LN gộp có thể cải thiện trong năm 2021 do phần lớn dự phòng bảo hành dự án đã được trích lập trong năm 2020 và biên LN gộp thường tăng vào cuối các hợp đồng. Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép LN gộp của mảng M&C sẽ đạt 47,0% trong 2020-2023 từ mức thấp trong năm 2020, do PVS ghi nhận phần doanh thu còn lại từ Sao Vàng Đại Nguyệt, Gallaf Qatar, nhà máy nhiệt điện Sông Hậu và tiếp tục triển khai các dự án LNG Thị Vải, tổ hợp hóa dầu Long Sơn, v.v. Mặc dù PVS chưa xác nhận ký hợp đồng mới nào nhưng khối lượng công việc tiềm năng từ các dự án sắp triển khai là rất lớn, bao gồm phát triển mỏ khí (Sư Tử Trắng GD 2, Nam Du U Minh, Lô B, v.v ..), kho cảng LNG (Thị Vải GD 2, Sơn Mỹ) và các nhà máy điện mới.

Hình 2: Các dự án chính của PVS trong mảng xây lắp

STT Dự án	Giá trị HD ước tính (tr USD)	GTHĐ ước tính ghi nhận năm 2021	GTHĐ còn lại tại cuối năm 2021	Thời gian triển khai	Tiến độ dự án
Đã đưa vào dự phóng					
1 Gallaf Qatar	320	96	-	2019 - Q2/21	PVS đã hoàn thành việc chế tạo, vận chuyển và lắp đặt ngoài khơi 3 giàn khoan và 3 cầu dẫn, đang trong quá trình đấu nối và chạy thử với tiến độ tổng thể là 87,1% vào cuối 2020.
2 Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	600	60	60	2018 - 2022	Mỏ Sao Vàng đã cho dòng khí đầu tiên vào tháng 11/2020. Mỏ Đại Nguyệt dự kiến cho dòng khí đầu tiên vào Q3/2022. Hiện tại PVS đang thi công giàn WHP Đại Nguyệt với tiến độ đến cuối 2020 đạt 65,5%.
3 Đường ống nội mỏ SVĐN và nối với Nam Côn Sơn 2	96	10	-	Q3/19 - 2021	Gas-in vào tháng 11/2020.
4 Nam Côn Sơn 2 GD 2	40	10	-	Q3/19 - 2021	Hoàn thành việc lắp đặt, gas-in vào tháng 12/2020.
5 Kho LNG Thị Vải	78	16	31	Q3/19 - Q4/22	Hợp đồng EPC được trao vào 06/2019. Khởi công tháng 10/2019. PVS nắm 39% trong tổng giá trị của hợp đồng này.
6 Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu	250	50	-	2016 - 2021	Tiến độ dự án đến hiện tại đạt 88-90%. Dự kiến tổ máy 1 đi vào hoạt động thương mại vào Q2/2021, tổ máy 2 vào Q3/2021.
7 Tổ hợp hóa dầu miền Nam	81	27	53	Q2/20 - Q2/22	PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến việc xây dựng nhà máy olefin. Chúng tôi dự phóng phần lớn công việc sẽ rơi vào năm 2022.
*8 Sư Tử Trắng GD 2	250	50	200	2021 - 2023	FS kỳ vọng được chấp thuận trong Q1/21. First gas cho giai đoạn 2A dự kiến vào Q2/21 và giai đoạn 2B vào Q4/23.
*9 Nam Du - U Minh	150	30	120	2021 - 2023	Theo Jadestone, công ty đang trong quá trình đàm phán hợp đồng mua bán khí sửa đổi với Chính phủ Việt Nam. Jadestones cũng đang chuẩn bị gọi thầu lại cho hợp đồng FPSO của dự án này. First gas có thể từ cuối 2022 hoặc 2023.
*10 GPP Dinh Cố 2	250	25	225	2021 - 2023	Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Dinh Cố 2 sẽ đi vào hoạt động vào cuối 2022, đầu 2023 để xử lý lượng khí bổ sung từ 2 mỏ Sao Vàng và Đại Nguyệt.
*11 Đường ống Lô B - Ô Môn	1.000	-	1.000	2022 - 2024	Một số gói thầu EPC đã được mở vào tháng 02/2020 và gia hạn nhiều lần đến tháng 03/2021. First gas kỳ vọng sớm nhất là vào tháng 09/2024.
Chưa đưa vào dự phóng					
1 Mỏ Lô B - Ô Môn	6.700	-	-	2021 - 2024	Hợp đồng thiết kế tổng thể (FEED) đã hoàn thành. Các gói thầu sẽ được mở tùy theo tiến độ của các dự án hạ nguồn (nhiệt điện Ô Môn 3 và 4)
2 Cá Voi Xanh	NA	-	-	2021 - 2024	Hợp đồng thiết kế FEED được trao cho Saipem vào tháng 02/2019. Vào tháng 07/2020 có thông tin PVN và EVN đang đàm phán với ExxonMobil các hợp đồng mua bán khí và mua bán điện. First gas kỳ vọng vào Q4/23.
3 Lạc Đà Vàng	NA	-	-	2021 - 2023	Kế hoạch phát triển đại cường (ODP) được chấp thuận vào tháng 09/2019. Kế hoạch phát triển mỏ đầy đủ (FDP) đã được nộp vào Q3/20 và dự kiến khởi động từ năm 2022. Murphy cũng đang triển khai thăm dò ở các mỏ lân cận như Lạc Đà Trắng, Lạc Đà Nâu và Lô 15-2/17.
4 Nhà máy điện Nhơn Trạch 3, 4	1.400	-	-	2021 - 2024	Đang tiến hành giải phóng mặt bằng và đàm phán hợp đồng giá khí, giá điện
5 LNG Thị Vải GD2	212	-	-	2021 - 2023	Đã hoàn thành nghiên cứu khả thi trong năm 2020 với kế hoạch nâng công suất lên 3tr tấn LNG/năm
6 Dự án nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất	1.800	-	-	2021 - 2024	PVS đầu thầu cho gói thầu số 1 EPC dưới dạng liên doanh với Technip Italy, Technip Malaysia và Lilama. Chúng tôi kỳ vọng kết quả của gói thầu này sẽ được công bố trong nửa đầu năm 2021 để triển khai hợp đồng vào tháng 08/2021. Chúng tôi cũng lưu ý rằng PVS cũng là một trong các nhà thầu thường xuyên tham gia các đợt bảo dưỡng định kỳ 3 năm 1 lần của nhà máy lọc dầu Dung Quất.

*Các dự án chưa xác nhận trúng thầu

Nguồn: VND RESEARCH, Internet

- Chúng tôi kỳ vọng LN gộp mảng FSO/FPSO sẽ phục hồi từ mức thấp trong 2020, chủ yếu nhờ đóng góp cả năm của FSO Sao Vàng từ năm 2021 trở đi. PVS đã giành được hợp đồng trị giá 176 triệu USD vào năm 2018 cho việc vận hành FSO Sao Vàng trong 7 năm, tương ứng với mức giá thuê ngày trung bình là 68.900 USD. FSO này đã bắt đầu hoạt động từ T11/2020 và chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng kép LN gộp của mảng này ở mức 16,5% trong năm 2020-2023. Chúng tôi cũng lưu ý rằng chủ đầu tư Jadestone của dự án Nam Du U Minh đang chuẩn bị gọi thầu lại gói thầu FPSO cho dự án này. Đây có thể là một hợp đồng tiềm năng cho PVS từ năm 2023 trở đi và là một rủi ro tăng giá so với dự phóng của chúng tôi.
- Thu nhập từ các liên doanh FSO/FPSO dự kiến sẽ phục hồi từ năm 2021, tăng trưởng 159% svck và đạt 505 tỷ đồng, do PVS không còn phải trích lập dự phòng cho FSO MV12 (để giải quyết các vấn đề kỹ thuật) và FPSO Lam Sơn (cho rủi ro chấm dứt hợp đồng) như trong năm 2020.

Hình 3: Tóm tắt dự phóng theo từng mảng

Đơn vị: tỷ đồng	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	19.832	17.698	19.496	21.204
Tàu dịch vụ	1.883	1.977	2.076	2.180
FSO/FPSO	2.985	2.131	2.172	2.214
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	420	546	600	630
Cần cẩu cảng	1.582	1.661	1.744	1.832
Cơ khí & xây lắp (M&C)	10.812	9.594	11.025	12.384
Vận hành và bảo dưỡng (O&M)	1.410	1.128	1.151	1.174
Dịch vụ khác	739	660	727	791
Lợi nhuận gộp	712	1.071	1.195	1.218
Tàu dịch vụ	114	127	141	149
FSO/FPSO	100	153	156	159
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	16	20	22	23
Cần cẩu cảng	213	249	292	306
Cơ khí & xây lắp (M&C)	136	384	441	433
Vận hành và bảo dưỡng (O&M)	87	106	108	110
Dịch vụ khác	46	31	35	38
Biên lợi nhuận gộp (%)	3,6%	6,0%	6,1%	5,7%
Tàu dịch vụ	6,0%	6,4%	6,8%	6,8%
FSO/FPSO	3,4%	7,2%	7,2%	7,2%
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	3,7%	3,7%	3,7%	3,7%
Cần cẩu cảng	13,4%	15,0%	16,7%	16,7%
Cơ khí & xây lắp (M&C)	1,3%	4,0%	4,0%	3,5%
Vận hành và bảo dưỡng (O&M)	6,2%	9,4%	9,4%	9,4%
Dịch vụ khác	6,3%	4,8%	4,8%	4,8%

Nguồn: VND RESEARCH, Báo cáo công ty

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng LN ròng của PVS sẽ tăng 32,1% svck trong 2021, nhờ (1) biên LN gộp tăng 2,5 điểm %, đặc biệt ở mảng xây lắp và (2) thu nhập tăng mạnh từ liên doanh FSO/FPSO (+159% svck), với đóng góp cả năm của FSO Sao Vàng (LN ròng hàng năm ước tính là 85 tỷ đồng).

Thay đổi trong dự phóng

Hình 4: Thay đổi trong dự phóng

Đơn vị: tỷ đồng	2021F			2022F			2023F		Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Mới		
Doanh thu thuần	17.198	17.698	2,9%	23.171	19.496	-15,9%	21.204		Chúng tôi lùi việc ghi nhận một phần doanh thu dự án đường ống Lô B từ năm 2022 sang năm 2023 do kế hoạch first gas đã lùi đến sớm nhất là tháng 09/2024.
LN gộp	1.173	1.071	-8,7%	1.474	1.195	-18,9%	1.218		Chúng tôi giảm nhẹ dự phóng biên LN gộp của các mảng do cơ sở năm 2020 thấp. Tuy vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng biên LN gộp của PVS sẽ cải thiện kể từ 2021 nhờ tác động tích cực từ giá dầu tăng, giúp đẩy mạnh việc tái khởi động các dự án dầu khí, làm tăng nhu cầu và tăng giá các dịch vụ hỗ trợ.
Chi phí bán hàng	(109)	(106)	-3,2%	(147)	(117)	-20,8%	(127)		
Chi phí QLDN	(658)	(641)	-2,6%	(857)	(706)	-17,6%	(768)		
EBIT	406	324	-20,2%	469	372	-20,7%	323		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	187	264	41,7%	155	262	69,4%	242		Chúng tôi điều chỉnh dự phóng doanh thu tài chính 2021-22 do doanh thu tài chính năm 2020 cao hơn kỳ vọng.
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	513	505	-1,7%	587	566	-3,6%	723		
LNTT	1.237	1.270	2,7%	1.387	1.395	0,5%	1.394		
LN ròng	884	857	-3,1%	998	941	-5,7%	940		Chúng tôi nhận thấy PVS thường ghi nhận chi phí thuế thu nhập hoãn lại cao, và số dư thuế thu nhập hoãn lại phải trả vào cuối năm 2020 là 444 tỷ đồng. Theo đó chúng tôi điều chỉnh giả định mức thuế TNDN hiệu dụng từ 21% lên 25,5% (tương đương năm 2019), do chi phí thuế năm 2020 cao hơn dự phóng.
EPS (VND)	1.850	1.793	-3,1%	2.089	1.969	-5,7%	1.968		

Nguồn: VND RESEARCH

Nâng giá mục tiêu lên 22.400 đồng/cp và hạ đánh giá xuống Trung lập

Trong khi chúng tôi giảm 3,1%-5,7% dự phóng EPS năm 2021-2022, chúng tôi cũng điều chỉnh hệ số beta của cổ phiếu từ 1,7 về 1,3 lần (dựa trên số liệu 2 năm của Bloomberg), theo đó giá trị hợp lý dựa trên phương pháp DCF tăng 10% lên 22.645 đồng/cp. Bên cạnh đó, chúng tôi nâng P/E mục tiêu năm 2021-2023 từ 8,4 lần (trung bình 5 năm) lên 11,6 lần (trung bình 5 năm +1,5 độ lệch chuẩn), do (1) tâm lý nhà đầu tư cải thiện trong bối cảnh giá dầu tăng và (2) thanh khoản toàn thị trường cao hơn do các nhà đầu tư mới gia nhập thị trường (thanh khoản 2T21 tăng 2,5 lần svck). Giá mục tiêu tăng lên mức 22.400 đồng/cp, dựa trên sự kết hợp hai phương pháp DCF và P/E với tỷ trọng bằng nhau.

Hình 5: Tóm tắt dự phóng dòng tiền (DCF)

tỷ đồng	12/19A	12/20A	12/21F	12/22F	12/23F	12/25F	12/30F	12/35F	CAGR 20-35F
Tổng doanh thu	16.789	19.832	17.698	19.496	21.204	23.266	27.388	30.177	2,8%
% svck	14,7%	18,1%	-10,8%	10,2%	8,8%	4,5%	2,7%	1,6%	
GVHB & OPEX	(16.414)	(19.958)	(17.374)	(19.124)	(20.881)	(22.911)	(26.970)	(29.716)	
EBIT	375	(125)	324	372	323	355	418	460	
Thuế khâ dụng	25,5%	29,5%	25,5%	25,5%	25,5%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	279	(88)	241	277	241	280	330	363	
+ Chi phí khấu hao	471	526	526	506	498	546	643	708	
% doanh thu	2,8%	2,7%	3,0%	2,6%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
- Capex	(786)	(461)	(411)	(453)	(493)	(541)	(637)	(701)	
% doanh thu	-4,7%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	-2,3%	
+ Thay đổi vốn lưu động	1.161	(912)	(486)	(221)	(161)	(360)	(424)	(467)	
% doanh thu	6,9%	-4,6%	-2,7%	-1,1%	-0,8%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	961	1.167	946	1.023	1.071	1.175	1.383	1.524	
% doanh thu	5,7%	5,9%	5,3%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	2.087	232	816	1.132	1.155	1.100	1.295	1.427	12,9%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 6: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	17,3%

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 7: WACC và tăng trưởng dài hạn

tỷ đồng	
Vốn hóa	6.516
Nợ	1.208
Chi phí nợ	4,4%
Mức thuế	21,0%
WACC	15,1%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

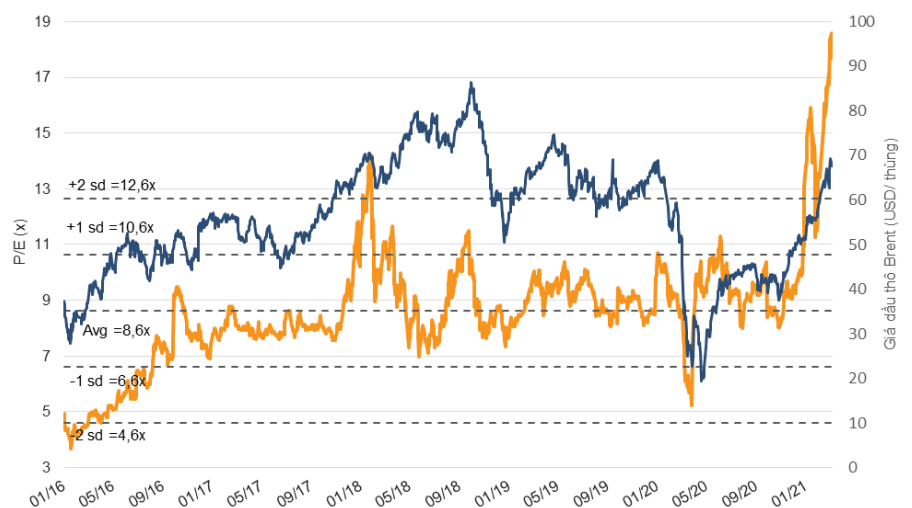
Nguồn: VND RESEARCH

Hình 8: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	22.645	50%	11.322
P/E mục tiêu 2021-23 ở mức 11,6x	22.152	50%	11.076
Giá mục tiêu			22.398
Giá mục tiêu (làm tròn)			22.400

Nguồn: VND RESEARCH

Hình 9: P/E của PVS từ năm 2016 đến nay



Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG

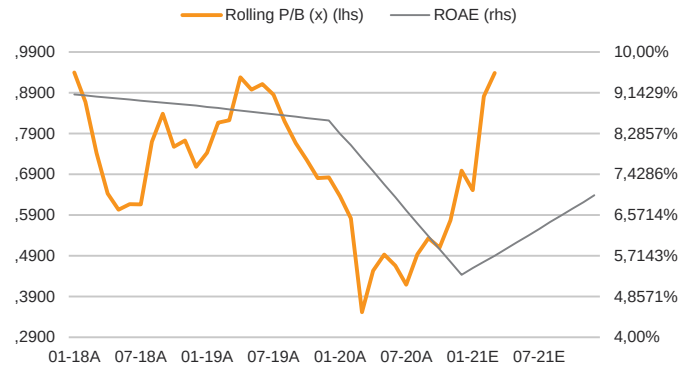
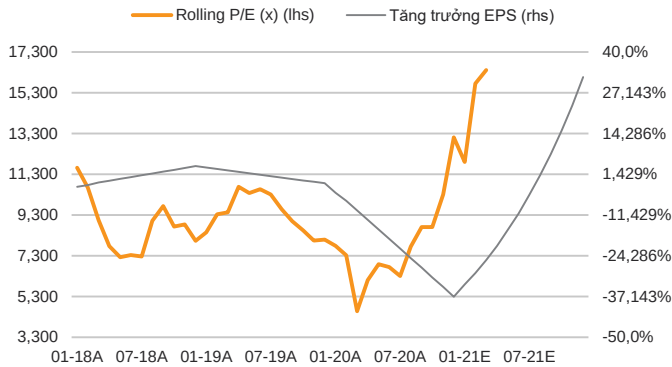
Trong quá khứ, giá cổ phiếu PVS tương đối theo sát biến động giá dầu (hình 9). Tuy vậy kể từ đầu năm 2021, P/E của cổ phiếu đã tăng mạnh lên mức đỉnh tính từ 2014, nhanh hơn tốc độ tăng của giá dầu. Do vậy chúng tôi cho rằng giá cổ phiếu hiện đang ở mức hợp lý và hạ đánh giá xuống Trung lập. Rủi ro giảm giá đối với dự báo của chúng tôi là tiến độ của các dự án lớn như Lô B – Ô Môn và Cá Voi Xanh chậm và PVS không ký được các hợp đồng mới để bổ sung vào backlog.

Hình 10: So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (nội tệ)	Giá mục tiêu (nội tệ)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2021	2022		TTM	2021	2022	TTM	2021	2022	TTM	2021	2022
PTSC	PVS VN	Trung lập	24.000	22.400	493	17,5	13,4	12,2	13,2%	0,9	0,9	0,9	5,4%	7,0%	7,7%	2,5%	3,4%	3,8%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	0,52	NA	201	NA	40,0	23,6	NA	0,4	0,4	0,4	-18,3%	1,1%	2,0%	-12,5%	0,9%	1,5%
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	5,38	NA	1.383	18,8	13,1	12,7	29%	1,6	2,0	1,8	8,6%	16,8%	15,8%	3,0%	4,2%	4,5%
Sembcorp Marine	SMM SP	KKN	0,16	NA	1.509	NA	NA	NA	NA	0,6	0,4	0,4	-19,9%	-3,4%	-1,1%	-6,7%	-1,5%	-0,7%
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	39.200	NA	3.819	35,8	10,4	8,8	69%	0,6	0,6	0,6	3,4%	6,1%	6,9%	1,2%	2,9%	3,3%
Keppel Corp	KEP SP	KKN	5,17	NA	6.980	NA	13,3	11,0	NA	0,9	0,8	0,8	-1,7%	6,3%	7,4%	-0,6%	2,2%	2,7%
Trung bình (toàn bộ)					2.398	24,0	18,0	13,7	36,9%	0,8	0,9	0,8	-3,8%	5,6%	6,5%	-2,2%	2,0%	2,5%
Trung bình (loại trừ PVS)					2.778	27,3	19,2	14,0	48,7%	0,8	0,8	0,8	-5,6%	5,4%	6,2%	-3,1%	1,7%	2,3%

Nguồn: VND RESEARCH, BLOOMBERG (Dữ liệu ngày 09/03)

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Doanh thu thuần	19.832	17.698	19.496
Giá vốn hàng bán	(19.120)	(16.627)	(18.301)
Chi phí quản lý DN	(718)	(641)	(706)
Chi phí bán hàng	(119)	(106)	(117)
LN hoạt động thuần	(125)	324	372
EBITDA thuần	400	849	879
Chi phí khấu hao	(526)	(526)	(506)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	(125)	324	372
Thu nhập lãi	399	383	363
Chi phí tài chính	(141)	(119)	(101)
Thu nhập ròng khác	714	177	195
TN từ các Cty LK & LD	195	505	566
LN trước thuế	1.042	1.270	1.395
Thuế	(307)	(323)	(355)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(86)	(90)	(99)
LN ròng	649	857	941
Thu nhập trên vốn	649	857	941
Cổ tức phổ thông	(526)	(335)	(335)
LN giữ lại	122	522	606

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
Tiền và tương đương tiền	5.182	4.515	4.298
Đầu tư ngắn hạn	3.341	3.341	3.341
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.661	4.595	5.062
Hàng tồn kho	2.190	1.551	1.707
Các tài sản ngắn hạn khác	289	258	285
Tổng tài sản ngắn hạn	16.664	14.261	14.693
Tài sản cố định	3.135	3.021	2.968
Tổng đầu tư	5.119	5.018	5.023
Tài sản dài hạn khác	1.453	1.425	1.398
Tổng tài sản	26.371	23.725	24.082
Vay & nợ ngắn hạn	734	499	422
Phải trả người bán	6.164	3.973	4.375
Nợ ngắn hạn khác	2.799	2.498	2.751
Tổng nợ ngắn hạn	9.696	6.969	7.548
Vay & nợ dài hạn	474	455	454
Các khoản phải trả khác	3.292	3.292	3.292
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.995	4.530	4.390
Vốn chủ sở hữu	12.170	12.360	12.237
Lợi ích cổ đông thiểu số	739	649	550
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	26.371	23.725	24.082

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-20A	12-21E	12-22E
LN trước thuế	1.042	1.270	1.395
Khấu hao	526	526	506
Thuế đã nộp	(221)	(164)	(180)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.139)	(884)	(924)
Thay đổi VLĐ	(912)	(486)	(221)
LC tiền thuần HKKD	(704)	262	576
Đầu tư TSCĐ	(461)	(411)	(453)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	8	8	8
Các khoản khác	62	62	62
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(390)	(341)	(382)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(147)	(254)	(77)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(526)	(335)	(335)
LC tiền thuần HĐTC	(673)	(588)	(411)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	6.949	5.182	4.515
LC tiền thuần trong năm	(1.767)	(667)	(217)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.182	4.515	4.298

Các chỉ số cơ bản

	12-20A	12-21E	12-22E
Dupont			
Biên LN ròng	3,3%	4,8%	4,8%
Vòng quay TS	0,75	0,71	0,82
ROAA	2,5%	3,4%	3,9%
Đòn bẩy tài chính	2,16	2,04	1,94
ROAE	5,3%	7,0%	7,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	104,5	94,8	94,8
Số ngày nắm giữ HTK	41,9	34,0	34,0
Số ngày phải trả tiền bán	118,0	87,2	87,3
Vòng quay TSCĐ	6,26	5,75	6,51
ROIC	4,6%	6,1%	6,9%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,7	2,0	1,9
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,8	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	1,1	1,0
Vòng quay tiền	28,4	41,6	41,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	18,1%	(10,8%)	10,2%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(133,4%)		15,0%
Tăng trưởng LN ròng	(37,2%)	32,1%	9,8%
Tăng trưởng EPS	(37,2%)	32,1%	9,8%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

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

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

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

Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: mai.phamle@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>