

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

Giá thị trường

VND26.800

Giá mục tiêu

VND30.200

Tỷ suất cổ tức

4,05%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Dầu khí

Ngày 18/08/2021

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

Consensus*: Mua:4 Giữ:4 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 6,5%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2021 xuống 15,2%
- Nâng dự phóng EPS 2022-23 lên 2,8%/4,0%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND) | 30.500 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 12.000 |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 357.537 |
| Thị giá vốn (tỷ VND) | 12.523 |
| Free float (%) | 49 |
| P/E trượt (x) | 20,0 |
| P/B hiện tại (x) | 1,03 |

Cơ cấu sở hữu

| | |
|------|-------|
| PVN | 51,4% |
| Khác | 48,6% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Duy trì triển vọng tích cực

- PVS công bố lợi nhuận (LN) ròng Q2/21 giảm 38,6% svck do chi phí quản lý doanh nghiệp tăng và không ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng.
- LN ròng 6T21 giảm 18,4% svck xuống 308 tỷ đồng, hoàn thành 33,8% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 30.200 đồng.

KQKD Q2/21 sụt giảm do không ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng

Doanh thu (DT) thuần trong Q2/21 giảm 44,5% svck xuống còn 3.063 tỷ đồng chủ yếu do khối lượng công việc của mảng Cơ khí & Xây dựng (M&C) giảm. Biên LN gộp Q2/21 tăng 4,1 điểm % svck lên 8,5% theo đà phục hồi của giá dầu. Mặc dù ghi nhận thu nhập từ các liên doanh FSO/FPSO tăng trưởng 17,3% svck và biên LN gộp cao hơn, PVS vẫn báo LN ròng giảm 38,6% svck xuống còn 164 tỷ đồng do: (1) chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) tăng 118% lên 238 tỷ đồng, và (2) không ghi nhận hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án như Q2/20 (180 tỷ đồng). Nhìn chung, LN ròng 6T21 giảm 18,4% svck xuống còn 308 tỷ đồng, hoàn thành 33,8% dự báo cả năm của chúng tôi.

Cơ hội tiềm năng cho mảng M&C đến từ các dự án năng lượng tái tạo

Bên cạnh hợp đồng mới được trao tại dự án Gallaf Batch 3 vào ngày 29/7, PVS còn tham gia vào các hợp đồng khảo sát địa chấn cho các dự án điện gió ngoài khơi như dự án Thăng Long và La Gàn. Trong ĐHCĐ 2021, PVS cho biết công ty đặt mục tiêu đa dạng hóa mảng M&C trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng các hợp đồng khảo sát địa chấn này sẽ là tiền đề để PVS tham gia sâu hơn vào các giai đoạn khác của những dự án này, đặc biệt là giai đoạn M&C.

Hạ dự báo EPS 2021 xuống 15,2% nhưng tăng EPS 2022/23 lên 2,8%/4,0%

Do khối lượng công việc mảng M&C và O&M (Vận hành & Bảo dưỡng) thấp hơn dự kiến và chi phí QLDN tăng đáng kể trong 6T21, chúng tôi giảm dự phóng EPS 2021 xuống 15,2%. Mặt khác, chúng tôi tăng nhẹ dự báo EPS 2022-23 lên 2,8%/4,0% sau khi cập nhật DT từ dự án Gallaf Batch 3. Nhìn chung, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về triển vọng của PVS với dự phóng tăng trưởng kép LN ròng đạt 19,7% trong 2021-23 nhờ vào: (1) triển vọng kinh doanh mảng M&C được cải thiện, và (2) đóng góp ổn định của các liên doanh FSO/FPSO nhờ việc giá dầu mạnh dự kiến có thể kích hoạt việc điều chỉnh tăng giá thuê tàu.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 30.200 đồng

Do việc giá dầu cao hơn có thể thúc đẩy tâm lý thị trường đối với cổ phiếu dầu khí, chúng tôi nâng P/E mục tiêu 2021-23 từ 13,1 lần lên 15,4 lần (+1,5 độ lệch chuẩn sv. P/E trung bình 4 năm), điều này giúp làm mờ tác động của việc giảm dự phóng EPS năm 2021. Do đó, giá mục tiêu tăng lên 30.200 đồng, dựa trên tỷ trọng tương đương phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu. Động lực tăng giá là giá dầu cao hơn. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ trong việc đấu thầu các dự án.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------|---------|---------|--------|--------|
| Doanh thu thuần (tỷ) | 20.180 | 15.871 | 21.777 | 24.790 |
| Tăng trưởng DT thuần | 20,2% | (21,4%) | 37,2% | 13,8% |
| Biên lợi nhuận gộp | 3,9% | 6,1% | 5,9% | 5,8% |
| Biên EBITDA | 8,0% | 10,9% | 9,5% | 8,7% |
| LN ròng (tỷ) | 624 | 774 | 1.026 | 1.071 |
| Tăng trưởng LN ròng | (39,6%) | 24,0% | 32,6% | 4,4% |
| Tăng trưởng LN cốt lõi | (39,6%) | 24,0% | 32,6% | 4,4% |
| EPS cơ bản | 1.306 | 1.619 | 2.147 | 2.242 |
| EPS điều chỉnh | 1.149 | 1.425 | 1.889 | 1.973 |
| BVPS | 25.411 | 26.058 | 24.905 | 24.110 |
| ROAE | 5,1% | 6,3% | 8,4% | 9,1% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

DUY TRÌ TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 30.200 đồng

Trong khi giảm dự phóng EPS 2021 xuống 15,2% để phản ánh kết quả thấp hơn mong đợi trong 6T21, chúng tôi nâng P/E mục tiêu 2021-23 từ 13,1x lên 15,4x (+1,5 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 4 năm) vì chúng tôi cho rằng việc giá dầu cao như hiện nay có thể thúc đẩy tâm lý thị trường đối với giá các cổ phiếu dầu khí. Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với cổ phiếu PVS và nâng giá mục tiêu lên 30.200 đồng (+11,4% so với báo cáo trước), dựa trên tỷ trọng tương đương phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu 2021-23 là 15,4 lần.

Về dài hạn, chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về triển vọng của PVS nhờ vào: (1) giá dầu được kỳ vọng sẽ dao động trên một mặt bằng giá mới trong năm 2021-23 (quanh mức 70 USD/thùng), điều này có thể giúp cải thiện tất cả các mảng kinh doanh của PVS, và (2) triển vọng được củng cố của mảng M&C với hợp đồng mới được trao (Gallaf Batch 3) và tiềm năng đến từ các dự án năng lượng tái tạo.

Rủi ro đầu tư

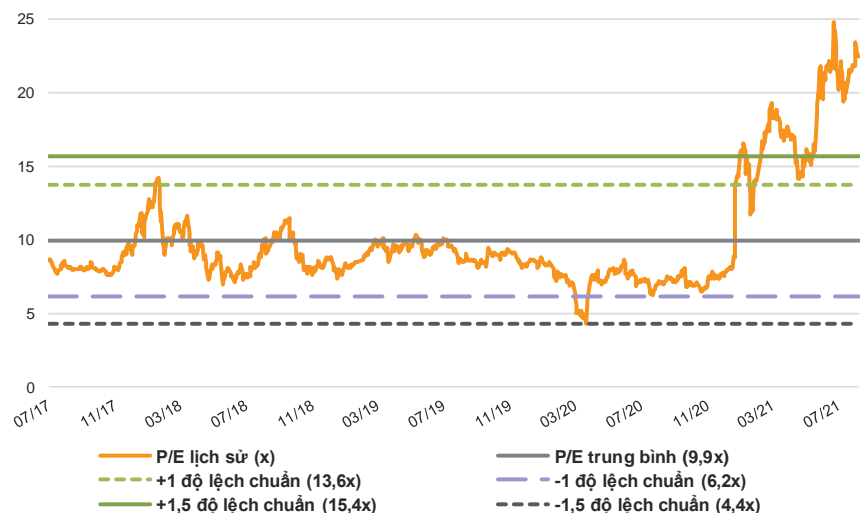
- Động lực tăng giá là giá dầu cao hơn.
- Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ trong việc đấu thầu các dự án.

Hình 1: Giá mục tiêu

| Phương pháp | Giá trị hợp lý (VND) | Tỷ trọng (%) | Đóng góp (VND/cp) |
|----------------------------------|----------------------|--------------|-------------------|
| DCF | 29,634 | 50% | 14,817 |
| P/E mục tiêu 2021-23 ở mức 13,1x | 30,838 | 50% | 15,419 |
| Giá mục tiêu | | | 30,236 |
| Giá mục tiêu (làm tròn) | | | 30,200 |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: P/E lịch sử của PVS



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

| Tỷ đồng | 12-21 | 12-22 | 12-23 | 12-24 | 12-25 | 12-30 | 12-35 | CAGR 20-35 |
|--|--------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|
| Tổng doanh thu | 15.871 | 21.777 | 24.790 | 26.029 | 27.201 | 32.019 | 35.280 | 3,8% |
| % svck | -21,4% | 37,2% | 13,8% | 5,0% | 4,5% | 2,7% | 1,6% | |
| GVHB & OPEX | | (21.376) | (24.371) | (25.590) | (26.742) | (31.479) | (34.684) | |
| EBIT | 138 | 401 | 418 | 439 | 459 | 540 | 595 | |
| Biên LN hoạt động KD | 0,9% | 1,8% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | 1,7% | |
| Thuế khả dụng | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | 21,0% | |
| EBIT x (1-mức thuế) | 109 | 317 | 330 | 347 | 363 | 427 | 470 | |
| + Chi phí khấu hao | 539 | 514 | 519 | 681 | 711 | 837 | 923 | |
| % doanh thu | 3,4% | 2,4% | 2,1% | 2,6% | 2,6% | 2,6% | 2,6% | |
| - Capex | (395) | (542) | (617) | (647) | (677) | (796) | (877) | |
| % doanh thu | -2,5% | -2,5% | -2,5% | -2,5% | -2,5% | -2,5% | -2,5% | |
| + Thay đổi vốn lưu động | (56) | (425) | (290) | (407) | (425) | (500) | (551) | |
| % doanh thu | -0,4% | -2,0% | -1,2% | -1,6% | -1,6% | -1,6% | -1,6% | |
| Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác | 1.009 | 1.120 | 1.170 | 1.167 | 1.134 | 1.335 | 1.471 | |
| % doanh thu | 6,4% | 5,1% | 4,7% | 4,5% | 4,2% | 4,2% | 4,2% | |
| Dòng tiền tự do (UFCF) | 1.206 | 984 | 1.112 | 1.141 | 1.107 | 1.303 | 1.435 | 15,6% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: 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: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: WACC và Tăng trưởng dài hạn

| Tỷ đồng | |
|----------------------------|--------------|
| Vốn hóa | 10.037 |
| Nợ | 1.208 |
| Chi phí nợ | 7,0% |
| Mức thuế | 21,0% |
| WACC | 16,0% |
| Tăng trưởng dài hạn | 1,0% |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh các công ty 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 | P/BV (x) | | ROE (%) | | ROA (%) | |
|-----------------------------------|--------------|-------------|-----------------------|-----------------------|------------------|-------------|-------------|-----------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | | 2021 | 2022 | 3 năm (%) | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 | 2021 | 2022 |
| PTSC | PVS VN | Khả Quan | 26.100 | 30.200 | 550 | 16,1 | 12,2 | 19,7% | 1,0 | 1,0 | 6,3% | 8,4% | 3,1% | 4,3% |
| Malaysia Marine Eng | MMHE MK | NR | 0,40 | NA | 151 | NA | 28,6 | | 0,3 | 0,3 | -5,7% | 2,0% | -4,1% | 1,2% |
| Yinson Holdings | YNS MK | NR | 4,49 | NA | 1.129 | 10,8 | 11,5 | | 1,6 | 1,5 | 15,5% | 14,1% | 5,6% | 5,2% |
| Sembcorp Marine | SMM SP | NR | 0,11 | NA | 1.008 | NA | NA | | 0,4 | 0,4 | -9,4% | -3,3% | -5,3% | -1,7% |
| Hyundai Engineering | 000720 KS | NR | 50.400 | NA | 4.767 | 12,6 | 10,3 | | 0,8 | 0,8 | 6,7% | 7,6% | 3,3% | 3,9% |
| Keppel Corp | KEP SP | NR | 5,31 | NA | 7.116 | 14,2 | 11,7 | | 0,8 | 0,8 | 6,3% | 7,3% | 2,3% | 2,7% |
| Trung bình (tất cả) | | | | | | 13,5 | 14,8 | | 0,8 | 0,8 | 3,3% | 6,0% | 0,8% | 2,6% |
| Trung bình (ngoại trừ PVS) | | | | | | 12,6 | 15,5 | | 0,8 | 0,8 | 2,7% | 5,5% | 0,4% | 2,3% |

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 16/08)

KQKD Q2/21 sụt giảm do không ghi nhận các khoản hoàn nhập dự phòng

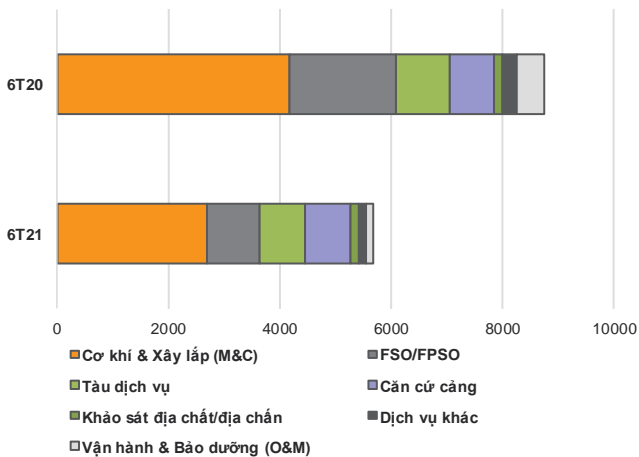
Hình 7: Tổng quan KQKD Q2/21 và 6T21

| ĐVT: Tỷ đồng | Q1/20 | Q1/21 | % scvk | 6T20 | 6T21 | % scvk | % sv dự phòng 2021 | Nhận định |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|-------------------|--------------------|--|
| Doanh thu thuần | 5.518 | 3.063 | -44,5% | 8.759 | 5.677 | -35,2% | 33,2% | Doanh thu thuần Q2/21 giảm chủ yếu do khối lượng công việc mảng M&C và O&M sụt giảm lần lượt là 46,7% svck và 71,4% svck. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp của M&C sẽ cao hơn trong các quý sắp tới khi PVS ghi nhận doanh thu từ các dự án lớn của mình, đặc biệt là dự án mới được trao thầu Gallaf Batch 3 |
| Tàu dịch vụ | 458 | 469 | 2,5% | 979 | 827 | -15,5% | | |
| FSO/FPSO | 1.363 | 472 | -65,4% | 1.912 | 930 | -51,4% | | Mảng FSO/FPSO giảm mạnh trong Q2/21 do PVS ghi nhận khoản doanh thu một lần từ dự án Cá Rồng Đỏ trong Q2/20 |
| Khảo sát địa chấn/địa chất công trình | 76 | 84 | 10,8% | 152 | 143 | -6,2% | | |
| Cần cẩu cảng | 412 | 455 | 10,6% | 784 | 825 | 5,2% | | |
| Cơ khí & Xây lắp (M&C) | 2.756 | 1.470 | -46,7% | 4.173 | 2.698 | -35,4% | | |
| Vận hành & Bảo dưỡng (O&M) | 299 | 85 | -71,4% | 494 | 118 | -76,1% | | |
| Dịch vụ khác | 155 | 27 | -82,6% | 264 | 136 | -48,4% | | |
| LN gộp | 245 | 261 | 6,3% | 437 | 439 | 0,6% | 41,6% | |
| Tàu dịch vụ | 26 | 35 | 35,0% | 56 | 64 | 15,2% | | |
| FSO/FPSO | 40 | 21 | -47,3% | 63 | 57 | -9,1% | | |
| Khảo sát địa chấn/địa chất công trình | 13 | 18 | 36,4% | 8 | 8 | 5,9% | | |
| Cần cẩu cảng | 49 | 78 | 58,2% | 119 | 134 | 13,0% | | |
| Cơ khí & Xây lắp (M&C) | 64 | 74 | 16,8% | 125 | 119 | -5,0% | | |
| Vận hành & Bảo dưỡng (O&M) | 39 | 25 | -35,1% | 50 | 43 | -13,1% | | |
| Dịch vụ khác | 15 | 10 | -34,6% | 17 | 13 | -20,6% | | |
| <i>Biên LN gộp</i> | <i>4,4%</i> | <i>8,5%</i> | <i>4,1 điểm %</i> | <i>5,0%</i> | <i>7,7%</i> | <i>2,8 điểm %</i> | | Biên LN gộp tăng 4,1 điểm % trong Q2/21 do biên LN gộp của tất cả các phân khúc đều được cải thiện nhờ đà tăng của giá dầu |
| Chi phí bán hàng | (22) | (27) | 21,2% | (47) | (50) | 5,3% | 46,9% | |
| Chi phí QLDN | (109) | (238) | 118,6% | (233) | (429) | 84,3% | 69,0% | Chi phí QLDN tăng mạnh 118,6% svck trong Q2/21 do: (1) PVS phân loại chi phí nhân viên của các bộ phận gián tiếp vào chi phí QLDN, dẫn đến chi phí nhân viên tăng 60% trong Q2/21 và (2) công ty đã trích lập chi phí dự phòng nợ khó đòi 10 tỷ đồng trong Q2/21 so với khoản hoàn nhập 25 tỷ đồng trong Q2/20 |
| EBIT | 114 | (5) | -104,3% | 157 | (39) | -125,2% | | |
| Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính | 33 | 50 | 54,9% | 109 | 107 | -1,6% | 40,0% | |
| Doanh thu tài chính | 72 | 64 | -10,4% | 182 | 140 | -23,2% | | |
| Chi phí tài chính | (39) | (14) | -64,5% | (74) | (33) | -55,1% | | |
| Lãi/lỗ từ công ty LDLK | 129 | 151 | 17,3% | 161 | 308 | 0,915 | 52,4% | Thu nhập từ công ty liên kết vẫn là điểm sáng trong Q2/21, ghi nhận mức tăng trưởng 17,3% svck. Nhìn chung, thu nhập từ công ty liên kết tăng 91,5% svck trong 6T21 lên 308 tỷ đồng, tương đương 100% LN ròng của PVS trong 6T21 |
| Thu nhập khác | 154 | 10 | -93,4% | 180 | 53 | -70,8% | | Thu nhập khác giảm 93,4% svck trong Q2/21 do công ty không ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành cho các dự án cũ như trong Q2/20 (hoàn nhập 180 tỷ đồng) |
| LNTT | 429 | 207 | -51,8% | 606 | 428 | -29,4% | 31,6% | |
| LNST | 292 | 183 | -37,1% | 412 | 347 | -15,9% | 0,0% | |
| Lợi nhuận cổ đông thiểu số | 25 | 20 | -21,6% | 35 | 39 | 11,7% | | |
| LN ròng | 266 | 164 | -38,6% | 378 | 308 | -18,4% | 33,8% | Thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

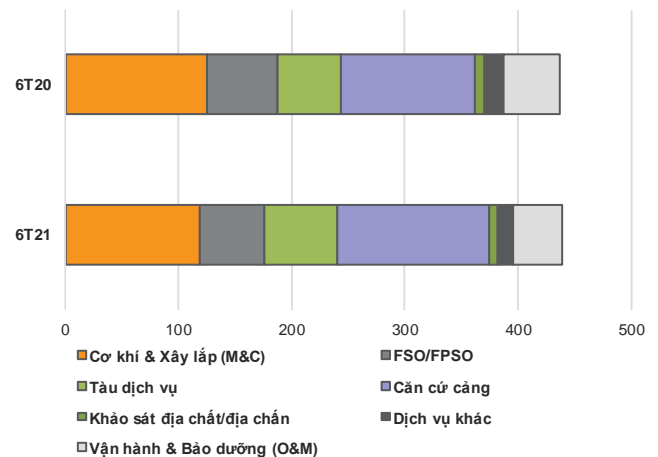
Doanh thu thuần và LN ròng của PVS trong 6T21 lần lượt giảm xuống còn 5.677 tỷ đồng (-35,2% svck) và 308 tỷ đồng (-18,4% svck). Trong 6 tháng đầu năm, thu nhập từ công ty liên kết đóng góp chính với mức tăng trưởng 91,5% svck đạt 308 tỷ đồng (tương đương ~100% LN ròng trong 6T21), bù đắp một phần cho việc chi phí QLDN tăng (+84,3% svck) và thu nhập khác thấp hơn (-70,8% svck). LN ròng thấp hơn kỳ vọng và hoàn thành 33,8% dự báo cả năm của chúng tôi.

Hình 8: Doanh thu theo lĩnh vực kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 9: LN gộp theo lĩnh vực kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2021-23: triển vọng M&C khả quan nhờ hợp đồng mới ký kết và tiềm năng đến từ các dự án năng lượng tái tạo

Hợp đồng mới được ký kết cung cấp thêm việc làm cho mảng M&C

Chúng tôi nhận thấy những tín hiệu tích cực trong mảng M&C khi PVS thông báo đã nhận được hợp đồng cung cấp hai giàn đầu giếng cho dự án Gallaf Batch 3 (gói 5) với giá trị ước tính 360 triệu USD vào ngày 29/7. Dự án khai thác này thuộc mỏ dầu ngoài khơi lớn nhất Qatar - mỏ Al-Shaheen. Theo hợp đồng, PVS sẽ thực hiện công tác thiết kế, mua sắm, chế tạo, tiên chạy thử, hạ thủy, vận chuyển và lắp đặt, đấu nối chạy thử và hoàn thiện ngoài khơi với tổng khối lượng khoảng 19.000 tấn cho hai giàn đầu giếng. Dự án sẽ cung cấp thêm việc làm cho công ty cho đến cuối năm 2023.

Đối với dự án Lô B - Ô Môn, có một số tín hiệu cho thấy Thủ tướng Chính phủ sẽ có quyết định cuối cùng về dự án nhà máy điện Ô Môn III trong Q4/21, đồng nghĩa với việc các dự án thượng nguồn và trung nguồn liên quan cũng có thể có Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong 2022, tạo tiền đề cho chuỗi dự án Lô B được khởi động.

Nhìn chung, chúng tôi dự báo DT mảng M&C sẽ giảm 25,5% svck trong 2021, trước khi tăng tốc trong năm 2022-23 với tốc độ tăng trưởng kép đạt 40% nhờ đóng góp từ các dự án lớn đã được xác nhận/tiềm năng như Gallaf Batch 3, đường ống Lô B - Ô Môn và Nam Du - U Minh.

Khai thác các dự án năng lượng tái tạo tiềm năng

Tháng 5/2021, PTSC G&S (công ty con của PVS) đã ký hợp đồng cung cấp dịch vụ, lắp đặt và vận hành phao nổi LiDAR tại dự án điện gió Thăng Long (công suất 3,4GW) ngoài khơi biển Việt Nam. Công ty sẽ thu thập dữ liệu chi tiết về gió, khí tượng và hải văn tại dự án trong vòng 12 tháng tới. Ngoài ra, một liên danh do gồm Vietsovpetro, PTSC G&S và Fugro cũng đã được trao hợp đồng khảo sát địa chấn ngoài khơi cho trang trại điện gió La Gàn (3,5GW) vào tháng 7/2021.

Trong ĐHCĐ năm 2021, ban lãnh đạo cho biết PVS đang định hướng đa dạng hóa hoạt động M&C trong thời gian tới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng rằng các hợp đồng khảo sát địa chấn này có thể là tiền đề để PVS tham gia sâu hơn vào các giai đoạn khác của các dự án lớn này, đặc biệt là giai đoạn M&C. Đầu năm 2021, chủ đầu tư dự án La Gan cũng đã ký Biên bản ghi nhớ (MoUs) về cung cấp hệ thống móng cọc và hạ tầng cảng biển hậu cần cho dự án với bốn nhà thầu trong nước, trong đó có PVS. Trang trại điện gió La Gàn với vốn đầu tư ước tính 10 tỷ USD được lên kế hoạch xây dựng trong hai giai đoạn kéo dài đến năm 2030. Chúng tôi nhấn mạnh rằng chuyển đổi năng lượng xanh đang là xu

hướng toàn cầu và nó sẽ mở ra nhiều cơ hội việc làm mới cho hoạt động M&C của PVS trong thời gian tới.

Nhìn chung, hiện chúng tôi chưa đưa vào dự phóng một số dự án lớn như mỏ khí Lô B (vốn đầu tư ước tính 6,7 tỷ USD), Cá Voi Xanh (4,6 tỷ USD) và Điện gió La Gàn (10 tỷ USD) do chưa có đủ các thông tin chi tiết. Tuy nhiên, trong trường hợp được thông qua kế hoạch triển khai, các dự án này sẽ tạo ra lượng backlog khổng lồ đối với PVS, cung cấp việc làm tiềm năng đến năm 2030, trở thành động lực tăng giá mạnh mẽ đối với cổ phiếu PVS trong tương lai.

Hình 10: Các dự án chính của PVS trong mảng M&C

| 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 HD | Tiến độ dự án |
|--|------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|-------------------------|---|
| Đã đưa vào dự phóng | | | | | |
| 1 Gallaf Qatar | 320 | 96 | - | 2019 - Q2/21 | PVS đã hoàn thành việc xây dựng, dự kiến đóng hợp đồng trong 2021 |
| 2 Sao Vàng Đại Nguyệt (SVDN) | 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. Giàn đầu giếng Đại Nguyệt đang được thi công với tiến độ đạt 85,66% vào cuối Q2/21 |
| 3 Đường ống nội mỏ SVDN và nối với Nam Côn Sơn 2 | 96 | 10 | - | Q3/19 - 2021 | Gas-in vào tháng 11/2020. |
| 4 Kho LNG Thị Vải | 78 | 16 | 31 | Q3/19 - Q4/22 | Dự án khởi công vào tháng 10/2019. PVS nắm 39% cổ phần trong dự án. Tính đến Q2/21, tiến độ dự án đạt 66,47% kế hoạch, dự kiến hoàn thành vào Q3/22 |
| 5 Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu | 250 | 50 | - | 2016 - 2021 | Tiến độ dự án đạt 95% tính đến Q1/21. Dự kiến tổ máy 1 đi vào hoạt động thương mại vào Q2/21, tổ máy 2 vào Q3/21. |
| 6 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. |
| 7 Gallaf Batch 3 | 360 | 72 | 288 | Q2/21 - Q4/23 | PVS đảm nhiệm vai trò nhà thầu EPC dự án Gallaf Batch 3 (gói 5) với tổng khối lượng công việc khoảng 19.000 tấn cho 2 giàn đầu giếng. Dự án sẽ cung cấp việc làm trong công ty cho đến cuối năm 2023 |
| *8 Sư Tử Trắng GD 2 | 250 | 50 | 200 | 2021 - 2024 | Gas-in giai đoạn 2A vào tháng 7/2021. Nghiên cứu khả thi (FS) cho giai đoạn 2B dự kiến sẽ được phê duyệt vào năm 2021. First gas giai đoạn 2B kỳ vọng từ năm 2024 |
| *9 Nam Du - U Minh | 150 | - | 150 | 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 | 2022 - 2023 | Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Dinh Cố 2 sẽ đi vào hoạt động vào 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 | Các đợt đấu thầu EPC đã được mở vào tháng 2/2020 và được gia hạn nhiều lần. Gần đây nhất, gói thầu EPC sẽ hết hiệu lực dự thầu (lần gia hạn thứ 4) vào tháng 10/2021. First gas kỳ vọng sớm nhất vào tháng 9/2024 |
| Chưa đưa vào dự phóng | | | | | |
| 1 Mỏ Lô B - Ô Môn | 6.700 | - | - | 2022 - 2025 | 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 | - | - | 2022 - 2025 | 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 - 2023F | 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. Hợp đồng EPC dự kiến sẽ được mở thầu vào tháng 7/2021 và PVS sẽ tham gia đấu thầu với tư cách nhà thầu phụ liên doanh với tổng thầu Hàn Quốc |
| 5 LNG Thị Vải GD2 | 212 | - | - | 2022 - 2024 | Nghiên cứu khả thi đang trong giai đoạn thẩm định để nâng công suất lên 3tr tấn LNG/năm |
| 6 Điện gió La Gàn (3,5 GW) | 10.000 | - | - | 2021 - 2030 | Trang trại điện gió có kế hoạch xây dựng theo hai giai đoạn, giai đoạn đầu tiên từ 500-600 MW sẽ hoạt động vào năm 2024, và 3.000 MW còn lại sẽ được bổ sung từ năm 2026 đến 2030. Vào tháng 2/2021, nhà đầu tư dự án La Gàn đã ký kết biên bản ghi nhớ (MoU) về việc hợp tác cung cấp móng cọc và cảng hậu cần với 4 nhà thầu trong nước, bao gồm PTSC M&C (công ty con của PVS) |

*Các dự án chưa xác nhận trúng thầu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

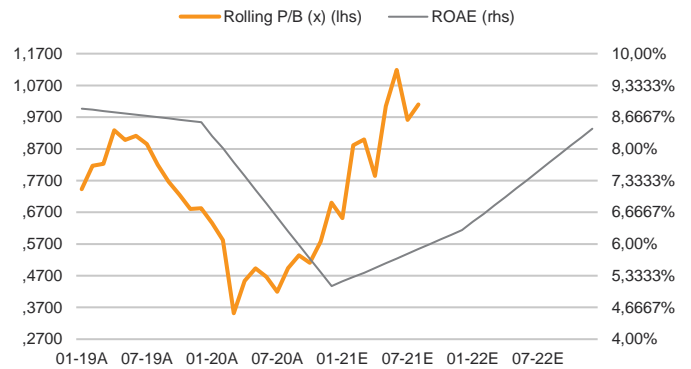
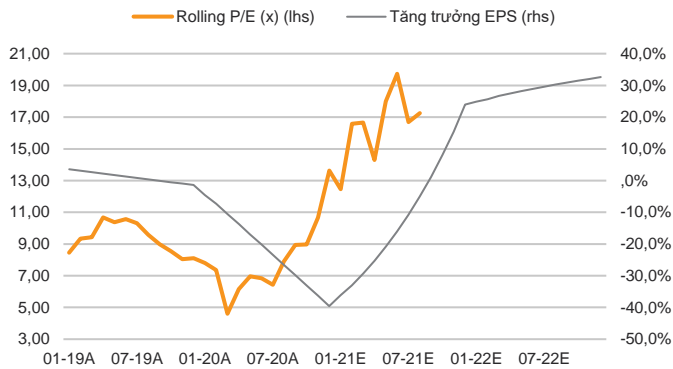
Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2021 xuống 15,2% nhưng tăng dự phóng EPS 2022-23 lên 2,8%/4,0%

Hình 11: Thay đổi trong dự phóng

| Tỷ đồng | 2021F | | | 2022F | | | 2023F | | | Nhận định |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|--|
| | Cũ | Mới | % Δ | Cũ | Mới | % Δ | Cũ | Mới | % Δ | |
| Doanh thu thuần | 17.093 | 15.871 | -7,1% | 19.248 | 21.777 | 13,1% | 21.717 | 24.790 | 14,1% | Bên cạnh việc cập nhật hợp đồng mới Gallaf Batch 3, chúng tôi hoãn ghi nhận doanh thu trong một số dự án do khả năng bị trì hoãn vào năm 2021. Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm doanh thu mảng O&M trong năm 2021 xuống 25% để phản ánh khối lượng công việc thấp hơn dự kiến trong 6T21 do các dự án lớn đã qua giai đoạn cao điểm |
| LN gộp | 1.055 | 967 | -8,4% | 1.194 | 1.288 | 7,9% | 1.284 | 1.427 | 11,1% | |
| Chi phí bán hàng | (106) | (98) | -7,1% | (113) | (120) | 5,8% | (128) | (136) | 6,8% | |
| Chi phí QLDN | (622) | (730) | 17,3% | (693) | (767) | 10,6% | (782) | (873) | 11,6% | Chúng tôi tăng chi phí QLDN năm 2021 để phản ánh chi phí QLDN cao hơn dự kiến trong 6 tháng đầu năm |
| EBIT | 327 | 138 | -57,7% | 388 | 401 | 3,5% | 375 | 418 | 11,6% | |
| Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính | 267 | 263 | -1,7% | 268 | 270 | 0,8% | 245 | 247 | 0,9% | |
| Lãi/lỗ từ công ty LDLK | 587 | 587 | 0,0% | 632 | 632 | 0,0% | 799 | 799 | 0,0% | |
| LNTT | 1.352 | 1.147 | -15,2% | 1.480 | 1.521 | 2,8% | 1.527 | 1.588 | 4,0% | |
| LN ròng | 912 | 774 | -15,2% | 999 | 1.026 | 2,8% | 1.030 | 1.071 | 4,0% | |
| EPS (đồng) | 1.908 | 1.619 | -15,2% | 2.089 | 2.147 | 2,8% | 2.156 | 2.242 | 4,0% | |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

| (tỷ VND) | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần | 15.871 | 21.777 | 24.790 |
| Giá vốn hàng bán | (14.905) | (20.490) | (23.362) |
| Chi phí quản lý DN | (730) | (767) | (873) |
| Chi phí bán hàng | (98) | (120) | (136) |
| LN hoạt động thuần | 138 | 401 | 418 |
| EBITDA thuần | 677 | 915 | 937 |
| Chi phí khấu hao | (539) | (514) | (519) |
| LN HĐ trước thuế & lãi vay | 138 | 401 | 418 |
| Thu nhập lãi | 368 | 360 | 337 |
| Chi phí tài chính | (105) | (90) | (90) |
| Thu nhập ròng khác | 159 | 218 | 124 |
| TN từ các Cty LK & LD | 587 | 632 | 799 |
| LN trước thuế | 1.147 | 1.521 | 1.588 |
| Thuế | (292) | (387) | (404) |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | (81) | (108) | (112) |
| LN ròng | 774 | 1.026 | 1.071 |
| Thu nhập trên vốn | 774 | 1.026 | 1.071 |
| Cổ tức phổ thông | (335) | (335) | (335) |
| LN giữ lại | 439 | 692 | 737 |

Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND) | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền | 4.874 | 4.509 | 4.208 |
| Đầu tư ngắn hạn | 3.311 | 3.311 | 3.311 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 4.305 | 5.732 | 6.525 |
| Hàng tồn kho | 956 | 1.576 | 1.797 |
| Các tài sản ngắn hạn khác | 241 | 331 | 376 |
| Tổng tài sản ngắn hạn | 13.687 | 15.459 | 16.218 |
| Tài sản cố định | 2.991 | 3.019 | 3.117 |
| Tổng đầu tư | 5.008 | 5.026 | 5.035 |
| Tài sản dài hạn khác | 1.374 | 1.323 | 1.275 |
| Tổng tài sản | 23.061 | 24.827 | 25.644 |
| Vay & nợ ngắn hạn | 498 | 428 | 427 |
| Phải trả người bán | 3.609 | 5.231 | 5.955 |
| Nợ ngắn hạn khác | 2.273 | 3.119 | 3.550 |
| Tổng nợ ngắn hạn | 6.380 | 8.778 | 9.933 |
| Vay & nợ dài hạn | 450 | 478 | 519 |
| Các khoản phải trả khác | 3.119 | 3.119 | 3.119 |
| Vốn điều lệ và | 4.780 | 4.780 | 4.780 |
| LN giữ lại | 4.626 | 4.055 | 3.656 |
| Vốn chủ sở hữu | 12.455 | 11.904 | 11.524 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 657 | 550 | 550 |
| Tổng nợ và vốn chủ sở hữu | 23.061 | 24.827 | 25.644 |

Báo cáo LCTT

| (tỷ VND) | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| LN trước thuế | 1.147 | 1.521 | 1.588 |
| Khấu hao | 539 | 514 | 519 |
| Thuế đã nộp | (131) | (173) | (181) |
| Các khoản điều chỉnh khác | (951) | (988) | (1.131) |
| Thay đổi VLD | (56) | (425) | (290) |
| LC tiền thuần HKĐK | 548 | 449 | 505 |
| Đầu tư TSCĐ | (395) | (542) | (617) |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ | 8 | 8 | 8 |
| Các khoản khác | 96 | 96 | 96 |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác | | | |
| LC tiền từ HĐĐT | (291) | (438) | (512) |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH | 0 | 0 | 0 |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ | | | |
| Tiền vay ròng nhận được | (261) | (43) | 41 |
| Dòng tiền từ HĐTC khác | | | |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH | (335) | (335) | (335) |
| LC tiền thuần HĐTC | (595) | (377) | (293) |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì | 5.212 | 4.874 | 4.509 |
| LC tiền thuần trong năm | (338) | (366) | (301) |
| Tiền & tương đương tiền cuối kì | 4.874 | 4.509 | 4.208 |

Các chỉ số cơ bản

| | 12-21E | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|---------|--------|--------|
| Dupont | | | |
| Biên LN ròng | 4,9% | 4,7% | 4,3% |
| Vòng quay TS | 0,64 | 0,91 | 0,98 |
| ROAA | 3,1% | 4,3% | 4,2% |
| Đòn bẩy tài chính | 2,01 | 1,97 | 2,15 |
| ROAE | 6,3% | 8,4% | 9,1% |
| Hiệu quả | | | |
| Số ngày phải thu | 99,0 | 96,1 | 96,1 |
| Số ngày nắm giữ HTK | 23,4 | 28,1 | 28,1 |
| Số ngày phải trả tiền bán | 88,4 | 93,2 | 93,0 |
| Vòng quay TSCĐ | 5,18 | 7,25 | 8,08 |
| ROIC | 5,5% | 7,7% | 8,2% |
| Thanh khoản | | | |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn | 2,1 | 1,8 | 1,6 |
| Khả năng thanh toán nhanh | 2,0 | 1,6 | 1,5 |
| Khả năng thanh toán tiền mặt | 1,3 | 0,9 | 0,8 |
| Vòng quay tiền | 34,0 | 31,0 | 31,1 |
| Chỉ số tăng trưởng (yoy) | | | |
| Tăng trưởng DT thuần | (21,4%) | 37,2% | 13,8% |
| Tăng trưởng LN từ HKĐK | | 190,2% | 4,2% |
| Tăng trưởng LN ròng | 24,0% | 32,6% | 4,4% |
| Tăng trưởng EPS | 24,0% | 32,6% | 4,4% |

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 – Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: hai.nguyenngoc2@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>