

Việt Nam

**KHẢ QUAN** (không thay đổi)

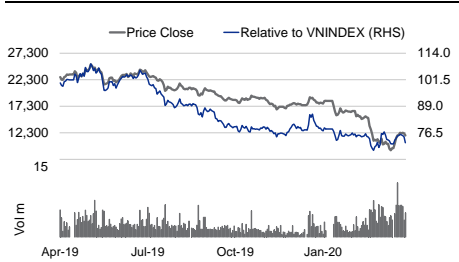
Consensus ratings\*: KQ 6 TL 2 KKQ 1

Giá hiện tại:	VND11.800
Giá mục tiêu:	VND16,500
Giá mục tiêu cũ:	VND24.100
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	39,8%
CGS-CIMB / Consensus:	-4,8%
Reuters:	PVS.HM
Bloomberg:	PVS VN
Vốn hóa:	US\$240,7m
	VND5.640.002m
GTGD bình quân:	US\$1,78m
	VND42.512m
SLCP đang lưu hành:	478,0m
Free float:	34,0%

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Giảm 33,4% dự phóng EPS năm 2020.
- Giảm 43,7% dự phóng EPS năm 2021.



Source: Bloomberg

<b>Diễn biến giá</b>	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	7,3	-33,7	-49,4
Tương đối (%)	5,3	-14	-28,5

<b>Cổ đông chính</b>	% nắm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,4
Acadian Frontier Markets	3,3
Vietnam Invstmt. Property Holdings	3,2

**Chuyên viên Phân tích**



**Phạm Lê Mai**  
 T (84) 94 328 0850  
 E mai.phamle@vndirect.com.vn

# Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

## Giá cổ phiếu đã phản ánh triển vọng giá dầu yếu

- Chúng tôi giảm dự phóng lợi nhuận (LN) ròng năm 2020-21 từ 33-43% để phản ánh kịch bản giá dầu trung bình thấp hơn, ảnh hưởng đến nhu cầu các dịch vụ dầu khí.
- Giá trị hợp đồng chưa triển khai trong mảng xây lắp cao sẽ hỗ trợ cho dòng tiền trong giai đoạn 2020-21. Duy trì đánh giá Khả quan.

**LN ròng năm 2019 tăng trưởng nhờ lãi từ công ty liên kết**

Doanh thu năm 2019 của PVS tăng 15,9% sv cùng kỳ nhờ hợp đồng cho thuê tàu FPSO Lam Sơn được chốt với giá cho thuê cao hơn trong hợp đồng tạm tính trước đó và doanh thu ghi nhận từ các dự án xây lắp đang triển khai. Tuy vậy, biên LN gộp giảm đến 2,4 điểm % và thấp hơn nhiều dự phóng của chúng tôi do PVS ghi nhận khoảng 543 tỷ đồng dự phòng bảo hành cho dự án và không ghi nhận doanh thu cuối dự án như trong năm 2018. Lợi nhuận ròng giảm 18,9% sv cùng kỳ, đạt 92,4% dự phóng của chúng tôi do lợi nhuận từ liên doanh FPSO Ruby và FPSO Lam Sơn cao hơn so với kỳ vọng.

**Giảm dự phóng 2020-21 để phản ánh triển vọng giá dầu yếu hơn**

Giá dầu hiện tại đã tạo một mặt bằng giá mới thấp hơn trong ngắn và trung hạn do tác động kép của dịch Covid-19 và cuộc chiến nguồn cung, kéo theo tình trạng các công ty khai thác cắt giảm đầu tư và chính phủ trì hoãn việc chấp thuận dự án mới. Trong bối cảnh này, vào tháng 3/2020, nhà điều hành Jadestone của dự án Nam Du U Minh đã quyết định hoãn phát triển dự án này – đây là một trong những hợp đồng tiềm năng của PVS trong giai đoạn 2020-21 với giá trị ước tính 150tr USD. Bên cạnh đó, nhu cầu các dịch vụ dầu khí tại Việt Nam kỳ vọng sẽ giảm, do vậy chúng tôi giảm dự phóng doanh thu 2 năm tới 14-19% và giảm dự phóng biên LN gộp từ 2,4-2,6 điểm %. Theo đó LN ròng năm 2020 ước tính tăng 6,0% và năm 2021 tăng 14,3% sv cùng kỳ.

**Backlog mảng xây lắp cao là động lực tăng trưởng cho 2020-21**

Chúng tôi không thay đổi nhiều dự phóng doanh thu mảng xây lắp năm 2020 do cho rằng các dự án đang triển khai như Sao Vàng Đại Nguyệt và Gallaf Qatar vẫn sẽ đúng tiến độ để đạt mục tiêu đón dòng khi đầu tiên vào cuối năm 2020 và Quý 1/2021. Do một dự án xây lắp thường kéo dài trong vài năm thay vì 1 năm, giá trị hợp đồng chưa thực hiện (backlog) cao (ước tính 16.900 tỷ đồng vào cuối năm 2019) có thể mang lại dòng tiền ổn định cho công ty trong giai đoạn 2020-21.

**Duy trì đánh giá Khả quan với giá mục tiêu hạ xuống VND16.500/cp**

Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 16.500 đồng/cp để phản ánh dự phóng EPS giảm và điều chỉnh tăng phần bù rủi ro từ 10,1% lên 11%. Giá mục tiêu dựa trên sự kết hợp với tỷ trọng bằng nhau 2 phương pháp DCF và P/E mục tiêu 6,8x (trung bình 5 năm - 0,5 độ lệch chuẩn). Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan do giá cổ phiếu giảm đã phản ánh triển vọng yếu hơn của giá dầu, đồng thời PVS cũng có vị thế tiền mặt tốt (148% vốn hóa hiện tại) có thể hỗ trợ cho doanh nghiệp qua giai đoạn khó khăn. Giá dầu hồi phục sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát có thể hỗ trợ cho giá cổ phiếu. Rủi ro giảm giá là tiến độ các dự án dầu khí trong và ngoài nước chậm hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	14.638	16.968	16.105	20.438	20.971
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	940	619	764	850	918
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1.047	849	901	1.030	1.144
EPS cốt lõi (VNĐ)	2.191	1.777	1.884	2.154	2.393
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	4,0%	-18,9%	6,0%	14,3%	11,1%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	5,39	6,64	6,26	5,48	4,93
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	1.064	830	700	700	700
Tỷ suất cổ tức	9,02%	7,03%	5,93%	5,93%	5,93%
EV/EBITDA (lần)	(5,91)	(11,62)	(8,16)	(5,60)	(4,41)
P/FCFE	5,58	5,38	NA	NA	NA
P/B (lần)	0,48	0,47	0,49	0,57	0,61
ROE	8,9%	7,1%	7,6%	9,6%	11,9%
CIMB/consensus EPS (lần)			0,95	1,08	1,00

## Giá cổ phiếu đã phản ánh triển vọng giá dầu yếu

Hình 1: Tổng quan KQKD 2019

Đvị: tỷ đồng	2018	2019	% sv cùng kỳ	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14.638</b>	<b>16.968</b>	<b>15,9%</b>	
Tàu dịch vụ	1.876	1.765	-5,9%	
FSO/FPSO	1.671	2.627	57,2%	Ngày 16/03/2020, PVS đã ký được hợp đồng chính thức cho FPSO Lam Sơn áp dụng cho giai đoạn 07/2017-07/2021, thay thế cho các hợp đồng tạm thời được gia hạn nhiều lần từ thời điểm 07/2017. Giá cho thuê chính thức cao hơn giá cho thuê tạm thời, do vậy PVS và công ty liên doanh quản lý FPSO Lam Sơn là PTSC AP đều ghi nhận doanh thu tăng mạnh trong năm 2019. Điều này cũng lý giải cho việc lợi nhuận công ty sau kiểm toán tăng 127,6 tỷ đồng so với con số trước kiểm toán.
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	818	762	-6,9%	
Căn cứ cảng	1.592	1.505	-5,4%	
Cơ khí & xây lắp (M&C)	7.343	8.619	17,4%	Dòng tiền từ các dự án Sao Vàng Đại Nguyệt và Gallaf Qatar
Vận hành và bảo dưỡng (O&M)	977	790	-19,2%	
Dịch vụ khác	362	901	149,2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.119</b>	<b>898</b>	<b>-19,8%</b>	
Tàu dịch vụ	209	120	-42,4%	
FSO/FPSO	121	153	26,7%	
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	(397)	66	NA	
Căn cứ cảng	348	252	-27,6%	
Cơ khí & xây lắp (M&C)	737	178	-75,9%	
Vận hành và bảo dưỡng (O&M)	84	100	19,4%	
Dịch vụ khác	18	29	58,0%	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>7,6%</b>	<b>5,3%</b>	<b>-2,4% pts</b>	
Tàu dịch vụ	11,1%	6,8%	-4,4% pts	
FSO/FPSO	7,2%	5,8%	-1,4% pts	
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	NA	9,9%	NA	Biên LN gộp tăng do mảng khảo sát địa chấn giảm lỗ sau khi giải thể liên doanh CGGV. PVS cũng thực hiện việc khảo sát tuyến cho dự án Cá Voi Xanh trong 6T19.
Căn cứ cảng	21,8%	16,7%	-5,1% pts	
Cơ khí & xây lắp (M&C)	10,0%	2,1%	-8,0% pts	Biên LN gộp giảm mạnh do công ty ghi nhận dự phòng bảo dưỡng công trình khoảng 543 tỷ đồng trong năm 2019 và không có doanh thu cuối dự án của một số dự án hợp đồng như trong năm 2018.
Vận hành và bảo dưỡng (O&M)	8,6%	12,6%	+4,1% pts	
Dịch vụ khác	5,1%	3,2%	-1,9% pts	
Chi phí bán hàng và QLDN	(746)	(757)	1,5%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	440	253	-42,5%	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	723	581	-19,6%	Giảm do trong năm 2018 ghi nhận 189 tỷ doanh thu bất thường từ FSO Orkid.
<b>LNTT</b>	<b>976</b>	<b>1.103</b>	<b>13,0%</b>	
LNST	573	808	41,0%	Chi phí thuế thu nhập hoãn lại giảm.
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	(474)	(41)	-91,3%	Lỗ từ liên doanh khảo sát địa chấn giảm mạnh.
<b>LN ròng</b>	<b>1.047</b>	<b>849</b>	<b>-18,9%</b>	

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 2: Cập nhật các dự án trọng điểm của PVS**

Dự án	Giá trị HD ước tính (tr USD)*	GTHĐ ghi nhận năm 2020	Thời gian triển khai HD	Tiến độ dự án
<b>Đã đưa vào dự phóng</b>				
Gallaf Qatar	320	144	2019 - Q1/21	Đang thực hiện. Dự kiến công tác thiết kế, mua sắm và thi công được thực hiện từ 11/2018 đến 06/2020.
Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	500	60	04/2018 - 2021	Đang thực hiện. Dòng khí đầu tiên kỳ vọng vào Q4/2020
Đường ống nội mỏ SVĐN và nối với Nam Côn Sơn 2	96	67,2	Q3/19 - 2021	Hợp đồng EPC ký tháng 10/2019. Tiến độ theo sát với dự án phát triển mỏ SVĐN.
Nam Côn Sơn 2 GD 2	26	20	Q3/19 - 2021	Việc lựa chọn nhà thầu cho một số hợp đồng EPC lớn đã hoàn thành trong Q3/2019. PTSC được lựa chọn là nhà thầu phụ cho hợp đồng EPC đường ống biển trị giá khoảng 130tr USD (Technip FMC là nhà thầu chính). Chúng tôi ước tính PVS có thể ghi nhận doanh thu khoảng 26tr USD từ dự án này trong giai đoạn 2020-2021.
Kho LNG Thị Vải	78	27,3	Q3/19 - Q4/22	Hợp đồng EPC được trao vào 06/2019. Khởi công tháng 10/2019. PVS nắm 39% giá trị hợp đồng này.
Sư Tử Trắng GD 2	250	-	2021 - 2023	Việc đấu thầu EPC có thể bắt đầu trong năm 2020 với kỳ vọng dòng khí đầu tiên từ giữa đến cuối năm 2023. Giai đoạn 2A gồm việc triển khai các giếng khai thác tại giàn ST-PIP hiện hữu. Giai đoạn 2B gồm việc xây dựng giàn công nghệ khí trung tâm (CGF) với 16 giếng khai thác, kết nối với giàn ST-PIP hiện hữu. Dự kiến dòng khí đầu tiên cho giai đoạn 2A vào tháng 12/2020 và giai đoạn 2B vào Quý 4/2023.
Đường ống Lô B - Ô Môn	1.000	-	2021 - 2023	Một số gói thầu EPC đã được mở vào tháng 02/2020 và sẽ đóng thầu trong Quý 2. Dòng khí đầu tiên kỳ vọng vào năm 2023.
Nam Du - U Minh	150	-	2021 - 2023	Vào tháng 03/2020, Jadestone thông báo sẽ hoãn kế hoạch phát triển mỏ Nam Du - U Minh do chưa nhận được chấp thuận của Chính phủ Việt Nam trong Quý 1/2020. Trước đó, Jadestone cho biết các công đoạn chuẩn bị và hợp đồng thương mại đều đã sẵn sàng để triển khai ngay khi có sự chấp thuận phát triển dự án từ phía Chính phủ.
<b>Chưa đưa vào dự phóng</b>				
Mỏ Lô B - Ô Môn	6.700	-	2021 - 2023	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)
Cá Voi Xanh	NA	-	2021 - 2024	Hợp đồng thiết kế FEED được trao cho Saipem vào tháng 02/2019. Dự kiến trao thầu EPC năm 2020. Dòng khí đầu tiên kỳ vọng vào Q4/2023.
Lạc Đà Vàng	NA	-	2021 - 2023	Kế hoạch phát triển đại cường (ODP) được chấp thuận trong tháng 09/2019. Nhà điều hành Murphy kỳ vọng nhận được Quyết định chấp thuận đầu tư (FID) trong năm 2020 tuy nhiên trong bối cảnh giá dầu đã giảm mạnh, chúng tôi cho rằng dự án này có thể sẽ bị lùi về xa hơn.
Cá Rồng Đỏ				Tạm dừng

\*Số liệu ước tính theo % sở hữu của PVS trong hợp đồng  
 NGUỒN: VND RESEARCH

**Hình 3: Thay đổi dự phóng**

Đơn vị: tỷ đồng	2020F			2021F			2022F
	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Mới
Doanh thu thuần	19.766	16.105	-18,5%	23.680	20.438	-13,7%	20.971
LN gộp	1.718	984	-42,7%	2.416	1.282	-47,0%	1.313
LNTT	1.674	1.078	-35,6%	2.266	1.233	-45,6%	1.369
LN ròng	1.352	901	-33,4%	1.830	1.030	-43,7%	1.144
EPS (VND)	2.829	1.884	-33,4%	3.830	2.154	-43,7%	2.393

NGUỒN: VND RESEARCH

## Định giá

**Hình 4: Chi phí vốn**

<b>Chi phí VCSH</b>	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,7
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>22,7%</b>

NGUỒN: VND RESEARCH

**Hình 5: WACC và tăng trưởng dài hạn**

<b>tỷ đồng</b>	
Vốn hóa	9.798
Nợ	1.356
Chi phí nợ	3,0%
Mức thuế	20,5%
<b>WACC</b>	<b>20,2%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,0%</b>

NGUỒN: VND RESEARCH

**Hình 6: Dự phóng dòng tiền DCF**

tỷ đồng	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F	12/25F	12/30F	12/35F	CAGR 20-35F
Tổng doanh thu	14.638	16.968	16.105	20.438	20.971	21.509	21.978	22.260	2,2%
% yoy	-13,5%	15,9%	-5,1%	26,9%	2,6%	0,6%	0,3%	0,2%	
COGS và OPEX	(14.265)	(16.828)	(15.820)	(20.104)	(20.630)	(21.159)	(21.621)	(21.899)	
EBIT	373	140	285	334	341	349	357	361	1,6%
Biên LN hoạt động KD	2,5%	0,8%	1,8%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	
Thuế khả dụng	-41,3%	-26,7%	-20,5%	-20,5%	-20,5%	-20,5%	-20,5%	-20,5%	
EBIT x (1-mức thuế)	219	103	227	266	271	278	284	287	1,6%
+ Chi phí khấu hao	567	478	478	516	577	586	596	604	
% doanh thu	3,9%	2,8%	3,0%	2,5%	2,8%	2,7%	2,7%	2,7%	
- Capex	(355)	(766)	(727)	(923)	(566)	(740)	(792)	(803)	
% doanh thu	-2,4%	-4,5%	-4,5%	-4,5%	-2,7%	-3,4%	-3,6%	-3,6%	
+ Thay đổi vốn lưu động	(710)	1.367	(65)	(473)	(104)	(205)	(239)	(242)	
% doanh thu	-4,9%	8,1%	-0,4%	-2,3%	-0,5%	-1,0%	-1,1%	-1,1%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	604	963	793	898	1.029	1.027	1.041	1.055	
% doanh thu	4,1%	5,7%	4,9%	4,4%	4,9%	4,8%	4,7%	4,7%	
<b>Dòng tiền tự do (UFCF)</b>	<b>325</b>	<b>2.145</b>	<b>706</b>	<b>284</b>	<b>1.207</b>	<b>946</b>	<b>889</b>	<b>901</b>	
% yoy	-82,7%	560,7%	-67,1%	-59,8%	324,7%	21,4%	0,9%	0,1%	

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Chúng tôi giảm giá mục tiêu về 16.500 đồng/cp do giảm dự phóng EPS 2020-2021 và tăng phần bù rủi ro thị trường từ 10,1% lên 11%.

**Hình 7: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá trị hợp	Tỷ trọng	Đóng góp
DCF	18.473	50%	9.236
P/E mục tiêu 2020-22 ở mức 6,8x	14.578	50%	7.289
<b>Giá mục tiêu</b>			<b>16.526</b>
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>16.500</b>

NGUỒN: VND RESEARCH

Giá cổ phiếu của PVS có mối tương quan cao với biến động giá dầu, mặc dù ảnh hưởng của giá dầu đến KQKD của công ty có độ trễ nhất định. Chúng tôi duy trì đánh giá Khả quan do cho rằng giá cổ phiếu hiện tại đã phản ánh những tác động tiêu cực từ triển vọng giá dầu yếu hơn, trong khi các hợp đồng xây lắp đã ký có thể đem lại dòng tiền ổn định cho công ty trong tương lai. Đáng chú ý là PVS nằm trong số năm công ty đứng đầu về vị thế tiền mặt ròng trên thị trường chứng khoán Việt Nam (147,8% vốn hóa hiện tại, dữ liệu lọc loại trừ các công ty ngành Ngân hàng và Bảo hiểm), cho thấy rủi ro giảm giá thấp hơn và có nguồn lực để hỗ trợ cho doanh nghiệp vượt qua giai đoạn khó khăn.

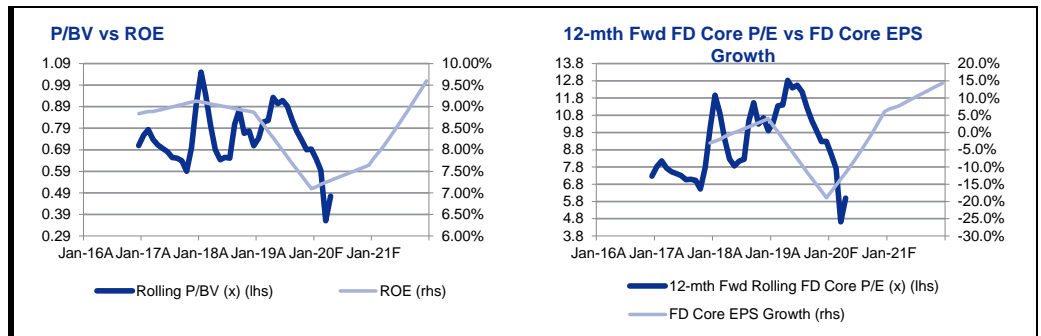
Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ duy trì chính sách cổ tức tiền mặt 700 đồng/cp trong giai đoạn 2020-22, tương ứng với tỷ suất cổ tức 5,9% theo giá hiện tại.

**Hình 8: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv)		Vốn hóa (tr US\$)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
			tiền bản địa	tiền bản địa		TTM	2020F	2021F		TTM	2020F	2021F	TTM	2020F	2021F	TTM	2020F	2021F
<b>PTSC</b>	<b>PVS VN</b>	<b>KHẢ QUAN</b>	<b>11.800</b>	<b>16.500</b>	<b>241</b>	<b>6,6</b>	<b>6,2</b>	<b>5,5</b>	<b>10,4%</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,7%</b>	<b>9,6%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,2%</b>
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KHÔNG KN	0,42	NA	153	NA	24,4	14,3	NA	0,3	0,3	0,3	-1,4%	1,5%	2,3%	-1,1%	0,7%	1,3%
Yinson Holdings	YNS MK	KHẢ QUAN	5,28	9,29	1.297	27,7	26,5	10,2	36,0%	1,7	1,6	1,5	6,2%	2,6%	11,3%	2,4%	2,5%	5,0%
Hyundai Engineering	000720 KS	TRUNG LẬP	32.900	45.000	3.010	8,8	7,1	6,7	NA	0,5	0,5	0,4	6,3%	6,7%	6,7%	2,2%	2,4%	2,4%
Keppel Corp	KEP SP	KHẢ QUAN	5,59	7,76	7.138	14,4	12,0	11,5	7,4%	0,9	0,8	0,8	6,3%	7,0%	7,0%	2,4%	2,5%	2,6%
<b>Trung bình (toàn bộ)</b>					<b>2.368</b>	<b>14,4</b>	<b>15,2</b>	<b>9,6</b>	<b>17,9%</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>4,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>7,4%</b>	<b>1,9%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,1%</b>
<b>Trung bình (loại trừ PVS)</b>					<b>2.899</b>	<b>16,9</b>	<b>17,5</b>	<b>10,7</b>	<b>21,7%</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>	<b>4,3%</b>	<b>4,4%</b>	<b>6,8%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,0%</b>	<b>2,8%</b>

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VND RESEARCH, BLOOMBERG (DỮ LIỆU NGÀY 16/04)

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



<b>Báo cáo KQ HĐKD</b>					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>14.638</b>	<b>16.968</b>	<b>16.105</b>	<b>20.438</b>	<b>20.971</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.119</b>	<b>898</b>	<b>984</b>	<b>1.282</b>	<b>1.313</b>
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>940</b>	<b>619</b>	<b>764</b>	<b>850</b>	<b>918</b>
Chi phí khấu hao	(567)	(478)	(478)	(516)	(577)
<b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>373</b>	<b>140</b>	<b>285</b>	<b>334</b>	<b>341</b>
TN từ hoạt động tài chính	440	253	169	121	87
TN từ các Cty LK & LD	723	581	501	622	782
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(559)	129	123	156	160
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>976</b>	<b>1.103</b>	<b>1.078</b>	<b>1.233</b>	<b>1.369</b>
Thuế	(403)	(295)	(221)	(253)	(281)
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>573</b>	<b>808</b>	<b>857</b>	<b>980</b>	<b>1.089</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	474	41	43	50	55
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>1.047</b>	<b>849</b>	<b>901</b>	<b>1.030</b>	<b>1.144</b>
Lợi nhuận thường xuyên	<b>1.047</b>	<b>849</b>	<b>901</b>	<b>1.030</b>	<b>1.144</b>

<b>Dòng tiền</b>					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
<b>EBITDA</b>	<b>940,0</b>	<b>619,0</b>	<b>764,0</b>	<b>850,0</b>	<b>918,0</b>
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(997,0)	(855,0)	(741,0)	(809,0)	(935,0)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(710,0)	1.367,0	(65,0)	(473,0)	(104,0)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	90,0	154,0	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	36,0	485,0	315,0	383,0	452,0
Dòng tiền hoạt động khác	1.055,0	495,0	688,0	723,0	784,0
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(36,0)	(39,0)	(41,0)	(38,0)	(38,0)
Thuế đã trả	(187,0)	(320,0)	(232,0)	(265,0)	(294,0)
<b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>192,0</b>	<b>1.906,0</b>	<b>688,0</b>	<b>371,0</b>	<b>783,0</b>
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(355,0)	(766,0)	(727,0)	(923,0)	(566,0)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	2,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	1.428,0	(545,0)	(545,0)	(545,0)	(545,0)
<b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>1.075,0</b>	<b>(1.306,0)</b>	<b>(1.267,0)</b>	<b>(1.462,0)</b>	<b>(1.106,0)</b>
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(256,0)	448,0	(321,0)	149,0	(154,0)
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(509,0)	(397,0)	(335,0)	(335,0)	(335,0)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính					
<b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>	<b>(765,0)</b>	<b>52,0</b>	<b>(655,0)</b>	<b>(186,0)</b>	<b>(488,0)</b>
Tổng tiền trong năm	502,0	651,0	(1.235,0)	(1.278,0)	(811,0)
<b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>	<b>1.011,0</b>	<b>1.048,0</b>	<b>(900,0)</b>	<b>(943,0)</b>	<b>(477,0)</b>
<b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp</b>	<b>1.303,0</b>	<b>639,0</b>	<b>(538,0)</b>	<b>(1.054,0)</b>	<b>(285,0)</b>

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

<b>Bảng cân đối Kế toán</b>					
<b>(tỷ đồng)</b>	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tiền và tương đương tiền	8.037	9.692	8.457	7.179	6.368
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.006	4.627	4.572	5.802	5.953
Hàng tồn kho	494	1.269	786	995	1.021
Tài sản ngắn hạn khác	591	396	376	477	490
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>14.129</b>	<b>15.984</b>	<b>14.190</b>	<b>14.453</b>	<b>13.832</b>
Tài sản cố định	2.634	3.177	3.426	3.833	3.822
Tổng đầu tư	4.937	5.372	5.256	5.269	5.271
Tài sản vô hình					
Tài sản dài hạn khác	1.390	1.471	1.471	1.471	1.471
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>8.961</b>	<b>10.020</b>	<b>10.153</b>	<b>10.573</b>	<b>10.563</b>
Vay & nợ ngắn hạn	721	771	335	417	323
Phải trả người bán	3.277	4.356	3.736	4.784	4.868
Nợ ngắn hạn khác	2.827	3.867	3.670	4.658	4.779
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>6.825</b>	<b>8.995</b>	<b>7.742</b>	<b>9.859</b>	<b>9.971</b>
Vay & nợ dài hạn	193	584	700	767	707
Nợ dài hạn khác	3.366	3.641	3.641	3.641	3.641
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3.559</b>	<b>4.225</b>	<b>4.341</b>	<b>4.407</b>	<b>4.347</b>
Dự phòng					
<b>Tổng nợ</b>	<b>10.384</b>	<b>13.220</b>	<b>12.082</b>	<b>14.266</b>	<b>14.318</b>
Vốn chủ sở hữu	11.872	12.070	11.503	9.952	9.214
Lợi ích cổ đông thiểu số	833	714	758	808	863
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.705</b>	<b>12.784</b>	<b>12.261</b>	<b>10.759</b>	<b>10.077</b>

<b>Các chỉ tiêu chính</b>					
	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Tăng trưởng doanh thu	-13,5%	15,9%	-5,1%	26,9%	2,6%
Tăng trưởng LNHDKD	-3,0%	-34,2%	23,4%	11,3%	8,0%
Biên LNHDKD	6,4%	3,7%	4,7%	4,2%	4,4%
LN trên cổ phiếu	14.903	17.441	15.529	12.545	11.169
Giá trị sổ sách/cp	24.839	25.253	24.067	20.821	19.278
Khả năng thanh toán lãi vay	13,9	4,2	8,0	10,1	10,3
Thuế suất hiệu dụng	41,3%	26,7%	20,5%	20,5%	20,5%
Tỷ lệ chia cổ tức	48,6%	46,7%	37,1%	32,5%	29,3%
Số ngày phải thu	132,1	103,6	104,5	92,6	102,3
Số ngày tồn kho	12,96	20,02	24,87	16,97	18,72
Số ngày phải trả	84,69	81,93	90,39	74,62	82,37
ROIC	6,3%	2,8%	8,4%	8,3%	8,7%
ROCE	6,3%	3,3%	3,8%	4,1%	4,3%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	0,9%	2,5%	2,9%	3,6%	4,1%

<b>Các chỉ tiêu chính</b>					
	<b>12/18A</b>	<b>12/19A</b>	<b>12/20F</b>	<b>12/21F</b>	<b>12/22F</b>
Giá trị hợp đồng chưa thực hiện (tỷ đồng)	13.070	16.991	42.072	31.871	20.305
Giá dầu (USD/thùng)	71,1	64,2	45,0	55,0	57,0

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## 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 nghiêm ngặt, 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 Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [mai.phamle@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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