

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

Giá thị trường VND25.900	Giá mục tiêu VND31.200	Tỷ suất cổ tức 3,80%	Khuyến nghị KHẢ QUAN	Ngành Dầu khí
------------------------------------	----------------------------------	--------------------------------	--------------------------------	-------------------------

Ngày 08/12/2021

Triển vọng ngắn hạn: Tích cực
Triển vọng dài hạn: Tích cực
Định giá: Tích cực

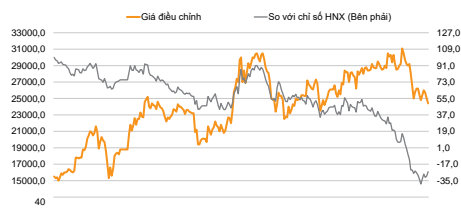
Consensus*: Mua:4 Giữ:4 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 5,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm EPS 2021-22 xuống 6,5%/2,5%
- Nâng EPS 2023 lên 3,6%

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VND)	31.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	15.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	286.839
Thị giá vốn (tỷ VND)	11.949
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	18,7
P/B hiện tại (x)	0,96

Cơ cấu sở hữu

PVN	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VND RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

Kỳ vọng mảng M&C khởi sắc trong năm 2022

- Mặc dù DT giảm 34,5% svck, nhưng LN ròng 9T21 chỉ giảm 9,9% svck xuống 518 tỷ đồng do thu nhập từ các công ty liên kết tăng 306% svck.
- Chúng tôi ước tính tăng trưởng kép LN ròng năm 2022-23 là 23,9% nhờ đóng góp của các liên doanh FSO/FPSO và triển vọng cải thiện mảng M&C.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 31.200 đồng.

Thu nhập từ các liên doanh FSO/FPSO là bệ đỡ cho KQKD 2021 của PVS

Mặc dù doanh thu (DT) 9T21 giảm 34,5% svck xuống 9,651 tỷ đồng và chi phí QLDN tăng 60% svck, nhưng LN ròng 9T21 của PVS chỉ giảm 9,9% svck xuống 518 tỷ đồng nhờ thu nhập (TN) từ các liên doanh FSO/FPSO tăng mạnh (+306% svck lên 506 tỷ đồng). Theo đà tăng của giá dầu, chúng tôi tin rằng PVS sẽ đạt được các hợp đồng gia hạn cho các FSO/FPSO (Lam Sơn, Ruby), đảm bảo nguồn TN chất lượng cao cho công ty trong những năm tới. Đối với năm 2021, chúng tôi dự báo LN ròng tăng trưởng 16% svck nhờ: (1) đóng góp vững chắc từ các liên doanh FSO/FPSO và (2) sự phục hồi của tất cả các HĐKD chính trong Q4/21, đặc biệt là mảng Cơ khí và Xây lắp (M&C) khi dịch bệnh từng bước được kiểm soát và PVS tăng ghi nhận DT từ dự án mới.

Mảng M&C sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022

Sau KQKD mờ nhạt trong 2021 do các dự án lớn đã qua giai đoạn cao điểm, chúng tôi kỳ vọng mảng M&C tích cực hơn trong 2022 nhờ: (1) hợp đồng mới tại dự án Gallaf Batch 3, và (2) khai thác các dự án năng lượng tái tạo nhằm đa dạng hóa hoạt động M&C với việc ký kết Thỏa thuận ưu tiên (PSA) cung cấp hai trạm biến áp ngoài khơi tại dự án điện gió Hai Long ở Đà Loan. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng dự án khí Lô B – Ô Môn sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong 6T22, tạo tiền đề cho dự án khởi công vào nửa cuối 2022. Với vốn đầu tư cho dự án phát triển mỏ và đường ống dẫn khí lần lượt là 6,7 tỷ USD và 1,3 tỷ USD, chuỗi dự án này tiềm ẩn lượng backlog khổng lồ đối với PVS.

Tăng trưởng kép LN ròng đạt 23,9% trong năm 2022-23

Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2021 xuống 6,5% để phản ánh khối lượng công việc thấp hơn dự kiến tại tất cả các HĐKD chính trong 9T21 do sự bùng phát của biến thể Delta. Tuy nhiên, với đà tăng mạnh của giá dầu, chúng tôi vẫn tin tưởng vào triển vọng tích cực của PVS với tăng trưởng kép LN ròng đạt 23,9% trong 2022-23, nhờ: (1) đóng góp vững chắc của các liên doanh FSO/FPSO do giá dầu dự kiến duy trì ở mức cao có thể kích hoạt việc điều chỉnh tăng giá thuê ngày, và (2) triển vọng được cải thiện của mảng M&C từ năm 2022.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 31.200 đồng

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương định giá DCF và P/E mục tiêu 2022 là 15,4 lần. Động lực tăng giá đến từ sự phục hồi của giá dầu hiện tại. Rủi ro giảm giá là giá dầu thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án.

Tổng quan tài chính (VND)	12-20A	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	20.180	14.023	21.132	24.375
Tăng trưởng DT thuần	20,2%	(30,5%)	50,7%	15,3%
Biên lợi nhuận gộp	3,9%	6,3%	5,9%	6,1%
Biên EBITDA	8,0%	11,8%	9,6%	9,0%
LN ròng (tỷ)	624	724	1.001	1.110
Tăng trưởng LN ròng	(39,6%)	16,0%	38,3%	10,9%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(39,6%)	16,0%	38,3%	10,9%
EPS cơ bản	1.306	1.514	2.094	2.323
EPS điều chỉnh	1.149	1.332	1.843	2.044
BVPS	25.411	24.558	24.133	23.944
ROAE	5,1%	6,1%	8,6%	9,7%

Nguồn: VND RESEARCH

KỶ VỌNG MẢNG M&C KHỞI SẮC TRONG NĂM 2022

Thu nhập vững chắc từ các liên doanh FSO/FPSO hỗ trợ cho KQKD 9T21

Hình 1: Tổng quan KQKD Q3/21 và 9T21

ĐVT: Tỷ đồng	Q3/20	Q3/21	% scvk	9T20	9T21	% scvk	% sv dự phóng 2021	Nhận định
Doanh thu thuần	5.966	3.980	-33,3%	14.725	9.651	-34,5%	60,8%	DT thuần Q3/21 giảm 33,3% scvk do khối lượng công việc giảm trên tất cả các mảng kinh doanh chính do sự bùng phát của biến thể Delta
Tàu dịch vụ	514	381	-26,0%	1.493	1.204	-19,3%		
FSO/FPSO	555	516	-7,0%	2.467	1.446	-41,4%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	154	91	-40,6%	306	234	-23,5%		
Cần cẩu cảng	396	370	-6,6%	1.181	1.193	1,1%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	3.825	2.009	-47,5%	7.997	4.696	-41,3%		DT Q3/21 mảng M&C giảm 47,5% do các dự án lớn đã qua giai đoạn cao điểm trong khi hợp đồng mới đang ở giai đoạn đầu
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	376	377	0,1%	870	495	-43,2%		
Dịch vụ khác	146	237	62,2%	410	383	-6,6%		
LN gộp	433	204	-52,8%	870	622	-28,5%	64,3%	
Tàu dịch vụ	43	18	-59,2%	99	81	-18,1%		
FSO/FPSO	23	36	56,7%	86	83	-3,0%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	3	3	-27,0%	11	11	-4,1%		
Cần cẩu cảng	72	71	-1,0%	190	203	6,6%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	278	58	-79,1%	403	169	-58,1%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	11	15	37,8%	61	56	-7,4%		
Dịch vụ khác	3	4	48,9%	20	19	-6,1%		
Biên LN gộp	7,3%	5,1%	-2,1 điểm%	5,9%	6,4%	0,5 điểm%		Biên LN gộp Q3/21 thu hẹp 2,1 điểm % scvk chủ yếu do biên LN gộp mảng M&C giảm 4,4 điểm % scvk (trong Q3/20, các dự án lớn gần đến ngày hoàn thành, dẫn đến ghi nhận biên LN gộp cao)
Tàu dịch vụ	8,4%	4,6%	-3,8 điểm%	6,6%	6,7%	0,1 điểm%		
FSO/FPSO	4,1%	6,9%	2,8 điểm%	3,5%	5,8%	2,3 điểm%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	2,3%	2,8%	0,5 điểm%	3,7%	4,6%	0,9 điểm%		
Cần cẩu cảng	18,1%	19,1%	1,1 điểm%	16,1%	17,0%	0,9 điểm%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	7,3%	2,9%	-4,4 điểm%	5,0%	3,6%	-1,4 điểm%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	2,9%	4,0%	1,1 điểm%	7,0%	11,4%	4,4 điểm%		
Dịch vụ khác	2,1%	1,9%	-0,2 điểm%	4,9%	4,9%	0,0 điểm%		
Chi phí bán hàng	(32)	(14)	-54,1%	(79)	(63)	-19,4%	64,5%	
Chi phí QLDN	(152)	(196)	29,0%	(385)	(615)	59,8%	84,2%	Chi phí QLDN tiếp tục tăng 29% scvk trong Q3/21 chủ yếu do công ty phân loại lại chi phí nhân viên của các bộ phận gián tiếp từ giá vốn hàng đã bán vào chi phí QLDN
EBIT	250	(6)	-102,5%	406	(56)	-113,9%		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	73	35	-51,7%	181	142	-21,7%		
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	(36)	198	NA	124	506	306,7%	86,2%	Thu nhập từ các công ty liên kết tiếp tục đóng góp chính vào KQKD của PVS trong Q3/21 với mức LN là 198 tỷ đồng so với khoản lỗ 36 tỷ đồng trong Q3/20 khi PVS ghi nhận 150 tỷ đồng chi phí dự phòng tại FPSO Lam Sơn do rủi ro chấm dứt hợp đồng
Thu nhập khác	(2)	54	NA	178	106	-40,3%		PVS ghi nhận hoàn nhập dự phòng bảo hành cho các dự án cũ là 54 tỷ đồng trong Q3/21
LNTT	284	281	-1,0%	890	698	-21,6%	60,8%	
LNST	223	240	8,0%	635	575	-9,4%		
Lợi nhuận cổ đông thiểu số	26	19	-24,7%	60	58	-3,9%		
LN ròng	197	221	12,2%	575	518	-9,9%	66,9%	Thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng 2021-2023

Mảng M&C sẽ phục hồi mạnh mẽ trong năm 2022

Hình 2: 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 ước tính ghi nhận năm 2022	GTHĐ còn lại tại cuối năm 2022	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 xây dựng, dự kiến đóng hợp đồng trong 2021
2 Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	600	30	50	-	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 93,67% vào cuối Q3/21
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 Kho LNG Thị Vải	78	16	16	16	Q3/19 - Q3/22	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 80,75% kế hoạch, dự kiến hoàn thành vào Q3/22
5 Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu	250	25	-	-	2016 - Q1/22	Tổ máy 1 vận hành thương mại vào tháng 11/2021. Tổ máy 2 dự kiến vận hành từ tháng 2/2022
6 Tổ hợp hóa dầu miền Nam	81	27	28	24	Q2/20 - Q2/22	PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến việc xây dựng nhà máy olefin với tiến độ dự án đạt 64,53% vào cuối Q3/21. Chúng tôi dự phóng phần lớn công việc sẽ rơi vào năm 2022.
7 Gallaf Batch 3	360	72	180	108	Q3/21 - 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 Sự Tử Trắng GD 2	250	25	75	150	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	-	15	135	2022 - 2024	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 dự kiến không trước năm 2023.
*10 GPP Dinh Cố 2	250	-	75	175	2022 - 2024	Chúng tôi kỳ vọng nhà máy Dinh Cố 2 sẽ đi vào hoạt động từ 2023 để xử lý lượng khí bổ sung từ 2 mỏ Sao Vàng và 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 năm 2025
*11 Đường ống Lô B - Ô Môn	1.000	-	100	900	2022 - 2025	
Chưa đưa vào dự phóng						
1 Dự án điện gió Hai Long	NA	-	-	-	Q3/22 - Q1/24	PTSC M&C sẽ chịu trách nhiệm phần thiết kế chân đế, mua sắm một số hạng mục vật tư, thi công cho toàn bộ các cấu kiện của dự án tại công trường PTSC M&C tại thành phố Vũng Tàu trong giai đoạn từ quý III/2022 đến quý I/2024
2 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)
3 Cá Voi Xanh	NA	-	-	-	2022 - 2025	Hợp đồng FEED được trao cho Saipem vào tháng 2 năm 2019. Hiện PVN và EVN vẫn đang làm việc với ExxonMobil để hoàn tất các thỏa thuận mua bán khí và mua bán điện
4 Lạc Đà Vàng	NA	-	-	-	NA	Kế hoạch phát triển đại cương (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.
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, BÁO CÁO CÔNG TY

Sau kết quả mờ nhạt trong năm 2021 do các dự án lớn đã qua giai đoạn cao điểm, chúng tôi kỳ vọng mảng M&C tích cực hơn trong năm 2022 nhờ: (1) hợp đồng mới được trao trong dự án Gallaf Batch 3, và (2) khai thác các dự án năng lượng tái tạo nhằm đa dạng hóa hoạt động M&C với việc ký kết Thỏa thuận ưu tiên (PSA) cung cấp hai trạm biến áp ngoài khơi bao gồm móng cọc tại dự án điện gió Hai Long ở Đà Loan. Trong phạm vi hợp đồng, liên danh nhà thầu Semco Maritime và PTSC M&C sẽ chịu trách nhiệm thiết kế, mua sắm, xây dựng và vận hành hai trạm biến áp ngoài khơi với tổng khối lượng lên đến 18.000 tấn, bao gồm phần chân đế sẽ được thi công tại công trường PTSC M&C ở Việt Nam từ cuối năm 2022 theo kế hoạch.

Đối với dự án Lô B – Ô Môn, có nhiều tín hiệu cho thấy Chính phủ vẫn sẽ ưu tiên triển khai dự án nhà máy điện Ô Môn III bằng nguồn vốn ODA. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ phê duyệt dự án Ô Môn III trong Q2/22 sau khi ban hành Nghị định mới liên quan đến vốn vay ODA, điều này đồng nghĩa với việc các dự án thương nguồn và trung nguồn liên quan cũng có thể có quyết định đầu tư cuối cùng (FID), tạo tiền đề cho dự án Lô B – Ô Môn khởi công trong nửa cuối năm 2022. Với tổng vốn đầu tư cho dự án phát triển mỏ và dự án đường ống dẫn khí lần lượt là 6,7 tỷ USD và 1,3 tỷ USD, dự án này tiềm ẩn lượng backlog khổng lồ đối với các nhà thầu nội địa như PVS.

Thay đổi trong dự phóng KQKD 2021-23

Hình 3: Thay đổi trong dự phóng

Tỷ đồng	2021F			2022F			2023F			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	15.871	14.023	-11,6%	21.777	21.132	-3,0%	24.790	24.375	-1,7%	Chúng tôi giảm 11,6%/3,0% dự phóng DT năm 2021-22 để phản ánh khối lượng công việc thấp hơn dự kiến trên tất cả các mảng HĐKD, đặc biệt là mảng M&C trong 9T21
LN gộp	967	879	-9,1%	1.288	1.248	-3,1%	1.427	1.475	3,4%	Chúng tôi nâng dự phóng LN gộp năm 2023 do chúng tôi tin rằng biên LN gộp mảng M&C sẽ cải thiện vào giai đoạn cuối các dự án (như Gallaf Batch 3)
Chi phí bán hàng	(98)	(87)	-11,6%	(120)	(116)	-3,0%	(136)	(134)	-1,7%	Điều chỉnh phù hợp với DT
Chi phí QLDN	(730)	(778)	6,6%	(767)	(744)	-3,0%	(873)	(858)	-1,7%	Chúng tôi nâng dự phóng chi phí QLDN năm 2021 để phản ánh chi phí QLDN cao hơn dự kiến trong 9T21
EBIT	138	14	-90,2%	401	387	-3,4%	418	483	15,5%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	263	259	-1,4%	270	264	-2,2%	247	242	-2,2%	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	587	646	10,0%	632	642	1,6%	799	799	0,0%	Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng thu nhập từ các công ty LDLK trong năm 2021 để phản ánh kết quả cao hơn dự kiến trong 9T21 nhờ giá dầu tăng mạnh trong năm 2021
LNTT	1.147	1.073	-6,5%	1.521	1.484	-2,5%	1.588	1.646	3,6%	
LN ròng	774	724	-6,5%	1.026	1.001	-2,5%	1.071	1.110	3,6%	
EPS (đồng)	1.619	1.514	-6,5%	2.147	2.094	-2,5%	2.242	2.323	3,6%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 31.200 đồng

Chúng tôi nâng nhẹ giá mục tiêu lên 31.200 đồng (+3,3% sv. dự báo trước đó) chủ yếu do chuyển sang áp dụng dự phóng EPS 2022 trong định giá P/E. Giá mục tiêu của chúng tôi vẫn dựa trên tỷ trọng định giá bình quân phương pháp DCF và P/E mục tiêu 2022 là 15,4 lần. Nhìn chung, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan khi chúng tôi nhấn mạnh tính cấp thiết trong việc triển khai các dự án mỏ khí trọng điểm như Lô B - Ô Môn, Nam Du - U Minh trong năm 2022, tiềm ẩn lượng backlog khổng lồ đối với mảng M&C của công ty.

Hình 4: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	30.251	50%	15.126
P/E mục tiêu 2022 ở mức 15.4x	32.222	50%	16.111
Giá mục tiêu			31.237
Giá mục tiêu (làm tròn)			31.200

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá đến từ đà phục hồi của giá dầu hiện nay.

Rủi ro giảm giá bao gồm:

- Sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án.
- Giá dầu thấp hơn dự kiến do sự bùng phát của biến thể mới Omicron vì nó có thể tác động tiêu cực đến việc gia hạn hợp đồng thuê FSO/FPSO cũng như tâm lý thị trường đối với cổ phiếu dầu khí. Do tác động chưa rõ ràng của biến thể Omicron, chúng tôi xem xét ba kịch bản cho giả định giá dầu Brent của mình, như sau:

Hình 5: Giả định giá dầu Brent hiện tại của chúng tôi dựa theo kịch bản cơ sở

Kịch bản	Giả định	Giá dầu Brent trung bình
Kịch bản tích cực	Biến thể Omicron không nguy hiểm như những lo ngại. Do đó, các loại vắc xin hiện tại vẫn sẽ có hiệu quả với biến thể Omicron và giá dầu có thể nhanh chóng phục hồi	Giá dầu Brent tiếp tục duy trì ở mức cao trên 80 USD/thùng trong năm 2022
Kịch bản cơ sở	Nhờ khả năng sản xuất vắc xin và năng lực tiêm chủng cao, chúng tôi tin rằng chỉ mất một vài tháng để khống chế biến thể Omicron. Nhu cầu dầu toàn cầu có thể bị ảnh hưởng trong ngắn hạn, trước khi tiếp tục phục hồi nhờ các hoạt động du lịch quốc tế ngày càng tăng	Chúng tôi kỳ vọng giá dầu Brent sẽ đạt mức trung bình 75 USD/thùng trong năm 2022
Kịch bản tiêu cực	Sự phức tạp hơn dự kiến của biến thể Omicron dẫn đến các biện pháp hạn chế đi lại chặt chẽ hơn trên toàn thế giới, gây áp lực giảm giá dầu khi nhu cầu dầu toàn cầu sụt giảm	Giá dầu Brent trung bình năm 2022 kỳ vọng sẽ nằm trong khoảng 60-65 USD/thùng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: 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 21-35
Tổng doanh thu	14.023	21.132	24.375	25.594	26.746	31.484	34.690	3,7%
% svck	-30,5%	50,7%	15,3%	5,0%	4,5%	2,7%	1,6%	
GVHB & OPEX	(14.010)	(20.744)	(23.892)	(25.087)	(26.215)	(30.860)	(34.002)	
EBIT	14	387	483	508	530	624	688	
Biên LN hoạt động KD	0,1%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Thuế khâ dụng	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	21,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	11	306	382	401	419	493	543	
+ Chi phí khấu hao	539	506	509	710	742	874	963	
% doanh thu	3,8%	2,4%	2,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	
- Capex	(349)	(526)	(606)	(637)	(665)	(783)	(863)	
% doanh thu	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	
+ Thay đổi vốn lưu động	162	(211)	(250)	(512)	(535)	(630)	(694)	
% doanh thu	1,2%	-1,0%	-1,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.059	1.096	1.162	1.160	1.127	1.327	1.462	
% doanh thu	7,6%	5,2%	4,8%	4,5%	4,2%	4,2%	4,2%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	1.421	1.172	1.198	1.122	1.088	1.281	1.411	15,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: 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 8: 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%

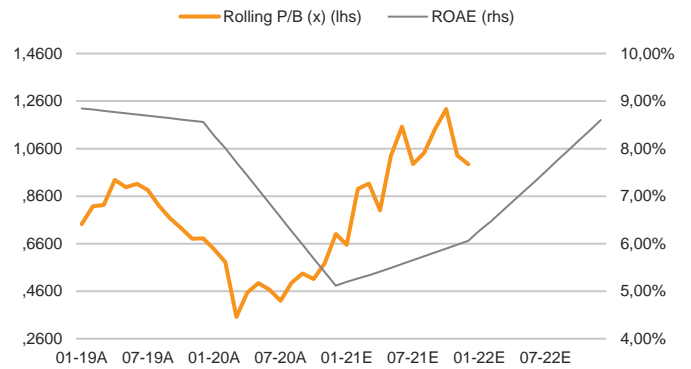
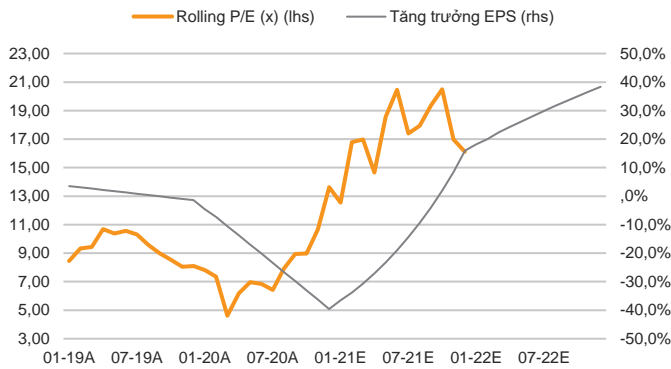
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: 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 3 năm (%)	P/BV (x)		ROE (%)		ROA (%)	
						2021	2022		2021	2022	2021	2022	2021	2022
PTSC	PVS VN	Khả Quan	24.400	31.200	508	16,1	11,7	21,2%	1,0	1,0	6,1%	8,6%	3,0%	4,3%
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	NR	0,38	NA	144	NA	126,7		0,3	0,3	-9,2%	0,9%	-5,0%	0,4%
Yinson Holdings	YNS MK	NR	5,60	NA	1.408	13,8	13,9		2,0	1,7	15,8%	15,5%	5,2%	4,7%
Sembcorp Marine	SMM SP	NR	0,08	NA	1.925	NA	NA		0,6	0,7	-20,6%	-5,4%	-11,1%	-2,2%
Hyundai Engineering	000720 KS	NR	50.100	NA	4.718	13,8	11,1		0,8	0,8	6,0%	7,3%	3,1%	3,7%
Keppel Corp	KEP SP	NR	5,14	NA	6.828	13,6	11,4		0,8	0,8	6,0%	7,3%	2,1%	2,6%
Trung bình (tất cả)						14,3	35,0		0,9	0,9	0,7%	5,7%	-0,5%	2,2%
Trung bình (ngoại trừ PVS)						13,7	40,8		0,9	0,9	-0,4%	5,1%	-1,2%	1,8%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 06/12)

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	14.023	21.132	24.375
Giá vốn hàng bán	(13.144)	(19.884)	(22.900)
Chi phí quản lý DN	(778)	(744)	(858)
Chi phí bán hàng	(87)	(116)	(134)
LN hoạt động thuần	14	387	483
EBITDA thuần	552	893	993
Chi phí khấu hao	(539)	(506)	(509)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	14	387	483
Thu nhập lãi	363	352	330
Chi phí tài chính	(104)	(88)	(88)
Thu nhập ròng khác	154	190	122
TN từ các Cty LK & LD	646	642	799
LN trước thuế	1.073	1.484	1.646
Thuế	(273)	(378)	(419)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76)	(105)	(117)
LN ròng	724	1.001	1.110
Thu nhập trên vốn	724	1.001	1.110
Cổ tức phổ thông	(478)	(478)	(478)
LN giữ lại	246	523	632

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	4.857	4.529	4.185
Đầu tư ngắn hạn	3.311	3.311	3.311
Các khoản phải thu ngắn hạn	3.803	5.211	6.010
Hàng tồn kho	1.179	1.580	1.819
Các tài sản ngắn hạn khác	213	321	370
Tổng tài sản ngắn hạn	13.363	14.951	15.696
Tài sản cố định	2.945	2.965	3.062
Tổng đầu tư	5.003	5.024	5.034
Tài sản dài hạn khác	1.374	1.323	1.275
Tổng tài sản	22.685	24.264	25.066
Vay & nợ ngắn hạn	493	418	416
Phải trả người bán	3.549	5.145	5.935
Nợ ngắn hạn khác	2.688	3.027	3.088
Tổng nợ ngắn hạn	6.730	8.590	9.440
Vay & nợ dài hạn	436	463	506
Các khoản phải trả khác	3.119	3.119	3.119
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.563	3.360	3.270
Vốn chủ sở hữu	11.738	11.535	11.444
Lợi ích cổ đông thiểu số	663	558	558
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	22.685	24.264	25.066

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-21E	12-22E	12-23E
LN trước thuế	1.073	1.484	1.646
Khấu hao	539	506	509
Thuế đã nộp	(122)	(169)	(187)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.005)	(990)	(1.124)
Thay đổi VLĐ	162	(211)	(250)
LC tiền thuần HKĐK	646	621	595
Đầu tư TSCĐ	(349)	(526)	(606)
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	(245)	(421)	(502)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(279)	(49)	41
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(478)	(478)	(478)
LC tiền thuần HĐTC	(757)	(527)	(437)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.212	4.857	4.529
LC tiền thuần trong năm	(355)	(327)	(344)
Tiền & tương đương tiền cuối kì	4.857	4.529	4.185

Các chỉ số cơ bản

	12-21E	12-22E	12-23E
Dupont			
Biên LN ròng	5,2%	4,7%	4,6%
Vòng quay TS	0,57	0,90	0,99
ROAA	3,0%	4,3%	4,5%
Đòn bẩy tài chính	2,05	2,02	2,15
ROAE	6,1%	8,6%	9,7%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	99,0	90,0	90,0
Số ngày nắm giữ HTK	32,7	29,0	29,0
Số ngày phải trả tiền bán	98,5	94,5	94,6
Vòng quay TSCĐ	4,61	7,15	8,09
ROIC	5,4%	7,7%	8,6%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	1,7	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,6	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	0,9	0,8
Vòng quay tiền	33,2	24,5	24,4
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	(30,5%)	50,7%	15,3%
Tăng trưởng LN từ HKĐK		2.763,7%	24,7%
Tăng trưởng LN ròng	16,0%	38,3%	10,9%
Tăng trưởng EPS	16,0%	38,3%	10,9%

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.nguyennhoc2@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>