

**CÔNG TY CỔ PHẦN BỌC ỐNG DẦU KHÍ VIỆT NAM (HNX: PVB)**
**ĐÁNH GIÁ**

Giá mục tiêu	<b>18,600</b>
Giá hiện tại	15,200
Upside	+22%

**THEO DÕI**
**Quan điểm đầu tư**

PVB có cơ cấu tài chính lành mạnh, không có nợ vay tài chính dài hạn, cơ cấu nguồn vốn an toàn và đảm bảo khả năng thanh toán. Ngoài ra, PVB gần như độc quyền trong lĩnh vực bọc ống tại Việt Nam, dự án Nam Côn Sơn GD 2 sẽ tạo đột biến trong doanh thu và lợi nhuận của công ty trong năm 2020, đặc biệt vào cuối quý I.2020.

**Dữ liệu giao dịch**

Sàn giao dịch	HNX
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	22,200/15,100
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,002
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	287,876,029
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	227,233
Sở hữu trong nước (%)	89%
Sở hữu nước ngoài (%)	11%
Room nước ngoài (%)	49%

**Triển vọng**

Trong năm 2020 PVB sẽ tiếp tục thực hiện các phần công việc còn lại của Nam Côn Sơn 2 (GD 2), là nhà thầu phụ dự án Sao Vàng Đại Nguyệt cùng với một phần nhỏ công việc thi công chống ăn mòn cho Nippon Steel, CSWind, Vietnam Engnergy. Do đó, chúng tôi cho rằng doanh thu của PVB sẽ tăng trong năm 2020.

**Một số chỉ tiêu chính**

Năm tài chính	2019	2020F	2021F
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>382.6</b>	<b>582.3</b>	<b>263.4</b>
LN gộp (tỷ VND)	81.7	121.8	54.9
EBIT (tỷ VND)	54.2	81.5	23.4
<b>LN ròng (tỷ VND)</b>	<b>38.0</b>	<b>57.5</b>	<b>16.5</b>
Tăng trưởng LNR (%)	65%	51%	-71%
EPS (VND)	1.760	2.664	0.763
Tăng trưởng EPS (%)	65%	51%	-71%
BVPS (VND)	20,637	22,600	23,364
Tỷ suất cổ tức (%)	7%	7%	0%
<b>ROE (%)</b>	<b>8.5%</b>	<b>11.8%</b>	<b>3.3%</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>5.2%</b>	<b>8.5%</b>	<b>3.0%</b>

Bên cạnh đó, PVB gần như độc quyền trong lĩnh vực bọc ống và hưởng lợi từ thực hiện các dự án do công ty mẹ PV GAS làm chủ đầu tư. Cuối năm 2018, PVB đã được phê duyệt thực hiện dịch vụ bọc ống cho dự án Lô B – Ô Môn, dự kiến sẽ bắt đầu thực hiện vào cuối năm 2021.

PVB sẽ được hưởng lợi khi nhiều dự án dầu khí lớn của Việt Nam sắp được triển khai từ năm 2021 theo Quy hoạch phát triển ngành công nghiệp khí đến năm 2025.

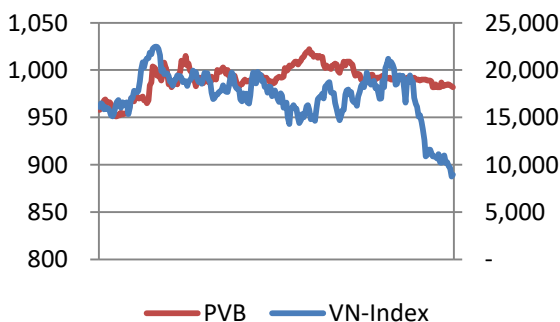
**Rủi ro chính**

**Rủi ro đặc thù của ngành:** Trước sự biến động của giá dầu, một số dự án trong ngành giãn và dừng triển khai thực hiện làm ảnh hưởng trực tiếp đến kế hoạch sản xuất kinh doanh của công ty.

**Rủi ro vật tư nhập khẩu:** Vật tư chính của lĩnh vực bọc ống chủ yếu phải nhập khẩu, do đó chịu sự rủi ro khi đầu vào thay đổi và tiến độ dự án triển khai. Ngoài ra, rủi ro về tỷ giá cũng ảnh hưởng đến vật tư nhập khẩu của công ty.

**Kết quả kinh doanh năm 2019**

Kết thúc năm 2019, PVB đạt 382,6 tỷ đồng doanh thu (+86% yoy), tương ứng hoàn thành 109% kế hoạch doanh thu đầu năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 38 tỷ đồng, tăng 65% so với năm ngoái. Doanh thu tăng mạnh trong quý 4, chủ yếu từ đóng góp của dự án đường ống Nam Côn Sơn 2 (GD 2), giúp kết quả kinh doanh của PVB khởi sắc sau khi ghi nhận lỗ trong 9 tháng đầu năm.

**Diễn biến giá cổ phiếu**

**Định giá doanh nghiệp**

Do hoạt động kinh doanh của PVB phụ thuộc vào tiến độ triển khai các dự án, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp P/B dựa trên định giá trong quá khứ và P/E forward để xác định giá trị doanh nghiệp.

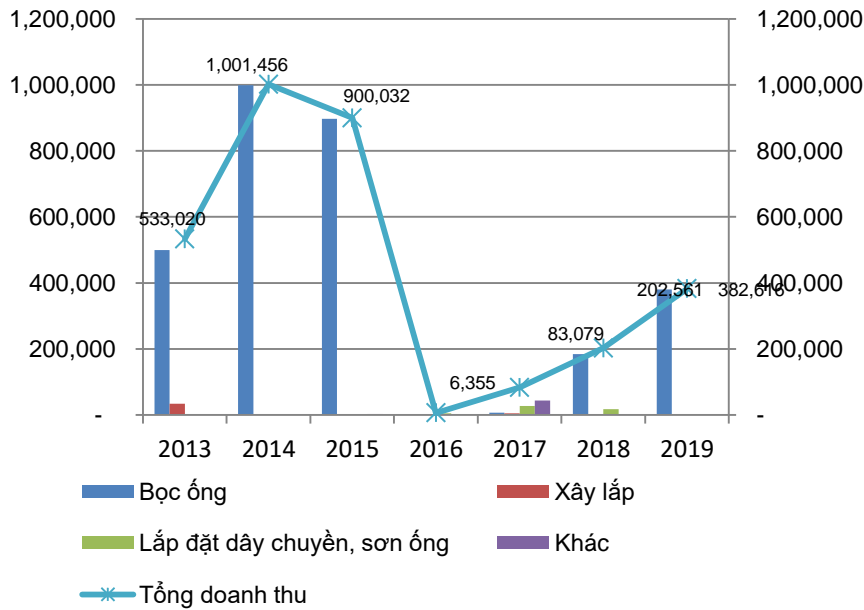
**Cơ cấu cổ đông**

Tổng công ty khí Việt Nam	52.94%
Các cổ đông khác	47.06%

Chúng tôi giả định công ty trả cổ tức 10% cho cổ đông hiện hữu trong năm 2019, theo đó vốn chủ sở hữu năm 2020 tăng lên 511,5 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo PVB sẽ được giao dịch ở mức P/B 0.8, tương đương 18,691 đồng/cp.

**Doanh thu của PVB phụ thuộc vào các dự án dầu khí thực hiện hàng năm.** Hoạt động bọc ống cho các dự án dầu khí là mảng mang lại doanh thu chính cho PVB. Trong giai đoạn 2014-2015, công ty thực hiện nhiều dự án lớn và đã mang lại doanh thu lên đến 1000 tỷ đồng. Tuy nhiên, trong 4 năm trở lại đây, mảng bọc ống gần như không có việc làm, do đó doanh thu của công ty sụt giảm mạnh. Năm 2018, doanh thu bọc ống ghi nhận sự tăng trưởng trở lại nhờ dự án Cá Tầm được triển khai. Trong 9 tháng đầu năm 2019, công ty chỉ ghi nhận 30 tỷ doanh thu và lỗ lũy kế 17 tỷ. Tuy nhiên, dự án Nam Côn Sơn 2 GĐ 2 bắt đầu thực hiện từ tháng 10/2019 đã giúp công ty tăng doanh thu từ mảng bọc ống, tăng tổng doanh thu tính đến cuối năm 2019 đạt 382,6 tỷ đồng, hoàn thành 109% kế hoạch đề ra.

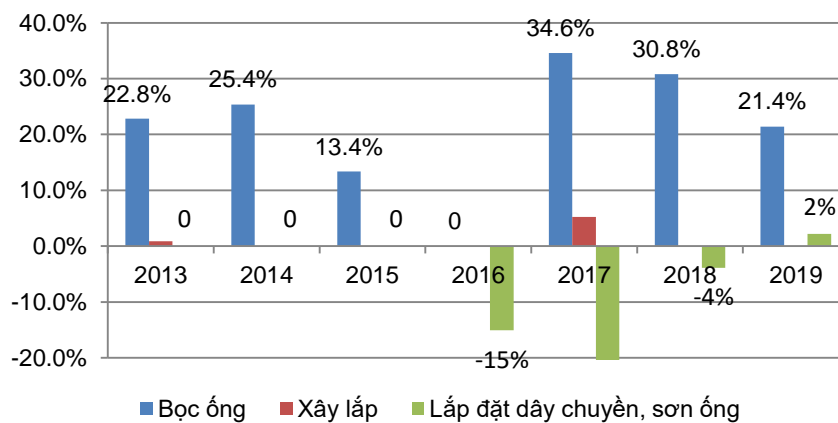
**Cơ cấu doanh thu của PVB qua các năm**



Nguồn: BCTC PVB, PSI tổng hợp

**Biên lãi gộp mảng Bọc ống cải thiện so với giai đoạn 2013-2015 do giảm chi phí khấu hao.** Nhà máy bọc ống của PVB bắt đầu hoạt động vào 6/2010 với công suất bọc khoảng 600km/năm. Trong giai đoạn 2012-2015, chi phí khấu hao khá lớn, trung bình 95 tỷ/năm, chủ yếu là khấu hao máy móc thiết bị. Đặc biệt, trong năm 2014, chi phí khấu hao lên tới 160 tỷ đồng, và năm 2015 là 84 tỷ đồng. Tuy nhiên, từ năm 2016 trở đi, phần lớn máy móc thiết bị đã khấu hao hết nhưng vẫn còn giá trị sử dụng, do đó làm giảm chi phí khấu hao. Trong giai đoạn 2016-2019, chi phí khấu hao bình quân của PVB chỉ còn 16 tỷ/năm. Biên lãi gộp trung bình mảng bọc ống trong giai đoạn 2017-2018 là 28%.

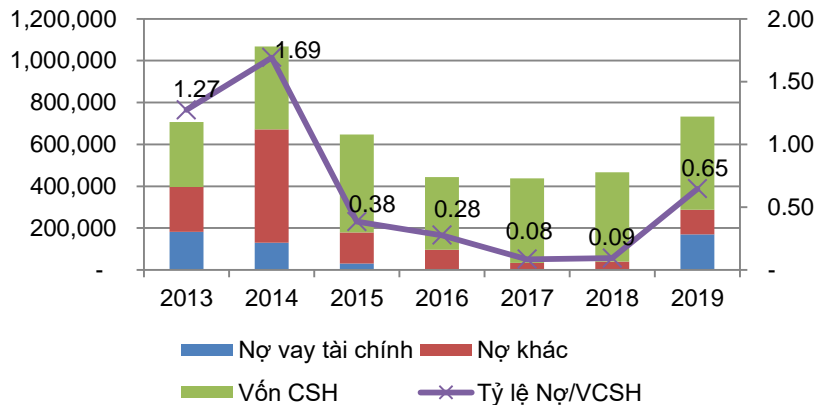
**Biên lãi gộp các mảng kinh doanh**



Nguồn: BCTC PVB, PSI tổng hợp

**Tình hình tài chính**

**PVB có tình hình tài chính lành mạnh, không còn vay nợ tài chính kể từ năm 2016.** Tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu giảm mạnh từ năm 2015 do công ty trả gần hết các khoản nợ ngắn và dài hạn. Trong giai đoạn 2016-2018, công ty không cần phải vay nợ do nguồn tiền tại công ty đủ để đáp ứng vốn lưu động để thực hiện dự án, mặt khác đây là giai đoạn rất ít dự án bọc ống được triển khai. Do đó, tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu còn 9% vào cuối năm 2018. Cuối năm 2019, công ty có khoản nợ vay tài chính ngắn hạn 170 tỷ đồng để bổ sung vốn lưu động thực hiện 2 dự án Nam Côn Sơn 2 GD 2 và dự án Sao Vàng Đại Nguyệt, do đó tăng tỷ lệ Nợ/Vốn chủ sở hữu lên 65%, tuy nhiên tỷ lệ này vẫn nằm trong ngưỡng an toàn và trong khả năng chi trả của công ty.

**Cơ cấu nguồn vốn của PVB**


Nguồn: BCTC PVB, PSI tổng hợp

**Triển vọng**

Tại Việt Nam, PVB gần như độc quyền trong lĩnh vực bọc ống. PVB sở hữu nhà máy bọc ống duy nhất và là đơn vị thực hiện hầu hết các hoạt động bọc ống ngoài khơi của Việt Nam. Bên cạnh đó PVB còn nhận được sự hỗ trợ tới từ công ty mẹ PVGas cộng với việc Luật Dầu khí vẫn hạn chế sự tham gia của các nhà thầu nước ngoài, do đó các dự án bọc ống lớn trong tương lai vẫn có khả năng sẽ do PVB thực hiện.

**Dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 (GD 2)**

Dự án Nam Côn sơn 2 – GD 2 dài 210 km với đường kính 26 inch, là một phần trong các dự án sẽ hoàn thành đầu nối với phần đường ống biển và sẵn sàng tiếp nhận khí Sao Vàng – Đại Nguyệt dự kiến vào quý III/2020. Lô ống đầu tiên được PVB bọc trong tháng 10/2019 và dự kiến dự án sẽ kéo dài sang nửa đầu năm 2020.

Dự án Nam Côn Sơn 2 - GD 2 được cho rằng sẽ không chịu rủi ro chậm tiến độ do (1) Nhu cầu khí của nhà máy khu vực miền Nam cao để phục vụ sản xuất điện (2) dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt đã được triển khai và dự kiến đưa vào khai thác vào quý IV năm 2020, do đó đường ống Nam Côn Sơn 2 – GD 2 phải hoàn thành đúng tiến độ để đảm bảo vận chuyển khí về bờ.

Chuỗi dự án Nam Côn Sơn 2 (giai đoạn 2) và dự án Đường ống Sao Vàng - Đại Nguyệt có công suất thiết kế tương đương 7.9 triệu m<sup>3</sup> khí/ngày đêm, sẽ đưa sản lượng khí khoảng 2-3 tỷ m<sup>3</sup>/năm về bờ, bổ sung nguồn khí cho khu vực Đông Nam bộ.

Với mục tiêu hoàn thành cả 2 dự án NCS2 GD 2 và dự án Đường ống Sao Vàng Đại Nguyệt trong Quý 3.2020, PVB sẽ tiếp tục thực hiện các công việc còn lại và có thể ghi nhận doanh thu 568 tỷ đồng từ dự án NCS2 và 128 tỷ đồng từ Sao vàng Đại Nguyệt. Chúng tôi ước tính doanh thu cả năm 2020 dự kiến đạt ít nhất 714 tỷ đồng.

Biên lãi gộp của dự án NCS 2 – GD 2 dự báo sẽ ở mức 22 – 23% (cao hơn dự án NCS2 GD 1, chỉ 16%) do giảm chi phí khấu hao. Hiện tại các máy móc phục vụ bọc ống đã gần hết khấu hao, do đó biên lợi nhuận dự kiến sẽ cao hơn.

**Dự án Lô B – Ô Môn**

Dự án Lô B – Ô Môn dài 292 km với đường kính 28 inch được xây dựng nhằm mục đích vận chuyển và phân phối khí tự nhiên từ các Lô B 48/95 và 52/97 thuộc vùng biển Tây Nam, Việt Nam về bờ để cung cấp cho các nhà máy điện tại Trung tâm điện lực Ô Môn và các nhà máy điện tại trung tâm điện lực Kiên Giang.

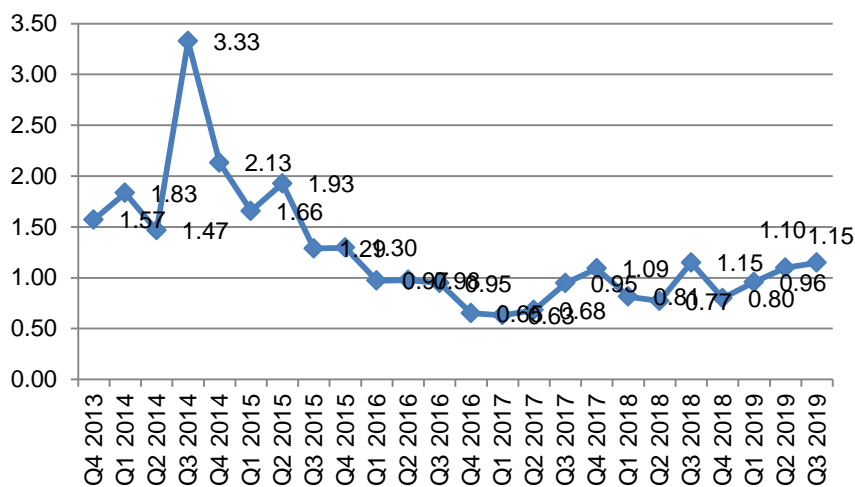
**PVB sẽ được hưởng lợi khi nhiều dự án dầu khí lớn của Việt Nam sắp được triển khai.**

Cụ thể, theo Quy hoạch phát triển ngành công nghiệp khí đến năm 2025, định hướng đến năm 2035, Việt Nam cần chi tổng cộng 2,95 tỷ USD cho việc phát triển 1,224 – 1,418 km đường ống dẫn khí trên biển và trên bờ nhằm đảm bảo phát triển đồng bộ lĩnh vực công nghiệp khí. Trong đó nổi bật với các dự án Nam Côn sơn 2 – GD 2 dài 210 km với đường kính 26 inch, dự án đường ống Lô B – Ô môn dài 292 km với đường kính 28 inch và dự án đường ống Cá Voi Xanh dài 100 km, đường kính 32 – 36 inch.

**Tuy nhiên, PVB có thể phải đối mặt với việc thiếu các dự án lớn cuối năm 2020 và có thể kéo dài đến hết năm 2021.** Hoạt động NCS2 dự kiến kết thúc trong Q2/2020, trong khi các dự án lớn phải đến cuối năm 2021 hoặc sang đầu năm 2022 mới có thể được triển khai.

**Định giá doanh nghiệp**

**Thống kê P/B của PVB qua các quý**



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Do hoạt động kinh doanh của PVB phụ thuộc vào tiến độ triển khai các dự án, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp P/B dựa trên định giá trong quá khứ và P/E forward để xác định giá trị doanh nghiệp.

Trong năm 2020, PVB sẽ tiếp tục thực hiện phần còn lại của dự án Nam Côn Sơn 2 và dự án Sao vàng Đại Nguyệt, do đó lợi nhuận công ty sẽ tăng. Chúng tôi giả định công ty trả cổ tức 10% cho cổ đông hiện hữu trong năm 2019, theo đó vốn chủ sở hữu năm 2020 tăng lên 511,5 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo PVB sẽ được giao dịch ở mức P/B 0.8, tương đương 18,691 đồng/cp.

Doanh thu ước tính của PVB trong năm 2020 đạt 582 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 58 tỷ, do đó EPS ước đạt 2,664 đ/cp. Chúng tôi dự báo PVB sẽ được giao dịch ở mức P/E = 7, tương đương 18,645 đ/cp.

**Báo cáo tài chính**

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
Doanh thu thuần	383	582	263
Giá vốn hàng bán	301	461	209
Lợi nhuận gộp	82	122	55
Doanh thu hoạt động tài chính	9	4	5
Chi phí tài chính	2	10	3
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-	-	-
Chi phí bán hàng	-	-	-
Chi phí quản lý doanh nghiệp	31	40	32
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	58	77	26
Lợi nhuận khác	-5	-5	-5
Lợi nhuận trước thuế	53	72	21
Lợi nhuận sau thuế	38	58	16
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	38	58	16
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	0	0	0

<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>666</b>	<b>617</b>	<b>515</b>
I. Tiền & tương đương tiền	110	132	295
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn			
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	285	160	72
IV. Hàng tồn kho	250	295	134
V. Tài sản ngắn hạn khác	20	31	14
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>68</b>	<b>58</b>	<b>44</b>
II. Tài sản cố định	63	52	41
V. Đầu tư tài chính dài hạn	0.0	0.0	0.0
VI. Tài sản dài hạn khác	5	7	3
<b>Tổng tài sản</b>	<b>733</b>	<b>675</b>	<b>558</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>288</b>	<b>187</b>	<b>54</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>270</b>	<b>161</b>	<b>42</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	68	50	23
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	170	70	-
3. Các khoản nợ ngắn hạn khác	32	40	19
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>17</b>	<b>27</b>	<b>12</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	17	27	12
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	-	-	-
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>446</b>	<b>488</b>	<b>505</b>
1. Vốn điều lệ	216	216	216
2. Thặng dư vốn cổ phần	9.85	9.85	9.85
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	203	245	262
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	-	-	-
5. Nguồn vốn khác	17	17	17
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>733</b>	<b>675</b>	<b>558</b>

<b>Chỉ số chính</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên lợi nhuận gộp	0.214	0.209	0.21
Biên EBITDA	0.142	0.140	0.09
Biên lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	0.099	0.099	0.06
ROE	0.085	0.118	0.03
ROA	0.052	0.085	0.03
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	3.605	0.522	(0.55)
Lợi nhuận gộp	-3.392	1.502	(0.33)
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-0.324	0.513	(0.71)
Tổng tài sản	0.674	-0.079	(0.17)
VCSH	0.103	0.0952	0.03
<b>Thanh khoản</b>			
Thanh toán hiện hành	2.463	3.841	12.35
Nợ/tài sản	0.392	0.277	0.10
Nợ/vốn chủ sở hữu	0.645	0.383	0.11
Khả năng thanh toán lãi vay	0.341	1.166	
<b>Định giá</b>			
Cổ tức			
EPS (VND)	1,760	2,664	763
BVPS (VND)	22,600	23,364	24,316

<b>Cashflow Statement</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>
CFO	(166.6)	141.8	232.2
CFI	(6.4)	(4.7)	1.1
CFF	169.9	(115.1)	(69.9)

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ**

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

<b>Xếp hạng</b>	<b>Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại</b>
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

**LIÊN HỆ****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: [www.psi.vn](http://www.psi.vn)

**Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (84-8) 3914 6789  
Fax: (84-8) 3914 6969

**Chi nhánh TP. Vũng Tàu**

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu  
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26  
Fax: (84-64) 625 4521

**Chi nhánh TP. Đà Nẵng**

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng  
Điện thoại: (84-511) 389 9338  
Fax: (84-511) 389 9339

**TRUNG TÂM PHÂN TÍCH****Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: [duongdh@psi.vn](mailto:duongdh@psi.vn)

**Nguyễn Văn Chính**

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: [chinhnv@psi.vn](mailto:chinhnv@psi.vn)

**Ngô Hồng Đức**

Chuyên viên phân tích

Email: [Ducnh@psi.vn](mailto:Ducnh@psi.vn)

**Lê Đức Khánh**

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: [khanhld@psi.vn](mailto:khanhld@psi.vn)

**Đỗ Trung Thành**

Phó phòng PTDN

Email: [thanhtd@psi.vn](mailto:thanhtd@psi.vn)

**Bùi Thị Thu Thủy**

Chuyên viên phân tích

Email: [Thuybtt@psi.vn](mailto:Thuybtt@psi.vn)

**Lê Thị Hà Giang**

Bộ phận truyền thông

Email: [gianglth@psi.vn](mailto:gianglth@psi.vn)

**Nguyễn Minh Hiếu**

Chuyên viên phân tích

Email: [hieunm@psi.vn](mailto:hieunm@psi.vn)

**Nguyễn Hoàng Minh Hương**

Chuyên viên phân tích

Email: [huongnhm@psi.vn](mailto:huongnhm@psi.vn)



**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.