

CTCP BỘC ỒNG DẦU KHÍ VIỆT NAM – PVB (HNX)

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Quan điểm đầu tư

- PVB có cơ cấu tài chính lành mạnh, nợ vay thấp (nợ vay ngắn hạn), cơ cấu nguồn vốn an toàn và đảm bảo khả năng thanh toán
- Dự án Nam Côn Sơn GĐ 2 sẽ đảm bảo nguồn thu cho PVB trong năm 2020; dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (PVB – nhà thầu phụ) được triển khai từ tháng 1/2020 cũng sẽ mang thêm nguồn thu cho PVB trong năm 2020. Ngoài ra, dự án Lô B – Ô Môn dự kiến triển khai vào 2021 -2020 sẽ đảm bảo khối lượng công việc cho PVB trong trung và dài hạn – đây là dự án trọng điểm của PVN.
- Máy móc đã hết khấu hao nhưng vẫn còn giá trị sử dụng sẽ giúp PVB cải thiện nhiều được biên lợi nhuận gộp trong năm 2020.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2015	2016	2017	2018	2019
Giá trị sổ sách/CP	VNĐ	21,613	16,099	18,704	19,773	20,606
EPS cơ bản	VNĐ	2,680	-2,499	2,605	893	1,730
Tỷ suất thanh toán tiền mặt		0.73	1.01	2.37	1.13	0.11
Tỷ suất thanh toán nhanh		3.19	1.52	4.42	3.11	1.15
Tỷ suất thanh toán hiện thời		4.08	3.57	10.29	12.51	2.00
Vốn vay ngắn dài hạn/VCSH		0.07	0.00	0.00	0.00	0.38
Vốn vay ngắn dài hạn/TTS		0.05	0.00	0.00	0.00	0.20
Tỷ suất lợi nhuận gộp	%	12.84	-1127.42	-41.12	24.02	21.36
Tỷ suất lợi nhuận thuần	%	8.34	-849.45	67.74	11.40	9.76
ROE%	%	17.39	-13.25	14.97	5.56	8.57
ROA%	%	8.76	-9.90	12.76	5.10	5.65
P/E		4.29	-4.60	4.41	12.88	6.65
P/E pha loãng		3.31	-4.60	4.41	10.76	6.65
P/B		0.53	0.71	0.61	0.58	0.56

Nguồn Fiinpro, ABS tổng hợp

Rủi ro: Diễn biến giá dầu từ đầu năm 2020 liên tục lao dốc và đã có lúc rơi xuống mức 22 USD/thùng. Việc giá dầu ở mức thấp như hiện nay và xác suất hồi phục lại vùng 50 – 60 USD/thùng như năm 2020 về lâu dài sẽ ảnh hưởng lớn tới các dự án mà PVB nói riêng cũng như ngành dầu khí nói chung sẽ triển khai trong thời gian tới.

Kết luận: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA và nắm giữ dài hạn với cổ phiếu PVB dựa trên những triển vọng trong năm 2020 với mức giá mục tiêu 17,592 VND/cp (cao hơn 39.61% so với mức giá ngày 13/04/2020 – 12,600 đồng/cp).

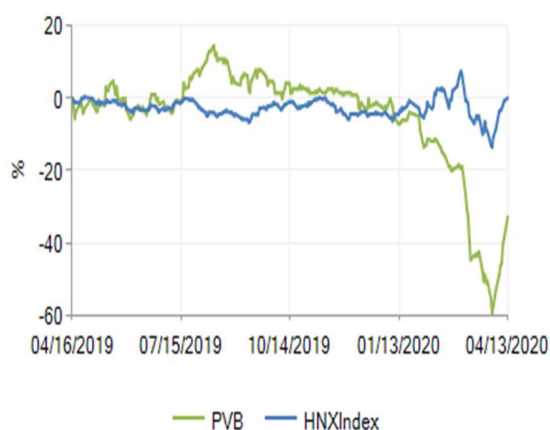
PVB - TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Bọc ống Dầu khí Việt Nam (PVB) tiền thân là Công ty Cổ phần Phát triển Khu công nghiệp và Đô thị IDICO - Dầu khí được thành lập năm 2007 với vốn điều lệ 100 tỷ đồng. Sau 2 lần tăng vốn, vốn điều lệ của công ty là 215,999 tỷ đồng. Hoạt động chính của Công ty là sản xuất bọc ống, sản xuất các sản phẩm cơ khí, chống ăn mòn kim loại, gia tải đường ống... Nhà máy bọc ống dầu khí của Công ty là nhà máy đầu tiên tại Việt Nam và là nhà máy hiện đại nhất tại khu vực Đông Nam Á. Công suất bọc ống của nhà máy đạt từ 100,000 – 480,000 m/năm mỗi loại. Một số dự án bọc ống tiêu biểu của Công ty đã thực hiện như: Dự án Hải sư Trắng, dự án dây chuyền cấp khí cho NM điện Nhơn Trạch II, dự án Tê Giác Trắng, dự án Biển Đông I, dự án Sư Tử Trắng, dự án Hải Sư Trắng Đen... Đối thủ cạnh tranh chính trong khu vực Đông Nam Á của Công ty là 2 cơ sở bọc ống Bredoro (Kuantan, Malaysia) và PPSC (Kabil, Indonesia). Ngày 24/12/2013, PVB chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội (HNX).

Cơ cấu cổ đông lớn của PVS

Tên	Chức vụ hiện tại	Khối lượng cp	Sở hữu	Cập nhật
Tổng Công ty Khí Việt Nam - Công ty Cổ phần	Na	11,434,000	52.94 %	31/12/2019
Samarang UCITS - Samarang Asian Prosperity	Na	1,057,600	4.90 %	23/10/2018
Công ty Cổ phần Quản lý quỹ đầu tư MB	Na	242,000	1.12 %	26/02/2014
Trịnh Mạnh Cường	Trưởng BKS	30,000	0.14 %	18/02/2020
Bùi Tường Định	Na	22,360	0.10 %	27/01/2015

Nguồn Fiinpro, ABS tổng hợp



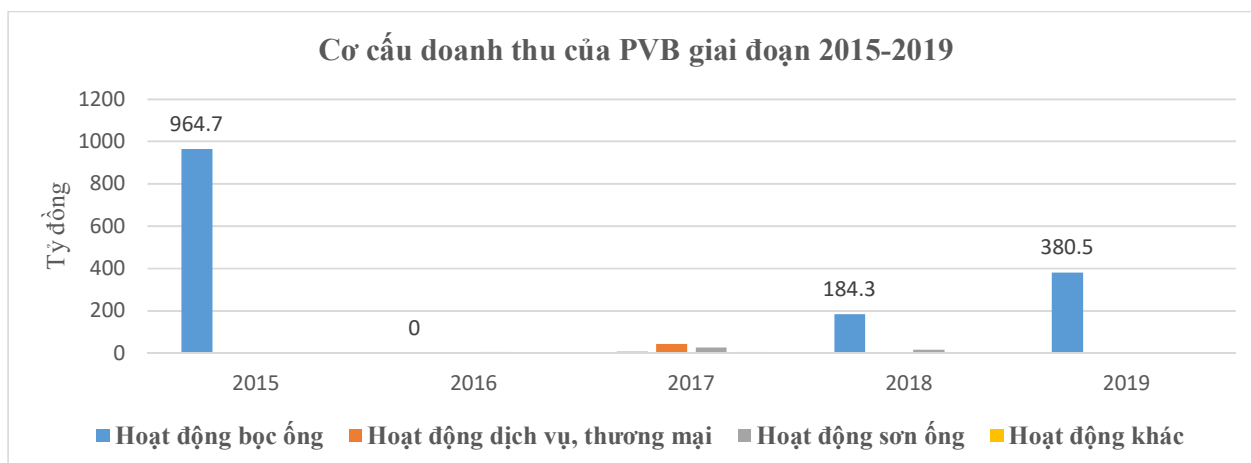
KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh	2015	2016	2017	2018	2019
Doanh số thuần	900.03	6.36	83.08	202.56	382.62
<i>Giá vốn hàng bán</i>	<i>-784.45</i>	<i>-78.00</i>	<i>-117.24</i>	<i>-153.90</i>	<i>-300.89</i>
Lãi gộp	115.58	-71.65	-34.16	48.66	81.73
Thu nhập tài chính	2.26	3.65	6.79	5.88	8.97
<i>Chi phí tài chính</i>	<i>-10.00</i>	<i>-0.90</i>	<i>-0.01</i>	<i>-0.38</i>	<i>-1.66</i>
<i>Trong đó: Chi phí lãi vay</i>	<i>-5.84</i>	<i>-0.77</i>	<i>-0.01</i>	<i>-0.04</i>	<i>-1.57</i>
Chi phí bán hàng	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<i>Chi phí quản lý doanh nghiệp</i>	<i>-48.52</i>	<i>-29.21</i>	<i>-38.48</i>	<i>-22.79</i>	<i>-31.52</i>
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	59.31	-98.12	-65.86	31.36	57.52
Thu nhập khác, ròng	39.06	44.23	123.31	-1.63	-5.67
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	98.37	-53.89	57.45	29.73	51.85
Lợi nhuận sau thuế	75.10	-53.98	56.28	23.09	37.36
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	2,694	-2,499	2,605	1,069	1,730

Nguồn BCTC PVB, ABS tổng hợp

Kết thúc năm 2019, PVB ghi nhận hơn 382 tỷ đồng doanh thu thuần tăng 88% so với năm 2018 và vượt 9 % kế hoạch doanh thu; lợi nhuận sau thuế đạt 37.3 tỷ đồng tăng 61% so với năm 2018; và gấp gần 3 lần kế hoạch LNST. Có thể thấy kết quả kinh doanh của PVB dần được khởi sắc từ năm 2018 sau khi bị gián đoạn trong 2 năm 2016 và 2017 do không có dự án triển khai. Năm 2018, doanh thu bọc ống ghi nhận tăng trưởng mạnh mẽ trở lại khi dự án Cá Tầm được triển khai, còn trong năm 2019 doanh thu tiếp tục tăng trưởng nhờ dự án Nam Côn Sơn GD 2 – đây là dự án trọng điểm của ngành dầu khí.

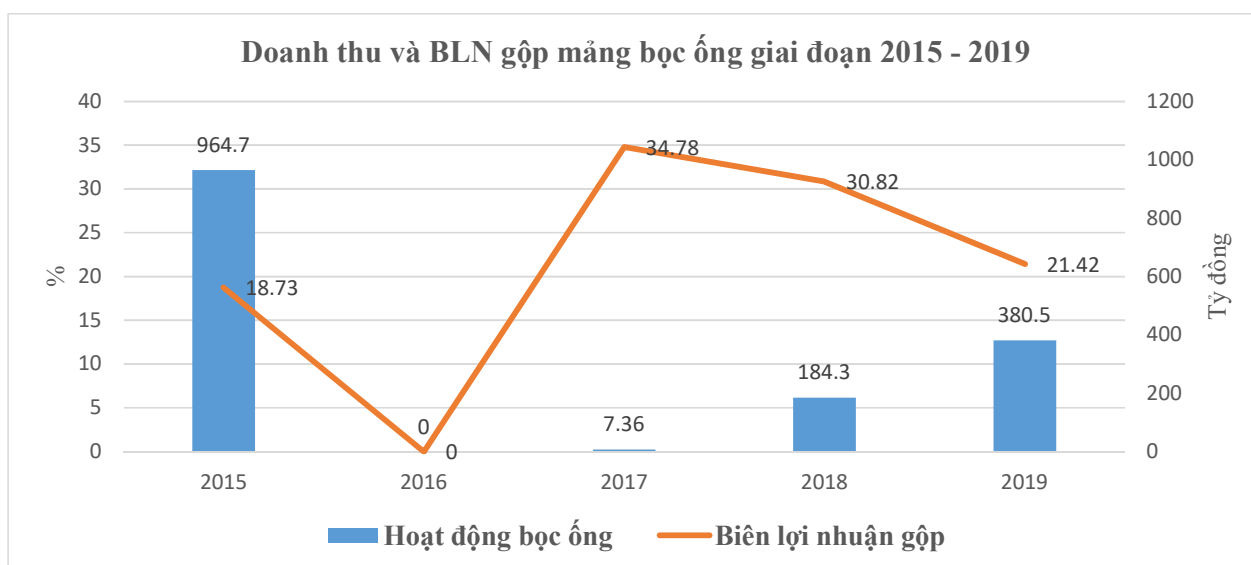
- Đáng chú ý, năm 2019 PVB không có khoản lãi khác – khoản hoàn nhập dự phòng công trình. Đây là khoản lãi cứu cánh cho PVB trong 2 năm 2016 và 2017 khi không có dự án nào được triển khai.
- Trong kì, cũng phát sinh tăng mạnh chi phí lãi vay 1.57 tỷ (với dư nợ gần 170 tỷ - vay ngắn hạn) – khoản vay này nhằm bổ sung vốn lưu động phục vụ triển khai dự án Nam Côn Sơn GD 2 trong quý 4/2019.



Nguồn BCTC PVB, ABS tổng hợp

Có thể thấy cơ cấu doanh thu của PVB phần lớn đến từ mảng bọc ống, trong khi các mảng khác đóng góp không đáng kể. Biên lợi nhuận gộp mảng bọc ống có xu hướng giảm phần lớn do chi phí khấu hao – lưu ý, chi phí khấu hao, bảo dưỡng máy móc của PVB phát sinh hàng năm dù doanh nghiệp có triển khai dự án hay không.

Tuy nhiên, sang năm 2020 các Nhà máy của PVB hết khấu hao sẽ hỗ trợ rất nhiều biên lãi gộp mảng bọc ống. Nhà máy bọc ống của PVB đi vào hoạt động vào 2010. Giai đoạn 2012 – 2015, chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn, đặc biệt trong năm 2014, chi phí khấu hao lên tới 160 tỷ, trong đó chủ yếu là trích khấu hao cho máy móc và thiết bị (140 tỷ) do công ty áp dụng phương pháp tính khấu hao theo khối lượng sản phẩm hoàn thành trong năm cho tài sản này. Tuy nhiên đến ngày 31/12/2019, máy móc và thiết bị của PVB đã hết khấu hao nhưng vẫn còn sử dụng với giá trị hơn 426 tỷ.



Nguồn BCTC PVB, ABS tổng hợp

Tình hình tài chính lành mạnh: tài sản của công ty chủ yếu là giá trị máy móc thiết bị, nguyên liệu, vật liệu tồn kho của hoạt động bọc ống và tiền mặt. Tổng giá trị tài sản cuối năm 2019 đạt 856 tỷ đồng, trong đó tiền mặt, tiền gửi ngân hàng gần 110 tỷ và hàng tồn kho 251 tỷ là những tài sản chiếm tỷ trọng cao nhất. PVB luôn duy trì lượng tiền mặt lớn trong cơ cấu tài sản, đặc biệt trong 3 năm gần đây khi mà công ty gần như không có việc làm.

Đòn bẩy tài chính thấp: PVB không dùng vay nợ trong những năm gần đây cho tới năm 2019 nhằm phục vụ dự án Nam Côn Sơn GD 2 – đây cũng chỉ là khoản vay ngắn hạn.

Diễn biến cổ phiếu PVB: Việc chịu tác động kép từ các thông tin tiêu cực cộng hưởng từ diễn biến phức tạp của dịch bệnh covid 19 tại trong nước cũng như quốc tế, tiếp đó là việc giá dầu giảm rất mạnh xuống mức 22 USD/thùng khiến đà giảm của nhóm dầu khí nói chung hay PVB nói riêng cao hơn so với nhóm của phiếu khác. Thậm chí PVB có thời điểm giảm xuống mức giá thấp nhất kể từ khi niêm yết là 7,600 đồng/cp tại ngày 31/03/2020.



TRIỂN VỌNG – RỦI RO

Triển vọng:

Khối lượng công việc còn lớn trong năm 2020 và 2021 đảm bảo đà tăng trưởng của PVB

Cu thể, hợp đồng bọc ống giữa ống của Dự án Đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 điều chỉnh giữa Chủ đầu tư Tổng công ty Khí Việt Nam (đại diện là Ban QLDA Khí Đông Nam Bộ) và Công ty Cổ phần Bọc ống Dầu khí Việt Nam (PVB). Gói thầu bọc ống của Dự án này có trị giá 980 tỷ đồng. PVB sẽ thi công bọc 156 km ống, trong đó đường ống bờ có chiều dài 38 km (ống 26” và 30”) và đường ống biển có chiều dài 118 km (ống 26”) theo quy cách bọc: Bọc chống ăn mòn (3LPE) và bê tông gia trọng (CWC). Dự án bắt đầu triển khai từ quý 4/2019 và sẽ dự kiến hoàn thành vào tháng 8/2020. Theo BCTC năm 2019, số dư khoản phải thu từ dự án này là 388 tỷ, như vậy doanh thu còn lại từ dự án trên của PVB trong năm 2020 ước đạt khoảng 592 tỷ lớn hơn so với doanh thu 382 tỷ năm 2019.

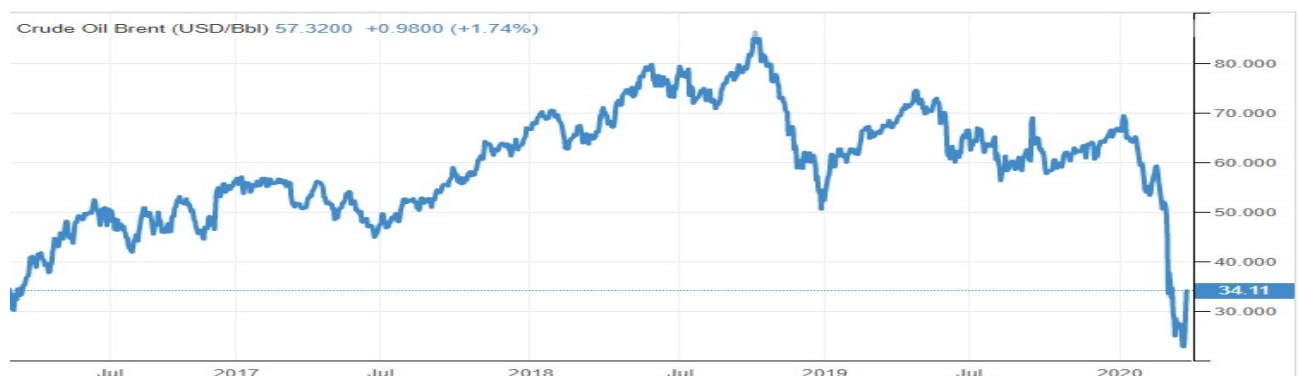
Ngoài ra, dự kiến từ tháng 1/2020, PVB còn triển khai thực hiện gần 46 km ống bọc loại 3LPE và CWC cho dự án Đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt.

Trong giai đoạn 2021 -2022: PVB còn bắt đầu triển khai dự án Lô B – Ô Môn với chiều dài hơn 430 km – đây cũng là dự án trọng điểm của PVGas.

Rủi ro:

- Tranh chấp tại biển đông sẽ ảnh hưởng lớn đối với khả năng triển khai các dự án dầu khí ngoài khơi của Việt Nam cũng như tiến độ thực hiện các dự án. Dự án Cá Rồng Đỏ, một trong những dự án trọng điểm của Việt Nam đã phải dừng triển khai trước áp lực từ quốc gia này.
- Biến động của giá dầu – đặc biệt trong giai đoạn đầu tháng 3, giá dầu có thời điểm xuống tới mức 23 USD/thùng. Trong quá khứ, các dự án dầu khí đã nhiều lần giãn tiến độ hoặc dừng triển khai do ảnh hưởng của hàng hóa này.

Diễn biến giá dầu Brent trong thời gian gần đây



Nguồn: tradingeconomics.com/commodity/brent-crude-oil

ĐỊNH GIÁ

Giả định và định giá

Cho năm 2020, dự báo PVB có thể đạt doanh thu 600 tỷ và LNST 95 tỷ dựa trên những giả định sau:

- PVB sẽ hoàn thành phần lớn công việc tại dự án Nam Côn Sơn GD 2 và ghi nhận doanh thu khoảng 600 tỷ.
- Dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt dự kiến cũng mang lại thêm doanh thu cho PVB trong năm 2020.
- Biên lãi gộp sẽ được cải thiện đáng kể ở mức 22%: nhờ chi phí khấu hao máy móc đã hết nhưng chúng tôi lưu ý rằng chi phí nguyên vật liệu đầu vào có xu hướng tăng.
- Chi phí QLDN ở mức bình quân so với 2 năm 2018 và 2019 tương đương 15% doanh thu.
- Ngoài ra, lưu ý rằng, trong năm 2019 PVB đã trích lập khoản dự phòng bảo hành công trình khoảng hơn 26 tỷ - đây cũng có thể mang lại nguồn thu khác (như những năm trước) trong thời gian tới nhờ hoàn nhập. Tuy nhiên, theo đánh giá thận trọng chúng tôi không tính tới khoản này.
- Số lượng cổ phiếu đang lưu hành – không tăng kể từ khi niêm yết: tương đương năm 2019 ở mức 21,599,998 cổ phiếu.

Do hoạt động kinh doanh của PVB mang tính chất chu kỳ, phụ thuộc vào tiến độ triển khai các dự án, do đó chúng tôi sử dụng phương pháp P/E dựa trên định giá trong quá khứ để xác định giá trị doanh nghiệp. Trong khoảng thời gian từ 2014 - 2015 PVB đạt đỉnh lợi nhuận nhờ triển khai hàng loạt các dự án. Triển vọng kinh doanh tích cực giúp giá cổ phiếu được giao dịch ở mức P/E bình quân là 4.3 lần. Tuy nhiên trong giai đoạn hiện tại, chúng tôi cho rằng định giá của PVB sẽ thấp hơn do những ảnh hưởng từ việc giá dầu thấp, và cũng chỉ mới bắt đầu thực hiện một số dự án từ năm 2019, vì vậy chúng tôi dự báo PVB sẽ được giao dịch ở mức P/E 4 lần.

P/E bình quân trong quá khứ là 4x; EPS dự phóng tương đương 4,398 đồng. Giá cổ phiếu PVB dự phóng tương đương 17,592 đồng/cổ phiếu.

Phụ Lục

Cơ cấu tài sản của PVB	2015	2016	2017	2018	2019
TÀI SẢN NGẮN HẠN	519.96	343.35	351.42	392.78	788.34
Tiền và tương đương tiền	92.95	97.16	80.77	35.61	44.79
Đầu tư nắm giữ đến ngày đáo hạn	0.00	75.00	30.00	148.00	65.00
Các khoản phải thu	312.93	49.13	70.29	62.03	406.74
Hàng tồn kho, ròng	90.26	102.72	151.14	135.17	251.60
Dự phòng giảm giá HTK	-7.33	-22.41	-22.56	-18.83	-19.37
TÀI SẢN DÀI HẠN	126.48	100.51	86.73	74.51	67.99
Tài sản cố định	118.38	100.02	86.01	73.63	62.74
GTCL TSCĐ hữu hình	117.43	99.23	85.29	73.10	62.41
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	592.63	592.75	596.50	599.23	601.71
Khấu hao lũy kế TSCĐ hữu hình	-475.20	-493.52	-511.21	-526.13	-539.31
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	646.44	443.86	438.15	467.29	856.33
NỢ PHẢI TRẢ	179.60	96.13	34.15	40.20	411.23
Nợ ngắn hạn	127.34	96.13	34.15	31.40	393.80
Phải trả người bán	14.95	8.54	14.83	13.87	70.04
Vay ngắn hạn	24.87	0.00	0.00	0.00	169.91
Nợ dài hạn	52.26	0.00	0.00	8.80	17.43
VỐN CHỦ SỞ HỮU	466.84	347.73	404.00	427.09	445.10
Vốn và các quỹ	466.84	347.73	404.00	427.09	445.10
Vốn góp	216.00	216.00	216.00	216.00	216.00
Quỹ đầu tư và phát triển	16.88	16.88	16.88	16.88	16.88
Lãi chưa phân phối	224.11	105.00	161.26	184.36	202.37

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được thực hiện dựa trên dữ liệu thu thập từ các nguồn được cho là đáng tin cậy, mà chúng tôi có thể cập nhật bằng nỗ lực tối đa của mình. Do vậy, báo cáo chỉ nhằm mục đích tham khảo và chúng tôi không đảm bảo về tính chính xác tuyệt đối của thông tin. Trong thực tế, giao dịch có thể phát sinh tùy theo thỏa thuận của các bên mua/bán và chúng tôi không chịu trách nhiệm do việc sử dụng những thông tin trên gây ra hoặc bất kỳ mục đích sử dụng nào liên quan đến báo cáo này.