

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam - PVS

Khả quan

Mảng M&C thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2023-25

Giá mục tiêu (12T)
VND40.300

Dầu khí | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:8 Giữ:1 Bán:1

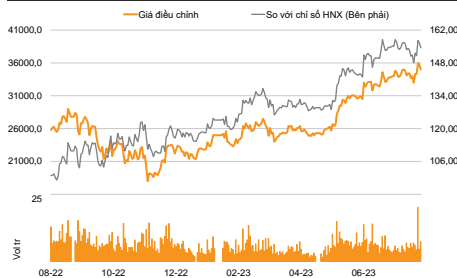
Giá mục tiêu / Consensus: 12,4%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS năm 2024-25 lên 1,9%/2,8%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND33.800
Giá thị trường	VND35.000
Cao nhất 52 tuần (VND)	36.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.000
GTGDQB 3 tháng (tr VND)	224.686
Thị giá vốn (tỷ VND)	17.057
Free float	49%
Tỷ suất cổ tức	2,0%
P/E trượt (x)	18,9
P/B hiện tại (x)	1,37

Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

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

- Lợi nhuận (LN) ròng Q2/23 tăng 33 lần svck lên 225 tỷ đồng từ mức thấp của Q2/22, giúp LN ròng 6T23 hoàn thành 42% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi nhận thấy triển vọng tích cực của PVS cả trong ngắn và dài hạn, được hỗ trợ bởi hoạt động E&P trong nước đang tăng và xu hướng phát triển điện gió ngoài khơi trên toàn cầu.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.300 đồng/cp

LN ròng Q2/23 tăng mạnh nhờ mảng M&C tích cực và tiết giảm chi phí

Doanh thu (DT) Q2/23 tăng 23,6% svck lên 4.711 tỷ đồng chủ yếu nhờ DT mảng Cơ khí & Xây lắp (M&C) cao hơn (+63% svck), đến từ sự đóng góp của các dự án điện gió ngoài khơi như Hai Long và Changhua ở Đà Loan. Trong Q2/23, PVS ghi nhận LN ròng tăng 33 lần svck lên 225 tỷ đồng nhờ: (1) chi phí QLDN giảm 34,2% svck, (2) thu nhập tài chính thuần tăng 23,6% svck, và (3) ghi nhận 34 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án. Trong 6T23, LN ròng tăng 2 lần svck lên 439 tỷ đồng, hoàn thành 42% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Từng bước khẳng định tên tuổi trong chuỗi giá trị điện gió toàn cầu

Vào cuối Q2/23, liên danh Semco Maritime và PTSC M&C đã trúng thầu EPC cho 4 trạm biến áp ngoài khơi (công suất 375 MW mỗi trạm) cho dự án Baltica 2 tại Ba Lan, đánh dấu bước nhảy vọt của PVS trong việc tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị điện gió ngoài khơi toàn cầu. Cùng với hai dự án ở Đà Loan, lĩnh vực xây lắp điện gió ngoài khơi mang lại lượng backlog trị giá 590 triệu USD cho mảng M&C của PVS trong ba năm tới. Ngoài ra, PVS cũng đã tham gia đấu thầu nhiều dự án điện gió ngoài khơi ở nhiều khu vực trên thế giới như Nhật Bản, Hàn Quốc hay Trung Đông. Theo quan điểm của chúng tôi, nhờ mối quan hệ hợp tác với tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực điện gió – Orsted, PVS sẽ có thể trúng thêm nhiều hợp đồng trong lĩnh vực này trong những năm tới, từng bước trở thành một công ty tên tuổi trong chuỗi giá trị điện gió ngoài khơi toàn cầu.

Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng đạt 17,8% trong năm 2023-25

Chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PVS sẽ tăng trưởng kép 17,8% trong năm 2023-25 chủ yếu nhờ mảng M&C tăng mạnh. Hiện PVS đang tham gia vào nhiều hợp đồng điện gió ngoài khơi trong mảng M&C trên thị trường quốc tế như: điện gió Hải Long và Changhua tại Đà Loan hay điện gió Baltica tại Ba Lan. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tin rằng PVS sẽ là DN hưởng lợi chính từ việc hoạt động E&P tại Việt Nam dự kiến sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi với nhiều dự án trọng điểm như Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn.

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.300 đồng/cp

Chúng tôi nâng giá mục tiêu lên 40.300 đồng/cp nhờ: (1) tăng nhẹ dự phóng EPS 2024-25 thêm 1,9%/2,8%, (2) chuyển mô hình DCF đến giữa năm 2023 và (3) giả định WACC thấp hơn do giảm lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro thị trường. Động lực tăng giá tiềm năng là giá dầu cao hơn và lượng backlog mảng M&C cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu giảm mạnh và sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án Dầu khí lớn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	14.260	16.373	19.089	24.644
Tăng trưởng DT thuần	(29,3%)	14,8%	16,6%	29,1%
Biên lợi nhuận gộp	6,1%	5,6%	5,5%	5,7%
Biên EBITDA	10,6%	10,4%	10,5%	9,8%
LN ròng (tỷ)	675	884	1.048	1.293
Tăng trưởng LN ròng	8,1%	31,0%	18,6%	23,4%
Tăng trưởng LN cốt lõi	8,1%	31,0%	18,6%	23,4%
EPS cơ bản	1.411	1.849	2.193	2.706
EPS điều chỉnh	1.242	1.627	1.929	2.381
BVPS	24.855	25.564	27.290	28.972
ROAE	5,6%	7,3%	8,3%	9,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Mảng M&C thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận năm 2023-25

Khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 40.300 đồng/cp

Chúng tôi ưa thích PVS trong cả ngắn và dài hạn nhờ vào:

- Vị thế dẫn đầu của PVS trong lĩnh vực xây lắp các công trình dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam có thể giúp công ty hưởng lợi từ QHĐ8 (trong đó, QHĐ8 nêu bật ưu tiên phát triển các dự án mỏ khí lớn trong nước để cung cấp khí sản xuất điện như Lô B – Ô Môn và phát triển điện gió ngoài khơi trong cả ngắn và dài hạn). Hiện PVS đang tham gia vào nhiều hợp đồng điện gió ngoài khơi trong mảng M&C trên thị trường quốc tế như: điện gió Hải Long và Changhua tại Đài Loan hay điện gió Baltica tại Ba Lan. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng tin rằng PVS sẽ là DN hưởng lợi chính từ việc hoạt động E&P tại Việt Nam dự kiến sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi.
- Tình hình tài chính rất vững mạnh của PVS với vị thế tiền mặt ròng gần 9.400 tỷ đồng (tương đương 19.600 đồng/cp) và tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -72% vào cuối Q2/23. Điều này có thể giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao

Do đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với PVS với giá mục tiêu theo phương pháp DCF cao hơn là 40.300 đồng nhờ: (1) dự phóng EPS năm 2024-25 tăng nhẹ lần lượt là 1,9%/2,8%, (2) chuyển mô hình DCF đến giữa năm 2023 và (3) áp dụng giả định WACC thấp hơn (từ 16,9% xuống 14,6%) để phản ánh lãi suất phi rủi ro thấp hơn (từ 4% xuống 3%) và phân bù rủi ro thị trường thấp hơn (từ 11% xuống 10%) nhờ CDS Việt Nam cải thiện so với đầu năm.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá tiềm năng là giá dầu cao hơn và lượng backlog mảng M&C cao hơn kỳ vọng.
- Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu giảm mạnh và sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án Dầu khí lớn.

Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.514
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	2.787
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	11.301
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	10.057
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(1.376)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(730)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	19.251
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	478
Giá trị cổ phiếu (đồng)	40.278
Giá mục tiêu (đồng)	40.300

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2030	2035	CAGR 2022-35
Tổng doanh thu	19.089	24.644	28.371	29.790	34.612	38.508	6,8%
% svck	16,6%	29,1%	15,1%	5,0%	3,1%	1,7%	
GVHB & OPEX	(18.893)	(24.096)	(27.673)	(29.223)	(33.986)	(37.812)	
EBIT	196	548	698	567	626	696	
Biên LN hoạt động KD	1,0%	2,2%	2,5%	1,9%	1,8%	1,8%	
Thuế khả dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	157	438	558	454	501	557	
+ Chi phí khấu hao	536	596	584	596	692	693	
% doanh thu	2,8%	2,4%	2,1%	2,0%	2,0%	1,8%	
- Capex	(954)	(986)	(503)	(528)	(613)	(528)	
% doanh thu	-5,0%	-4,0%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,4%	
+ Thay đổi vốn lưu động	(263)	(293)	(197)	(506)	(541)	(456)	
% doanh thu	-1,4%	-1,2%	-0,7%	-1,7%	-0,7%	-0,7%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.200	1.201	1.230	1.489	1.562	1.712	
% doanh thu	6,3%	4,9%	4,3%	5,0%	4,5%	4,4%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	676	958	1.672	1.505	1.600	1.978	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	10,0%
Chi phí VCSH	15,8%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	12.219
Nợ	1.376
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	14,6%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ dầu khí

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			Nội tệ	Nội tệ			tr.USD	2023		2024	2023	2024	2023	2024	2023
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	0,56	NA	196	15,1	15,1		0,50	0,5	3,5%	3,2%	2,0%	1,7%	
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	2,55	NA	1.622	11,0	9,6		1,39	1,2	14,6%	14,6%	5,9%	5,6%	
Seatrium Ltd	STM SP	KKN	0,14	NA	6.894	NA	27,2		1,13	1,0	-2,5%	3,9%	-0,7%	2,2%	
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	35.600	NA	3.018	11,4	7,3		0,70	0,5	6,6%	6,6%	2,8%	2,9%	
Keppel Corp	KEP SP	KKN	7	NA	9.310	5,1	13,4		0,9	1,1	8,1%	8,9%	2,9%	3,2%	
<i>Trung bình</i>							10,7	14,5		0,9	0,9	6,1%	7,4%	2,6%	3,1%
PTSC	PVS VN	KHẢ QUAN	35.000	40.300	705	16,0	12,9	17,8%	1,3	1,2	8,3%	9,6%	4,0%	4,7%	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 10/08)

LN ròng Q2/23 tăng mạnh nhờ mảng M&C tích cực và tiết giảm chi phí

Hình 6: Tổng quan KQKD Q2/23 và 6T23

ĐVT: Tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% svck	6T22	6T23	% svck	% sv dự phóng 2023	Nhận định
Doanh thu thuần	3.810	4.711	23,6%	7.579	8.414	11,0%	41,4%	DT Q2/23 tăng 23,6% svck chủ yếu nhờ DT mảng M&C tăng mạnh
Tàu dịch vụ	403	390	-3,4%	724	726	0,2%		
FSO/FPSO	466	523	12,2%	899	970	8,0%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	173	42	-76,0%	248	67	-72,8%		
Căn cứ cảng	383	366	-4,3%	696	662	-4,9%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	1.738	2.834	63,0%	3.787	4.965	31,1%		DT M&C Q2/23 tăng 63% svck đến từ sự đóng góp của các dự án điện gió ngoài khơi như Hai Long và Changhua ở Đài Loan
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	440	361	-18,0%	865	745	-13,9%		
Dịch vụ khác	206	196	-4,9%	360	279	-22,6%		
LN gộp	145	188	30,3%	337	392	16,3%	34,1%	
Tàu dịch vụ	17	44	155,5%	45	83	84,4%		
FSO/FPSO	7	57	683,2%	59	91	54,6%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	10	(25)	-350,4%	(2)	(37)	1419,2%		
Căn cứ cảng	90	64	-28,9%	160	119	-25,8%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	10	33	222,6%	47	105	123,6%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	7	16	110,1%	12	26	117,0%		
Dịch vụ khác	3	0	-88,5%	17	5	-69,4%		
Biên LN gộp	3,8%	4,0%	0,2 điểm%	4,4%	4,7%	0,2 điểm%		
Tàu dịch vụ	4,3%	11,3%	7,0 điểm%	6,2%	11,4%	5,2 điểm%		
FSO/FPSO	1,5%	10,8%	9,3 điểm%	6,6%	9,4%	2,8 điểm%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	5,8%	-60,3%	-66,0 điểm%	-1,0%	-54,2%	-53,2 điểm%		
Căn cứ cảng	23,4%	17,4%	-6,0 điểm%	23,0%	17,9%	-5,0 điểm%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	0,6%	1,2%	0,6 điểm%	1,2%	2,1%	0,9 điểm%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	1,7%	4,3%	2,6 điểm%	1,4%	3,5%	2,1 điểm%		
Dịch vụ khác	1,3%	0,2%	-1,2 điểm%	4,7%	1,8%	-2,8 điểm%		
Chi phí bán hàng	18	17	-6,8%	33	37	9,6%	38,4%	
Chi phí QLDN	351	231	-34,2%	502	401	-20,0%	51,3%	Chi phí QLDN Q2/23 giảm 34,2% svck từ mức cao của Q2/22 do không ghi nhận các khoản chi phí bất thường như trong Q2/22
EBIT	(225)	(60)	-73,5%	(198)	(45)	-77,0%		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	114	141	23,6%	179	237	32,6%	65,3%	Thu nhập tài chính thuần Q2/23 tăng 23,6% svck nhờ thu nhập tiền gửi tăng mạnh 111,9% svck lên 123 tỷ đồng. PVS là doanh nghiệp hưởng lợi chính từ môi trường lãi suất cao nhờ số dư tiền mặt ròng rất lớn
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	173	177	2,0%	335	334	-0,4%	48,5%	
Thu nhập khác	0	34	N/A	58	34	-41,1%		Trong Q2/23, PVS ghi nhận 24 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án
LNTT	63	292	366,7%	374	559	49,5%	39,5%	
LN ròng	7	225	3227,5%	223	439	97,0%	42,0%	Phù hợp với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng năm 2023-25: Triển vọng vững chắc của mảng M&C được hỗ trợ bởi lượng backlog tiềm năng lớn đến từ các dự án điện gió ngoài khơi và các dự án Dầu khí nội địa

Từng bước khẳng định tên tuổi trong chuỗi giá trị điện gió toàn cầu

Vào cuối Q2/23, liên danh Semco Maritime và PTSC M&C đã trúng thầu EPC cho 4 trạm biến áp ngoài khơi (công suất 375 MW mỗi trạm) cho dự án Baltica 2 tại Ba Lan, đánh dấu bước nhảy vọt của PVS trong việc tham gia sâu hơn vào chuỗi giá trị điện gió ngoài khơi toàn cầu. Cùng với hai dự án ở Đài Loan, lĩnh vực xây lắp điện gió ngoài khơi mang lại lượng backlog trị giá 590 triệu USD cho mảng M&C của PVS trong ba năm tới. Ngoài ra, PVS cũng đã tham gia đấu thầu nhiều dự án điện gió ngoài khơi ở nhiều khu vực trên thế giới như Nhật Bản, Hàn Quốc hay Trung Đông. Theo quan điểm của chúng tôi, nhờ mối quan hệ hợp tác với tập đoàn hàng đầu trong lĩnh vực điện gió – Orsted, PVS sẽ có thể trúng thêm nhiều hợp đồng trong lĩnh vực này trong những năm tới, từng bước trở thành một công ty tên tuổi trong chuỗi giá trị điện gió ngoài khơi toàn cầu.

Hình 7: Một số dự án chính đang triển khai trong mảng M&C của PVS

STT	Dự án	Giá trị HĐ ước tính của PVS ghi nhận năm (tr. USD)	DT ước tính 2023 (tr. USD)	GTHĐ còn lại cuối năm 2023 (tr. USD)	Thời gian triển khai	Tiến độ dự án
1	Kho cảng LNG Thị Vải	78	16	-	Q3/19 - Q1/23	PVS nắm 39% trong liên doanh triển khai thầu EPC cho dự án. Đã hoàn thành thi công vào Q1/23
2	Tổ hợp hóa dầu Long Sơn	81	24	-	Q2/20 - 2023	PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến xây dựng nhà máy olefin
3	Gallaf Batch 3	360	126	18	Q3/21 - Q1/24	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 đầu năm 2024
4	Shwe Phase 3	200	90	-	Q4/21 - Q4/23	PVS là nhà thầu phụ cho Korea Shipbuilding & Offshore Engineering (KSOE) trong dự án này, đảm nhiệm phần thi công phần chân đế với khối lượng lên tới 12.900 tấn
5	Điện gió Hai Long - Đài Loan	90	45	18	Q3/22 - Q1/24	PVS và đối tác chịu trách nhiệm thiết kế, kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và đưa vào vận hành hai trạm biến áp ngoài khơi, bao gồm cả phần chân đế với khối lượng chế tạo lên đến 18.000 tấn
6	Điện gió Changhua - Đài Loan	300	60	240	Q2/23 - 2025	PTSC sẽ thực hiện mua sắm, chế tạo và bàn giao 33 chân đế trụ điện gió cho Dự án Điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2b & 4
7	Điện gió Baltica 2 - Ba Lan	200	40	160	2023 - 2026	Liên danh Semco Maritime và PTSC M&C giành được hợp đồng thiết kế, sản xuất và vận hành bốn trạm biến áp ngoài khơi công suất 375 MW cho dự án điện gió ngoài khơi Baltica 2 ở Ba Lan. Các trạm biến áp sẽ được sản xuất tại xưởng của PTSC M&C tại Vũng Tàu trong giai đoạn 2023-2026

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hoạt động E&P trong nước sẽ sôi động hơn kể từ năm 2024 trở đi, cung cấp lượng backlog tiềm năng khổng lồ cho PVS

Cuộc khủng hoảng năng lượng do căng thẳng địa chính trị vừa qua đã nêu bật tầm quan trọng của việc tự chủ nguồn cung năng lượng, qua đó có thể tiếp thêm động lực để các cơ quan quản lý đẩy mạnh hoạt động E&P tại Việt Nam, đặc biệt là trong bối cảnh hầu hết các mỏ hiện hữu tại Việt Nam đều đã đi vào giai đoạn cuối vòng đời khai thác, với sản lượng suy giảm tự nhiên giảm ~15%-25% mỗi năm. Thực tế, chúng tôi nhận thấy nhiều dự án phát triển mỏ dầu khí quy mô vừa và nhỏ đã được bật đèn xanh và có những chuyển động đáng kể trong vài tháng qua, đơn cử như dự án Đại Hùng Giai đoạn 3, Kinh Ngư Trắng hay

Lạc Đà Vàng. Những dự án này sẽ cung cấp cơ hội việc làm tiềm năng cho các nhà cung cấp dịch vụ Dầu khí trong nước, trước hết là cho các nhà thầu EPCI như PVS.

Nhìn chung, chúng tôi ước tính doanh thu mảng M&C sẽ tăng trưởng kép 30,4% trong giai đoạn 2023-25, trở thành động lực tăng trưởng chính của PVS trong cùng thời kỳ.

Hình 8: Một số dự án phát triển mỏ dầu khí đã và dự kiến được triển khai trong thời gian tới. Trong đó, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ trúng thầu EPCI một số dự án lớn như: Sự Tử Trắng 2B, Nam Du – U Minh và Lô B – Ô Môn trong thời gian tới

Dự án	Bể dầu khí	Nhà điều hành	Capex (tr. USD)	Thời gian triển khai					
				2022	2023	2024	2025	2026	2027
Mở rộng mỏ Bạch Hổ	Cửu Long	Vietsovpetro	90						
Đại Hùng GD3	Nam Côn Sơn	PVEP POC	112						
Kinh Ngư Trắng	Cửu Long	Vietsovpetro	650						
Lạc Đà Vàng	Cửu Long	Murphy	693						
Sự Tử Trắng GD 2B	Cửu Long	Cửu Long JOC	1.100						
Nam Du - U Minh	PM3 - Cà Mau	Jadestone	N/A						
Lô B - Ô Môn	PM3 - Cà Mau	Phú Quốc POC	6.700						

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Vẫn còn đó những khó khăn trong việc triển khai dự án trọng điểm trị giá nhiều tỷ USD Lô B – Ô Môn

Với việc EVN hiện đang gặp khó khăn trong việc sử dụng nguồn vốn ODA cho dự án Ô Môn 3 cũng như khả năng huy động vốn vay thương mại cho Ô Môn 4, chủ đầu tư 2 nhà máy nhiệt điện (NMD) này sẽ được chuyển giao từ phía EVN về PVN. Dưới góc nhìn của chúng tôi, đây là giải pháp khả thi để xử lý vướng mắc tại dự án Ô Môn 3, qua đó thúc đẩy chuỗi dự án Lô B – Ô Môn khi PVN hiện đang là chủ đầu tư của các dự án phía thượng nguồn và trung nguồn, và sở hữu tiềm lực tài chính vững mạnh. Tuy nhiên, theo các chuyên gia trong ngành, tiến độ chuyển giao có thể mất vài tháng (có thể lên tới 6 tháng) mới hoàn tất do PVN cần thời gian để đánh giá tài liệu kỹ thuật cũng như hồ sơ tài chính (tổng vốn đầu tư, chi phí lịch sử và phương án thu xếp vốn) của dự án Ô Môn 3&4. Theo đó, với tư cách là chủ đầu tư của 2 nhà máy điện hạ nguồn, PVN cũng sẽ xem xét việc đàm phán lại các thỏa thuận thương mại (GSPA, GSA) cho Ô Môn 3&4 để đảm bảo khả năng sinh lời của dự án. Điều này có thể khiến toàn chuỗi dự án tiếp tục bị chậm trễ.

Trong kỳ vọng của chúng tôi, chúng tôi tin rằng những khó khăn của dự án Lô B – Ô Môn sẽ được xử lý nhờ vào những nỗ lực gần đây của Chính phủ và tầm quan trọng của dự án Lô B trong việc tự chủ nguồn cung cấp năng lượng quốc gia trong tương lai. Theo đó, thời điểm khởi công dự án có thể rơi vào giữa năm 2024 (thay vì cuối năm 2023 như kỳ vọng trước đó). Tuy nhiên, chúng tôi cũng

cho rằng việc bế tắc trong việc hoàn tất các đàm phán thương mại của dự án Lô B sẽ là rủi ro đầu tư đối với cổ phiếu PVS vì bất kỳ sự chậm trễ nào hơn nữa sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả kinh tế của dự án này do giá khí tăng (trượt giá 2% mỗi năm).

Hình 9: Với vòng đời dự án kéo dài 20 năm, chúng tôi tin rằng dự án Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng lớn cho ngành Dầu khí. Trong đó, chúng tôi cho rằng PVS sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi chính nhờ vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp các công trình ngoài khơi

Capex (tr. USD)	Chủ đầu tư	Phạm vi công việc	Hoạt động	DN hưởng lợi tiềm năng	Tác động
Thượng nguồn: Dự án phát triển mỏ khí Lô B 6.700	<ul style="list-style-type: none"> PVN (42,9%) PVEP (26,8%) MOECO (22,6%) PTTEP (7,7%) 	Dự án bao gồm một giàn xử lý trung tâm (CPP), 6 giàn đầu giếng (WHP), một giàn nhà ở, một tàu chứa condensate (FSO) và 7 0 giếng khai thác	EPCI	<ul style="list-style-type: none"> PVS PVX, PXS 	
			Tàu FSO	PVS	
			Khoan/Dịch vụ giếng khoan	PVD	
			Dung dịch khoan	PVC	
Trung nguồn: Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn 1.300	<ul style="list-style-type: none"> PVGAS (51%) PVN (28,7%) MOECO & PTTEP (20,3%) 	Dự án đường ống có tổng chiều dài 31km với công suất thiết kế 20,3 triệu m3/ngày, bao gồm: <ul style="list-style-type: none"> Đường ống biển dài 29 km, đường kính 28in. Đường ống trên bờ dài 102 km (đường kính 30in) cung cấp khí đến các nhà máy điện khí tại Ô Môn. Trạm tiếp bờ, các trạm van ngắt và trung tâm phân phối khí dọc theo tuyến đường ống. 	Phân phối khí	GAS	
			Bọc ống	PVB	
			EPCI	<ul style="list-style-type: none"> PVS, POS PVX, PXT 	
Hạ nguồn: Nhà máy nhiệt điện NA	<ul style="list-style-type: none"> Marubeni PVN 	3 nhà máy nhiệt điện khí mới tại Trung tâm Điện Lực Ô Môn (Ô Môn II, III và IV)	EPCI	-	
			Sản xuất điện	-	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

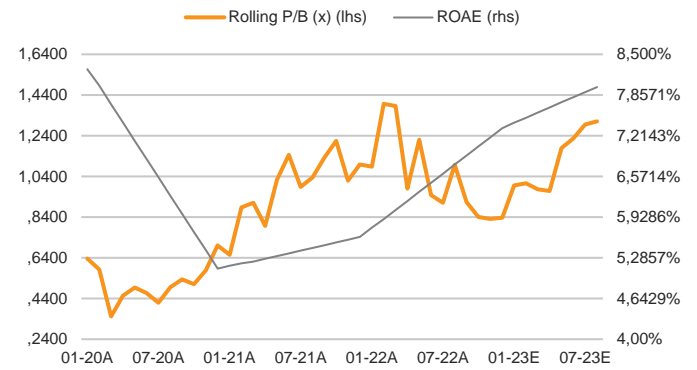
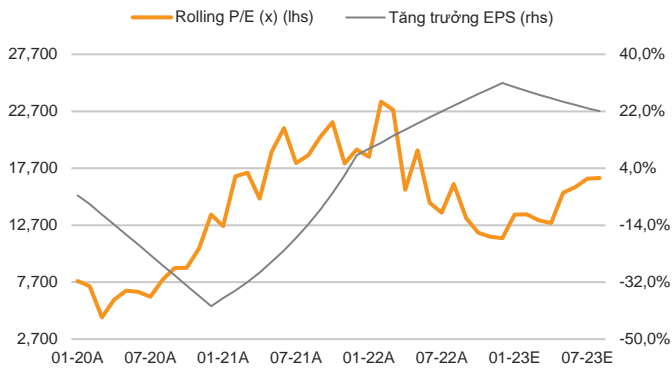
Chúng tôi tăng nhẹ dự phóng KQKD năm 2024-25 lên 1,9%/2,8%

Hình 10: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	20.321	19.089	-6,1%	22.403	24.644	10,0%	24.041	28.371	18,0%	Chúng tôi thay đổi dự phóng DT năm 2023-25 chủ yếu do chúng tôi trì hoãn thời điểm khởi động các dự án Lô B - Ô Môn, Nam Du - U Minh sang năm 2024 và đưa một số dự án mới như dự án điện gió Baltica 2 vào dự phóng
LN gộp	1.152	1.059	-8,0%	1.421	1.410	-0,8%	1.537	1.631	6,1%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,5%</i>	<i>-0,1 điểm%</i>	<i>6,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>-0,6 điểm%</i>	<i>6,4%</i>	<i>5,8%</i>	<i>-0,6 điểm%</i>	Chúng tôi giảm dự phóng LN gộp năm 2023-24 để phản ánh KQKD mảng khảo sát địa chấn và mảng O&M thấp hơn kỳ vọng
Chi phí bán hàng	96	90	-6,1%	99	99	0,0%	101	111	9,6%	
Chi phí QLDN	782	773	-1,2%	784	764	-2,6%	793	823	3,7%	
EBIT	274	196	-28,4%	539	548	1,7%	643	698	8,5%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	362	414	14,4%	352	351	-0,2%	370	360	-2,7%	Chúng tôi điều chỉnh tăng giá định thu nhập tài chính thuần năm 2023 lên 14,4% để phản ánh kết quả tốt hơn kỳ vọng trong 6T23
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	689	691	0,2%	726	727	0,2%	713	714	0,2%	
LNTT	1.417	1.397	-1,4%	1.728	1.749	1,2%	1.881	1.928	2,5%	
LN ròng	1.047	1.048	0,1%	1.269	1.293	1,9%	1.404	1.443	2,8%	
EPS (đồng)	2.191	2.193	0,1%	2.656	2.706	1,9%	2.938	3.019	2,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	16.373	19.089	24.644
Giá vốn hàng bán	(15.458)	(18.030)	(23.234)
Chi phí quản lý DN	(828)	(773)	(764)
Chi phí bán hàng	(79)	(90)	(99)
LN hoạt động thuần	7	196	548
EBITDA thuần	479	732	1.144
Chi phí khấu hao	(471)	(536)	(596)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	7	196	548
Thu nhập lãi	489	567	491
Chi phí tài chính	(163)	(152)	(140)
Thu nhập ròng khác	183	95	123
TN từ các Cty LK & LD	657	691	727
LN trước thuế	1.174	1.397	1.749
Thuế	(229)	(277)	(359)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(61)	(72)	(97)
LN ròng	884	1.048	1.293
Thu nhập trên vốn	884	1.048	1.293
Cổ tức phổ thông	(430)	(335)	(478)
LN giữ lại	454	713	815

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	5.219	5.260	5.358
Đầu tư ngắn hạn	4.837	5.079	5.333
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.043	4.602	5.942
Hàng tồn kho	1.012	1.383	1.782
Các tài sản ngắn hạn khác	276	322	415
Tổng tài sản ngắn hạn	16.388	16.646	18.831
Tài sản cố định	3.040	3.459	3.848
Tổng đầu tư	5.042	4.975	4.992
Tài sản dài hạn khác	1.358	1.255	1.161
Tổng tài sản	25.828	26.335	28.831
Vay & nợ ngắn hạn	752	784	815
Phải trả người bán	5.301	4.968	6.414
Nợ ngắn hạn khác	3.146	3.113	3.279
Tổng nợ ngắn hạn	9.199	8.864	10.509
Vay & nợ dài hạn	624	628	636
Các khoản phải trả khác	3.057	3.057	3.057
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.791	4.448	5.044
Vốn chủ sở hữu	12.219	13.044	13.848
Lợi ích cổ đông thiểu số	730	743	782
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	25.828	26.335	28.831

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	1.174	1.397	1.749
Khấu hao	471	536	596
Thuế đã nộp	(286)	(192)	(249)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.006)	(715)	(803)
Thay đổi VLD	1.145	(263)	(293)
LC tiền thuần HKKD	1.498	763	1.002
Đầu tư TSCĐ	(498)	(954)	(986)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	63	6	6
Các khoản khác	(1.292)	526	513
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(1.727)	(423)	(466)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	108	35	41
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(430)	(335)	(478)
LC tiền thuần HĐTC	(321)	(299)	(437)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.747	5.219	5.260
LC tiền thuần trong năm	(551)	41	98
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.196	5.260	5.358

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	5,4%	5,5%	5,2%
Vòng quay TS	0,65	0,73	0,89
ROAA	3,5%	4,0%	4,7%
Đòn bẩy tài chính	2,10	2,06	2,05
ROAE	7,3%	8,3%	9,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	112,4	88,0	88,2
Số ngày nắm giữ HTK	23,9	28,0	28,1
Số ngày phải trả tiền bán	125,2	100,6	101,0
Vòng quay TSCĐ	5,43	5,87	6,75
ROIC	6,2%	6,9%	8,0%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,9	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,7	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,1	1,2	1,0
Vòng quay tiền	11,2	15,4	15,3
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	14,8%	16,6%	29,1%
Tăng trưởng LN từ HDKD	(88,8%)	2.563,6%	179,2%
Tăng trưởng LN ròng	31,0%	18,6%	23,4%
Tăng trưởng EPS	31,0%	18,6%	23,4%

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.

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

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>