

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

“Động lực tăng trưởng mới từ điện gió ngoài khơi”

KHẢ QUAN

Lê Thị Kim Huê

Email: hue. lethikim@abs.vn

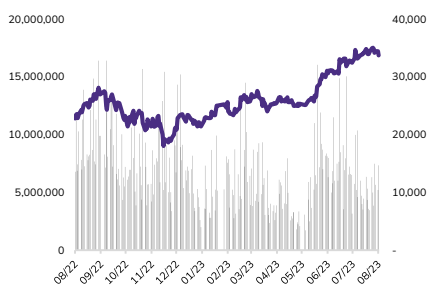
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Dầu khí
Ngày báo cáo:	07/08/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	34.300
Giá mục tiêu (VND/CP):	38.400
Tỷ lệ tăng (%):	12,03%
Vốn hóa (Tỷ VND):	16.394
SLCPĐLH (CP):	477.966.290

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,38%
Cổ đông khác	48,62%

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: Fiinpro, ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	24,6%	23,6%
Tăng trưởng LNST (%)	-95,6%	3.227,5%
Biên LNG (%)	3,8%	4,0%
Biên LNST (%)	0,2%	4,8%
ROA (%)	0,0%	0,8%
ROE (%)	0,1%	1,8%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,10	0,11
EPS (VND/CP)	14	470
BVPS (VND/CP)	24.872	25.991

Luận điểm đầu tư

- Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của PVS tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ.** Theo đó, doanh thu thuần Q2/2023 của PVS đạt gần 4.711 tỷ đồng (+24% svck) & LNST cổ đông Công ty mẹ tăng mạnh lên 224,6 tỷ đồng (+3.228% svck). Biên lợi nhuận gộp đã được cải thiện nhẹ so với cùng kỳ lên 4%. Trong kỳ, PVS ghi nhận khoản lãi từ liên doanh liên kết lên tới 176,5 tỷ đồng (+2% svck).
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023,** doanh thu thuần của PVS đạt trên 8.414 tỷ đồng (+11% svck) & LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 439,4 tỷ đồng (+97% svck). Năm 2023, PVS đặt kế hoạch 13.200 tỷ đồng doanh thu và 560 tỷ đồng LNST. Như vậy, kết thúc nửa đầu năm, PVS đã hoàn thành 63,7% kế hoạch doanh thu & 83% kế hoạch LNST.
- Chúng tôi cho rằng triển vọng lợi nhuận của PVS thời gian tới sẽ tích cực dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Mảng M&C năm 2023 dự báo tiếp tục khả quan nhờ sự đóng góp từ các dự án: Dự án Gallaf – GĐ 3, Dự án điện gió Hải Long (Đài Loan), Shwe (Myanmar). Về dài hạn, các dự án lớn của ngành dầu khí như Dự án Cá Voi Xanh, Lô B – Ô Môn, các Dự án Kho cảng LNG Thị Vải, Sơn Mỹ...khi được thúc đẩy tiến độ triển khai hứa hẹn sẽ đem lại khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp thượng nguồn như PVS.
 - ✓ Triển vọng lợi nhuận mảng FSO/FPSO dự báo tiếp tục ổn định thời gian tới.
 - ✓ Với kinh nghiệm cung cấp các dịch vụ cho các dự án điện gió ngoài khơi ở Bến Tre, Trà Vinh, Bình Thuận & Dự án điện gió Hải Long (Đài Loan), PVS có nhiều cơ hội giành được các hợp đồng điện gió ngoài khơi thời gian tới. Mảng điện gió ngoài khơi dự báo sẽ là động lực tăng trưởng mới và dài hạn cho PVS.
- Trên cơ sở tình hình thực tế khả quan của PVS trong nửa đầu năm 2023, đặc biệt là mảng M&C, chúng tôi điều chỉnh một số dự phóng theo hướng tích cực hơn so với dự báo gần nhất.** Theo đó, chúng tôi đưa ra dự phóng doanh thu năm 2023F & 2024F của PVS tăng trưởng 13,2% & 27,8% svck lên mức 18.537 tỷ đồng & 23.683 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023F & 2024F dự báo đạt 995 tỷ đồng (+12,7% svck) & 1.098 tỷ đồng (+10,3% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 1.938 đồng/cp & 2.176 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 25.419 đồng/cp & 25.489 đồng/cp, tương ứng P/E 2023F & 2024F là 17,7 & 15,8 lần và P/B 2023F & 2024F đạt 1,35 lần & 1,35 lần.
- Với triển vọng tích cực, chúng tôi đánh giá **KHẢ QUAN** đối với cổ phiếu PVS với giá mục tiêu 38.400 đ/cp, tương ứng khả năng tăng giá 12%.

- **Rủi ro:** Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí. Các dự án lớn chậm tiến độ sẽ làm ảnh hưởng tới khối lượng backlog của PVS.
- **Cơ hội:**
 - ✓ Các Dự án lớn của ngành (Cá Voi Xanh, Lô B – Ô Môn, LNG Thị Vải, LNG Sơn Mỹ...) nếu được thúc đẩy tiến độ triển khai hứa hẹn sẽ đem lại khối lượng công việc lớn cho PVS.
 - ✓ Mảng điện gió ngoài khơi trong tương lai sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho PVS và chúng tôi chưa tính đến các dự án mới trong lĩnh vực này trong mô hình định giá.

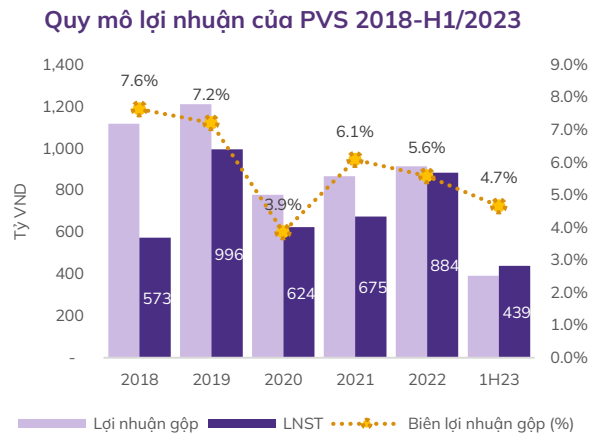
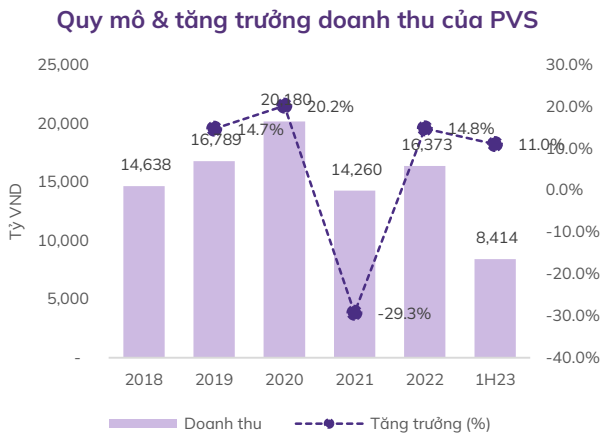
Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của PVS

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	14.260	16.373	18.537	23.683
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-29,3%	14,8%	13,2%	27,8%
Lợi nhuận gộp	867	915	1.039	1.358
Biên lợi nhuận gộp (%)	6,1%	5,6%	5,6%	5,7%
Doanh thu tài chính	278	489	605	651
Chi phí tài chính	-94	-163	-158	-196
Chi phí bán hàng	-89	-79	-90	-103
Chi phí QLDN	-712	-828	-937	-1.138
Lợi nhuận từ HĐKD	756	991	1.148	1.262
Lãi/Lỗ khác	214	183	183	183
Lợi nhuận trước thuế	969	1.174	1.331	1.445
LNST cổ đông Công ty mẹ	675	884	995	1.098
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	4,7%	5,4%	5,4%	4,6%
EPS (đồng/cp)	887	1.575	1.938	2.176

Nguồn: PVS, ABS Research

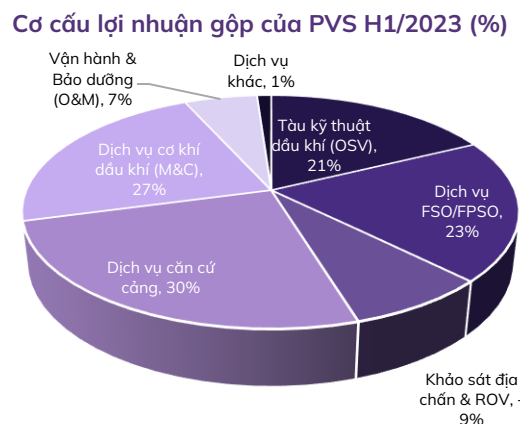
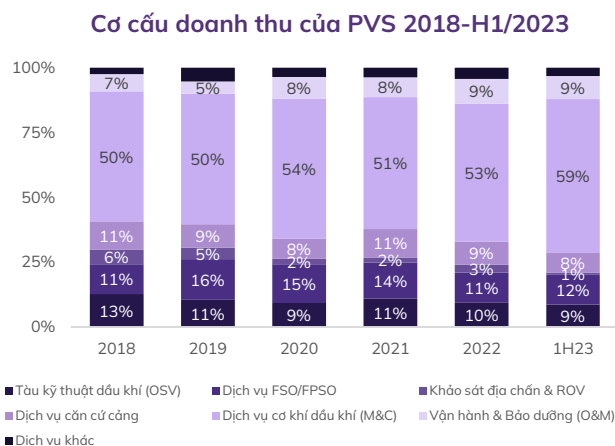
Cập nhật doanh nghiệp

- Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của PVS tăng trưởng ấn tượng so với cùng kỳ.** Theo đó, doanh thu thuần Q2/2023 của PVS đạt gần 4.711 tỷ đồng (+24% svck) & LNST cổ đông Công ty mẹ tăng mạnh lên 224,6 tỷ đồng (+3.228% svck). Biên lợi nhuận gộp đã được cải thiện nhẹ so với cùng kỳ lên 4%. Trong kỳ, PVS ghi nhận khoản lãi từ liên doanh liên kết lên tới 176,5 tỷ đồng (+2% svck).
- Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu thuần của PVS đạt trên 8.414 tỷ đồng (+11% svck) & LNST cổ đông Công ty mẹ đạt 439,4 tỷ đồng (+97% svck).** Chi phí bán hàng và chi phí QLDN giảm 18% svck về 437,7 tỷ đồng. Doanh thu tài chính trong kỳ đạt gần 303 tỷ đồng (+32% svck), chủ yếu là nhờ lãi tiền gửi tăng mạnh lên gần 233 tỷ đồng (+122% svck). Chi phí tài chính trong kỳ cũng tăng 28% lên 66 tỷ đồng, trong đó chi phí lãi vay tăng 79% svck lên 39 tỷ đồng. Hoạt động liên doanh, liên kết đem lại khoản lãi trên 334 tỷ đồng, gần như không thay đổi đáng kể svck. Hoạt động liên doanh, liên kết này đóng góp khoảng 60% lợi nhuận trước thuế của PVS trong nửa đầu năm 2023. Năm 2023, PVS đặt kế hoạch 13.200 tỷ đồng doanh thu và 560 tỷ đồng LNST. Như vậy, kết thúc nửa đầu năm, PVS đã hoàn thành 63,7% kế hoạch doanh thu & 83% kế hoạch LNST.



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVS, ABS Research

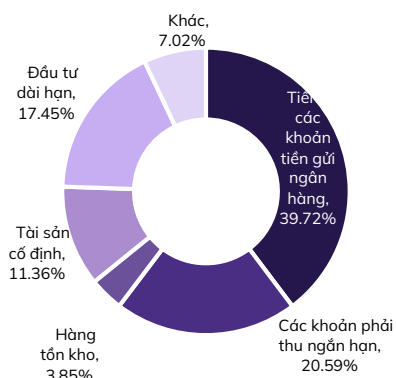
- Mảng dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C) tiếp tục đóng góp chủ đạo vào cơ cấu doanh thu của PVS.** Trong nửa đầu năm 2023, mảng M&C đóng góp 59% cơ cấu doanh thu của PVS (4.965 tỷ đồng), tiếp đến là mảng dịch vụ FSO/FPSO chiếm 12%, mảng tàu kỹ thuật dầu khí (OSV) chiếm 9%, mảng vận hành & bảo dưỡng (O&M) chiếm 9% & mảng dịch vụ căn cứ cảng chiếm 8%. Tuy nhiên, đóng góp nhiều nhất vào cơ cấu lợi nhuận gộp của PVS lại là mảng dịch vụ căn cứ cảng (30%), tiếp đến là mảng M&C (27%), FSO/FPSO (23%), OSV (21%), O&M (7%), trong khi mảng khảo sát địa chấn & ROV bị lỗ 9%. Doanh thu mảng M&C đã tăng tỷ trọng đóng góp trong cơ cấu doanh thu & lợi nhuận gộp của PVS. Đóng góp chính đến từ các dự án Gallaf giai đoạn 3, Shwe (Myanmar), Sao Vàng Đại Nguyệt giai đoạn 2, Hải Long OSS...



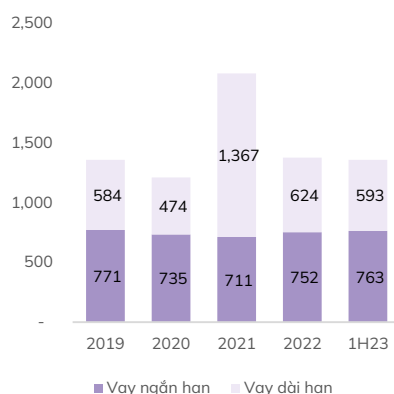
Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVS, ABS Research

- Nền tảng tài chính lành mạnh với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.** Tại 30/6/2023, tài sản của PVS có 27.057 tỷ đồng (+8% svck), trong đó tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng chiếm 39,7% (10.748 tỷ đồng), các khoản phải thu ngắn hạn chiếm 20,6% với 5.572 tỷ đồng, tiếp đến là khoản đầu tư tài chính dài hạn chiếm 17,4% với giá trị đạt 4.721 tỷ đồng. Trong kỳ, Công ty đã trích lập dự phòng gần 104 tỷ đồng. Tỷ lệ đòn bẩy thấp với hệ số D/E ở mức 0,11 lần. Tại thời điểm 30/6/2023, tổng nợ vay ngắn và dài hạn của PVS là 1.356 tỷ đồng (+12,4% svck), trong đó nợ vay ngắn hạn là 763 tỷ đồng & nợ vay dài hạn là 593 tỷ đồng. Với lượng tiền rủng rỉnh, cộng với doanh thu đến từ ngoại tệ nên những biến động tỷ giá thời gian qua không ảnh hưởng nhiều tới hiệu quả kinh doanh của PVS. Trong kỳ, lỗ chênh lệch tỷ giá của PVS là trên 27 tỷ đồng trong khi lãi chênh lệch tỷ giá là trên 70 tỷ đồng.

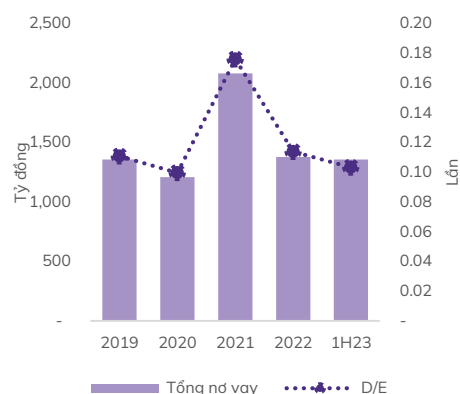
Cơ cấu tài sản của PVS tại 30/6/2023



Cơ cấu nợ vay của PVS 2019-H1/2023



Quy mô nợ vay & hệ số D/E của PVS 2019-H1/2023



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVS, ABS Research

Triển vọng tươi sáng

Mảng M&C dự báo tiếp tục khả quan, hứa hẹn khối lượng backlog lớn thời gian tới:

- Mảng M&C năm 2023 dự báo tiếp tục khả quan.** Mảng M&C là mảng đóng góp chủ đạo vào cơ cấu doanh thu của PVS năm 2022 (53% cơ cấu doanh thu) và năm 2023 dự kiến tiếp tục khả quan nhờ sự đóng góp từ các dự án:
 - Dự án Gallaf – GD 3, Dự án Hải Long (Đài Loan), Shwe (Myanmar). Về Dự án Gallaf – GD 3 (Qatar, 380 triệu USD), vào tháng 7/2021, Công ty Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC (một đơn vị thành viên thuộc PVS) đã trúng thầu gói 5. Theo hợp đồng, Công ty Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC thực hiện cho dự án này bao gồm công tác thiết kế, mua sắm, chế tạo, tiến chạy thử, hạ thủy, vận chuyển và lắp đặt, đấu nối chạy thử và hoàn thiện ngoài khơi với tổng khối lượng khoảng 19.000 tấn cho 2 giàn đầu giếng.
 - Trong khi đó, Dự án Hải Long (Đài Loan) bao gồm các dự án thành phần Hải Long 2 và Hải Long 3, do các Công ty Northland Power, Yushan Energy và Mitsui hợp tác đầu tư với tổng công suất lắp đặt là 1.044 MW. Vào tháng 10/2021, Công ty TNHH dịch vụ cơ khí hàng hải PTSC (PTSC M&C) – công ty con 100% vốn thuộc PVS đã trúng thầu EPC Dự án Hải Long 2 & 3 cùng liên danh nhà thầu Semco Maritime với tổng giá trị hợp đồng là 180 triệu USD, trong đó phần giá trị thuộc về PTSC M&C là 90 triệu USD.
 - Dự án chế tạo chân đế Shwe (Myanmar) có giá trị hợp đồng 200 triệu USD, phần giá trị năm 2023 dự kiến sẽ vào khoảng 90 triệu USD.
- Triển vọng dài hạn mảng M&C tích cực.** Luật Dầu khí sửa đổi được thông qua cùng với giá dầu vẫn “neo” ở mức cao sẽ thúc đẩy tiến độ các dự án lớn của ngành như Dự án Cá Voi Xanh, Lô B – Ô Môn, các Dự án Kho cảng LNG Thị Vải, Sơn Mỹ....Đặc biệt Dự án Lô B – Ô Môn đã những bước tiến triển khả quan khi thỏa thuận khung cấp khí cho Dự án điện Ô Môn II mới được ký kết gần đây và dự kiến sẽ có quyết định cuối cùng (FID) chậm nhất vào tháng 6/2023. Các dự án lớn của ngành dầu khí khi được thúc đẩy tiến độ triển khai hứa hẹn sẽ đem lại khối lượng công việc lớn cho các doanh nghiệp thượng nguồn như PVS. Bên cạnh đó, PVS còn thực hiện các hợp đồng M&C cho các dự án điện gió ngoài khơi ở nước ngoài và các dự án trong nước khác như Dự án Sư tử trắng – GD 2...

Các dự án M&C của PVS

STT	TÊN DỰ ÁN	THỜI GIAN DỰ KIẾN	GIÁ TRỊ (TRIỆU USD)
1	Gallaf Batch 3	2022-2023	300
2	Shwe (Myanmar)	2022-2023	200
3	Điện gió Hải Long (Đài Loan)	2022-2024	90
4	LPG Thị Vải	2023-2024	30
5	LNG Thị Vải - Giai đoạn 1	2023-2024	100
6	LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	2024-2025	200
7	LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	2025-2027	300
8	Sư tử Trắng - Giai đoạn 2	2023-2025	N/A
9	Lô B - Ô Môn	2023-2026	N/A
10	Cá Voi Xanh	2024-2028	N/A
11	LNG Sơn Mỹ	2024-2026	N/A

Nguồn: PVS, ABS Research

Triển vọng lợi nhuận mảng FSO/FPSO ổn định:

Hiện tại, PVS đang sở hữu 6 FSO/FPSO phục vụ hoạt động khai thác của khách hàng tại các mỏ trong và ngoài nước. Trong nửa đầu năm 2023, mảng liên doanh liên kết FSO/FPSO đã đem lại khoản lợi nhuận trên 334 tỷ đồng và chiếm 60% lợi nhuận trước thuế của PVS. Sự tích cực trên chủ yếu là nhờ giá hợp đồng cho thuê FSO/FPSO cải thiện, nhất là FPSO Ruby II. Thời gian tới, dự kiến mảng này sẽ tiếp tục đóng góp lợi nhuận ổn định cho PVS.

Các FSO/FPSO của PVS

STT	TÊN KHO NỔ FSO/FPSO	SỞ HỮU CỦA PVS (%)	SỨC CHỨA (THÙNG)	KHU VỰC HOẠT ĐỘNG
1	FSO Orkid	49%	745,000	Mỏ PM3 CAA
2	FPSO Ruby II	60%	645,000	Mỏ Hồng Ngọc
3	FSO PTSC Biển Đông 01	51%	350,000	Mỏ Hải Thạch & Mộc Tinh
4	FPSO PTSC Lam Sơn	51%	350,000	Mỏ Thăng Long - Đông Đô
5	FSO Golden Star	49%	777,695	Cụm Mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt
6	FSO Rồng Đồi MV12	33%	300,000	Mỏ Rồng Đồi

Nguồn: PVS, ABS Research

Động lực tăng trưởng mới và dài hạn từ điện gió ngoài khơi:

- Tiềm năng điện gió của Việt Nam là rất lớn.** Việt Nam hiện là nước có tiềm năng điện gió lớn nhất Khu vực Đông Nam Á. Theo Bản đồ Gió Toàn cầu (Global Wind Atlas) ước tính, hơn 39% diện tích của Việt Nam có tốc độ gió trung bình hàng năm trên 6 m/s ở độ cao 65 m và hơn 8% diện tích đất liền của Việt Nam có tốc độ gió trung bình hàng năm trên 7 m/s. Ngân hàng Thế giới ước tính tiềm năng gió ngoài khơi của Việt Nam là hơn 500 GW và có thể cung cấp nguồn điện năng tương đương lượng điện từ điện than hiện đang cung cấp nhờ có đường bờ biển dài và khả năng chịu sức gió mạnh của gió mùa Đông Bắc.
- Quy hoạch điện VIII nâng vai trò của điện gió.** Theo Quy hoạch điện VIII tháng 5/2023, tổng công suất điện gió đến năm 2030 (gồm cả trên bờ, gần bờ và ngoài khơi) có thể lên tới 28.480 MW. Như vậy, điện gió đã được nâng tỷ trọng đóng góp lên 19% vào 2030.

Cơ cấu công suất nguồn điện đến năm 2030

Loại hình phát điện	Công suất nguồn điện đến 2030		Dự thảo QH điện VIII		Chính thức
	2022	Tháng 03/2022	Tháng 04/2022	Tháng 12/2022	Tháng 5/2023
Điện gió	6%	13%	12%	18%	19%
Điện mặt trời	21%	14%	11%	11%	9%
Điện khí	9%	23%	25%	25%	26%
Thủy điện	28%	17%	20%	19%	20%
Điện than	33%	27%	26%	19%	20%
Khác	3%	6%	6%	8%	6%
Tổng	100%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: Bộ Công thương, ABS Research

- Thế mạnh tại thị trường điện gió ngoài khơi của PVS mở ra cơ hội trúng thầu các dự án điện gió ngoài khơi thời gian tới.** Hiện tại, PVS đang cung cấp các dịch vụ khảo sát ngoài khơi cho các nhà thầu năng lượng gió ngoài khơi; vận chuyển, lắp đặt tháp, turbine gió, rải cáp ngầm, cung cấp tàu dịch vụ... cho các dự án điện gió ở Bến Tre, Trà Vinh, Bình Thuận. Ngoài ra,

PVS còn đang tham gia Dự án điện gió Hải Long (Đài Loan). Điều này mở ra cơ hội cho PVS có thể tiếp tục giành được các hợp đồng điện gió ngoài khơi khác trong thời gian tới. Dự báo mảng điện gió ngoài khơi sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới và dài hạn cho PVS trong tương lai. Liên quan tới lĩnh vực điện gió, gần đây PVS cũng đã tham gia nhiều ký kết thỏa thuận với các đối tác nước ngoài lớn. Cụ thể:

- Tháng 8/2022, Công ty TNHH MTV Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC (PTSC M&C) và Orsted – Công ty toàn cầu về điện gió ngoài khơi đã ký biên bản ghi nhớ khởi động hợp tác trong các dự án điện gió ngoài khơi.
- Ngày 13/10/2022, PVS và SARENS (một tập đoàn đa quốc gia có trụ sở tại Bỉ) đã tiến hành ký kết Thỏa thuận hợp tác (MOU) cho các dự án năng lượng tái tạo ngoài khơi tại thị trường Việt Nam và quốc tế.
- Ngày 20/12/2022, PVS và HDF Energy đã ký Thỏa thuận hợp tác phát triển các nhà máy điện Năng lượng tái tạo ổn định và điện khí Hydro.
- Ngày 10/2/2023, PVS và Sembcorp Utilities Pte. Ltd. (SCU) đã tiến hành ký và trao Thỏa thuận Phát triển chung (JDA) về việc hợp tác đầu tư, xuất khẩu điện sang Singapore từ nguồn năng lượng tái tạo ngoài khơi tại Việt Nam. Theo Thỏa thuận phát triển chung, PTSC và SCU sẽ hợp tác theo hình thức độc quyền để đầu tư dự án sản xuất khoảng 2,3 GW điện từ nguồn năng lượng tái tạo ngoài khơi tại Việt Nam và xuất khẩu sang Singapore qua tuyến cáp cao áp ngầm dưới biển.
- Ngày 19/5/2023, PVS đã tổ chức lễ ký hợp đồng với Tập đoàn Orsted (Đan Mạch) chế tạo và cung cấp chân đế điện gió ngoài khơi cho dự án CHW2204 tại Đài Loan (Trung Quốc). Cụ thể, PVS sẽ sản xuất 33 kết cấu móng chân đế hút chân không cho tuabin và sẽ được lắp đặt tại trang trại điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2b & 4 vào cuối năm 2025. Dự án ước tính sử dụng 70.000 tấn thép và mang lại hàng nghìn việc làm tại PVS và các nhà thầu trong chuỗi cung ứng. Việc ký kết và thực hiện hợp đồng này là dấu mốc quan trọng của PVS, đánh dấu sự chuyển dịch và mở rộng mô hình sản xuất từ đơn chiếc sang sản xuất hàng loạt, quy mô lớn, chu trình sản xuất theo chuỗi khép kín, hoàn toàn khác biệt với ngành dầu khí truyền thống. Đây cũng là sự kiện đánh dấu lần đầu tiên Việt Nam ký được hợp đồng xuất khẩu giá trị lớn trong lĩnh vực mới là điện gió ngoài khơi.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 90 USD/thùng. Năm 2022, dịch vụ M&C đang chiếm tỷ trọng chủ đạo trong cơ cấu doanh thu của PVS (53%). Năm 2023, mảng M&C dự kiến sẽ vẫn khả quan nhờ sự đóng góp từ các dự án: Dự án Gallaf – GĐ3, Dự án Shwe (Myanmar), Dự án điện gió Hải Long 2&3. Trong thời gian tới, tiến độ các dự án lớn của ngành được thúc đẩy sẽ mang lại khối lượng backlog lớn cho PVS (Dự án Lô B – Ô Môn, Dự án LNG Thị Vải, LNG Sơn Mỹ, Dự án Sư tử trắng – GĐ 2, Dự án Cá voi xanh...). Chúng tôi giả định doanh thu mảng M&C năm 2023 sẽ tăng trưởng khoảng 20% svck lên 10.436 tỷ đồng & biên lợi nhuận gộp được cải thiện nhẹ lên mức 2%, dự báo doanh thu & biên lãi gộp mảng M&C có thể cải thiện đáng kể từ năm 2024.
- Chúng tôi giả định mảng FSO/FPSO và các mảng khác sẽ vẫn tiếp tục duy trì tăng trưởng ổn định thời gian tới.
- Trên cơ sở tình hình thực tế khả quan của PVS trong nửa đầu năm 2023, đặc biệt là mảng M&C, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023F & 2024F của PVS tăng trưởng 13,2% & 27,8% svck lên mức 18.537 tỷ đồng & 23.683 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023F & 2024F dự báo đạt 995 tỷ đồng (+12,7% svck) & 1.098 tỷ đồng (+10,3% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 1.938 đồng/cp & 2.176 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 25.419 đồng/cp & 25.489 đồng/cp, tương ứng P/E 2023F & 2024F là 17,7 & 15,8 lần và P/B 2023F & 2024F đạt 1,35 lần & 1,35 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của PVS giai đoạn 2023-2024 theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	2021	2022F	2023F	2024F
ĐVT: tỷ đồng				
1. Tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)				
Doanh thu	1.567	1.570	1.648	1.731
% YOY	-16,5%	0,2%	5,0%	5,0%

	% Tổng doanh thu	11,0%	9,6%	8,9%	7,3%
Giá vốn hàng bán		(1.442)	(1.425)	(1.496)	(1.571)
Lợi nhuận gộp		126	145	152	160
	% YOY	10,3%	15,4%	5,0%	5,0%
2. Dịch vụ FSO/FPSO					
Doanh thu		1.977	1.874	1.968	2.066
	% YOY	-34,1%	-5,2%	5,0%	5,0%
	% Tổng doanh thu	13,9%	11,4%	10,6%	8,7%
Giá vốn hàng bán		(1.768)	(1.735)	(1.822)	(1.913)
Lợi nhuận gộp		210	139	146	153
	% YOY	135,9%	-33,6%	5,0%	5,0%
3. Khảo sát địa chấn & ROV					
Doanh thu		285	510	546	584
	% YOY	-32,4%	79,0%	7,0%	7,0%
	% Tổng doanh thu	2,0%	3,1%	2,9%	2,5%
Giá vốn hàng bán		(262)	(466)	(492)	(526)
Lợi nhuận gộp		23	45	55	58
	% YOY	48,4%	95,6%	21,5%	7,0%
4. Dịch vụ căn cứ cảng					
Doanh thu		1.568	1.455	1.528	1.604
	% YOY	-1,2%	-7,2%	5,0%	5,0%
	% Tổng doanh thu	11,0%	8,9%	8,2%	6,8%
Giá vốn hàng bán		(1.243)	(1.128)	(1.184)	(1.243)
Lợi nhuận gộp		325	327	344	361
	% YOY	51,1%	0,7%	5,1%	5,0%
5. Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C)					
Doanh thu		7.239	8.697	10.436	15.133
	% YOY	-33,3%	20,1%	20,0%	45,0%
	% Tổng doanh thu	50,8%	53,1%	56,3%	63,9%
Giá vốn hàng bán		(7.113)	(8.535)	(10.228)	(14.649)
Lợi nhuận gộp		126	162	209	484
	% YOY	-38,8%	28,5%	29,1%	132,0%
6. Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)					
Doanh thu		1.096	1.555	1.664	1.780
	% YOY	-35,8%	41,8%	7,0%	7,0%
	% Tổng doanh thu	7,7%	9,5%	9,0%	7,5%
Giá vốn hàng bán		(1.047)	(1.521)	(1.596)	(1.708)
Lợi nhuận gộp		50	34	67	72
	% YOY	-46,4%	-31,7%	98,6%	7,0%
7. Mảng khác					
Doanh thu		527	711	746	784
	% YOY	-27,5%	35,0%	5,0%	5,0%
	% Tổng doanh thu	3,7%	4,3%	4,0%	3,3%
Giá vốn hàng bán		(518)	(648)	(681)	(715)
Lợi nhuận gộp		9	63	66	69
	% YOY	-81,2%	616,2%	5,0%	5,0%
Tổng doanh thu		14.260	16.373	18.537	23.683
	% YOY	-29,3%	14,8%	13,2%	27,8%
Tổng giá vốn hàng bán		(13.393)	(15.458)	(17.498)	(22.325)
Tổng lợi nhuận gộp		867	915	1.039	1.358
Biên lợi nhuận gộp		6,08%	5,59%	5,60%	5,73%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu PVS dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/B
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm.

Phương pháp so sánh P/B:

- P/B được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trên thế giới là 1,24 lần.
- BVPS 2024F là 25.489 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu PVS được xác định theo phương pháp P/B lần lượt là 31.521 đ/cp.

Company	Country	P/B
PVDrilling	Vietnam	1,10
Yinson Holdings BHD	Malaysia	1,61
Medco Energy International	Indonesia	1,10
Trung bình		1,24

Nguồn: Tradingview.com, ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 2,76%. Phần bù rủi ro thị trường là 12,15% (theo ABS Research tháng 06/2023). Beta là 1,47 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 12,38%.
- Giá theo phương pháp FCFF trong một năm tới là 45.328 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,76%
Phần bù rủi ro thị trường	12,15%
Beta	1,47
WACC	12,38%
Tăng trưởng dài hạn	3,00%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	45.328	50%
- P/B	31.521	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		38.425

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Chúng tôi dự báo triển vọng của PVS thời gian tới là tích cực và đánh giá KHẢ QUAN đối với cổ phiếu PVS với giá mục tiêu là 38.400 đồng/cp (Upside: 12,03%).

Rủi ro:

- ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí. Các dự án lớn chậm tiến độ sẽ ảnh hưởng tới lượng backlog của Công ty.

Cơ hội:

- ✓ Các dự án lớn của ngành như Dự án Cá Voi Xanh, Dự án Lô B – Ô Môn, Dự án Kho cảng LNG Thị Vải, Sơn Mỹ... khi được thúc đẩy tiến độ triển khai sẽ gia tăng cơ hội việc làm cho PVS thời gian tới.
- ✓ Hiện PVS cũng đã có nhiều ký kết thỏa thuận với các đối tác nước ngoài lớn trong lĩnh vực điện gió. Cơ hội để PVS có thể giành được các hợp đồng trong lĩnh vực điện gió thời gian tới là rất lớn. Mạng điện gió sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới cho PVS thời gian tới và chúng tôi chưa tính đến các dự án mới trong lĩnh vực này trong mô hình của mình.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	14.260	16.373	18.537	23.683
Giá vốn hàng bán	-13.393	-15.458	-17.498	-22.325
Lợi nhuận gộp	867	915	1.039	1.358
Doanh thu tài chính	278	489	605	651
Chi phí tài chính	-94	-163	-158	-196
Chi phí bán hàng	-89	-79	-90	-103
Chi phí QLDN	-712	-828	-937	-1.138
Lợi nhuận từ HĐKD	756	991	1.148	1.262
Lãi/Lỗ khác	214	183	183	183
Lợi nhuận trước thuế	969	1.174	1.331	1.445
Lợi nhuận sau thuế	751	944	1.065	1.156
LNST cổ đông Công ty mẹ	675	884	995	1.098

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HĐKD	-111	1.500	514	406
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-509	-321	-35	15
LCT thuần trong kỳ	542	-549	148	123
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	5.212	5.747	5.222	5.370
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5.754	5.199	5.370	5.492

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,77	1,78	1,74	1,74
Khả năng thanh toán nhanh	1,50	1,64	1,60	1,60
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,97	1,09	1,03	0,96
Khả năng thanh toán lãi vay	22,25	24,17	16,40	14,83
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,51	0,50	0,48	0,46
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,49	0,50	0,52	0,54
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,10	0,11	0,13	0,16
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	116,2	91,0	87,3	88,1
Số ngày tồn kho	57,4	36,8	21,3	17,2
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	6,1%	5,6%	5,6%	5,7%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	4,2%	4,8%	4,2%	3,8%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	5,3%	5,8%	5,7%	4,9%
ROE	5,9%	7,4%	8,2%	8,9%
ROA	2,9%	3,7%	4,1%	4,1%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	5.747	5.219	5.370	5.492
+ Đầu tư ngắn hạn	2.677	4.837	4.837	4.837
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	4.642	5.043	5.599	6.852
+ Hàng tồn kho	2.103	1.012	1.031	1.055
+ Tài sản ngắn hạn khác	226	276	312	399
Tài sản ngắn hạn	15.395	16.388	17.149	18.635
+ Các khoản phải thu dài hạn	175	124	140	179
+ Tài sản cố định	2.991	3.040	3.071	3.061
+ Bất động sản đầu tư	174	169	164	160
+ Tài sản dở dang dài hạn	184	172	181	203
+ Đầu tư dài hạn	4.841	4.918	4.918	4.918
+ Tài sản dài hạn khác	1.111	1.017	1.109	1.372
Tài sản dài hạn	9.476	9.439	9.584	9.893
Tổng Tài sản	24.871	25.828	26.733	28.528
+ Vay ngắn hạn	711	752	852	1.002
+ Nợ ngắn hạn khác	7.981	8.447	9.024	9.710
Nợ ngắn hạn	8.692	9.199	9.876	10.712
+ Vay dài hạn	534	624	824	1.024
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	3.037	3.057	3.082	3.750
Nợ dài hạn	3.571	3.680	3.906	4.774
Tổng nợ phải trả	12.263	12.879	13.782	15.486
+ Vốn cổ phần	4.780	4.780	4.780	4.780
+ Thặng dư vốn cổ phần	40	40	40	40
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	3.694	3.791	3.722	3.755
+ Quỹ khác	4.094	4.338	4.410	4.468
Vốn chủ sở hữu	12.608	12.949	12.951	13.042
Tổng cộng nguồn vốn	24.871	25.828	26.733	28.528

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	-29,3%	14,8%	13,2%	27,8%
Tăng trưởng LNST	-6,0%	20,6%	15,8%	9,3%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	5,7%	25,8%	12,7%	8,6%
Tăng trưởng VCSH	-2,1%	2,7%	0,0%	0,7%
Tăng trưởng Tổng tài sản	-5,4%	3,8%	3,5%	6,7%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	30,8	13,6	17,7	15,8
P/B	1,1	0,8	1,35	1,35
EPS (vnd/cp)	887	1.575	1.938	2.176
BVPS (vnd/cp)	24.855	25.564	25.419	25.489

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). 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.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, 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. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, 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 ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

BDS Dân cư, Thép

Trần Bình Minh - Chuyên viên

Email: minh.tranbinh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Ngân hàng, BDS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Chứng khoán, Cảng biển

Trần Quang Huy, ACCA - Chuyên viên

Email: huy.tranquang@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn