

Tổng CTCP Khoan & Dịch vụ khoan dầu khí (PVD)

Khả quan (Duy trì)

Dầu khí

Giá hiện tại	VND31.500
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND31.800/VND19.500
Giá mục tiêu	VND36.800
Giá mục tiêu trước đó	VND34.500
Consensus	12,2%
Tiềm năng tăng giá	16,8%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng tỷ suất sinh lời	16,8%

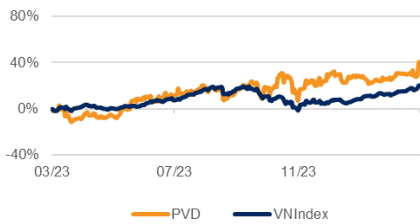
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	Tích cực

Thị giá vốn (tr USD)	717,5
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	5,3
Sở hữu NN (tr USD)	186,2
Số CP lưu hành (tr)	556
Số CP sau pha loãng (tr)	556

	PVD	Peers	VN
P/E trượt	38,3x	26,6x	14,7x
P/B hiện tại	1,2x	1,3x	1,8x
ROA	2,7%	0,3%	2,0%
ROE	4,1%	11,6%	12,1%

* dữ liệu ngày 01/03/2024

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1T	3T	12T
PVD	12,2	10,4	45,8
VNIndex	7,6	14,5	22,3

Cơ cấu sở hữu

PVN	50,5%
Khác	49,5%

Tổng quan doanh nghiệp

PVDrilling (PVD) là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực khoan dầu khí tại Việt Nam với đội giàn khoan tương đối trẻ (tuổi trung bình là 13) so với các công ty cùng ngành (khoảng 35% giàn khoan trên thế giới có tuổi đời trên 20 tuổi), cung cấp dịch vụ khoan không chỉ ở Việt Nam mà còn ở thị trường Đông Nam Á. Bên cạnh đó, PVD cũng là doanh nghiệp chủ chốt trong mảng dịch vụ giếng khoan tại Việt Nam.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Bước vào chu kỳ tăng trưởng lợi nhuận

- Duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá là 16,8%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 6,7% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 12,5% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn nhờ sự kết hợp giữa dự phóng EPS năm 2024-25 cao hơn và giả định WACC thấp hơn.
- P/B hiện tại ở mức 1,2x, cao hơn so với P/B trung bình trong lịch sử (1,1x) nhưng vẫn khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng LN của công ty.

Tiêu điểm tài chính

- Lợi nhuận (LN) ròng năm 2023 tăng lên 579 tỷ đồng từ mức lỗ ròng trong năm 2022 nhờ hiệu quả mảng dịch vụ khoan cải thiện.
- Chi phí tài chính ròng (258 tỷ đồng) do môi trường lãi suất cao tại Mỹ vẫn tạo áp lực lớn lên LN năm 2023 của PVD.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng năm 2024 sẽ tăng mạnh 86,3% svck nhờ giá ngày thuê giàn tự nâng (JU) tăng cao.

Luận điểm đầu tư

Giá thuê ngày giàn tự nâng tại Đông Nam Á (ĐNÁ) chạm vùng đỉnh 10 năm

Sự mất cân bằng cung/cầu đã đẩy giá thuê giàn JU tại ĐNÁ lên mức cao nhất trong 10 năm. Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu giàn JU toàn cầu sẽ tiếp tục tăng được thúc đẩy bởi khu vực Trung Đông và ĐNÁ. Ngược lại, nguồn cung giàn JU vẫn bị giới hạn do đầu tư giảm mạnh trong nhiều năm qua. Chúng tôi tin rằng điều kiện TT hiện tại sẽ tiếp tục hỗ trợ giá thuê giàn JU neo cao, là tín hiệu tốt cho các nhà cung cấp dịch vụ khoan như PVD.

PVD sẽ nắm bắt môi trường giá thuê cao với việc mở rộng công suất

PVD có kế hoạch mua lại giàn JU hiện có trên thị trường với vốn đầu tư ước tính ~90 triệu USD, dự kiến đưa hoạt động từ cuối năm 2024. Sau khi mua và nâng cấp, PVD có thể đưa ngay giàn khoan vào hoạt động để nắm bắt thị trường giàn JU đang rất tích cực hiện nay. Chúng tôi tin rằng giàn khoan mới được đầu tư sẽ thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn, trước mắt sẽ đóng góp lần lượt 16%/13% vào doanh thu và LN gộp mảng khoan của PVD trong năm 2025.

Chờ đợi những hợp đồng khoan cho giai đoạn sau năm 2025

Tính đến hiện tại, lịch trình khoan cho đội giàn JU của PVD đã được lấp đầy trong hai năm tới với một giàn JU (PVD III) đã ký hợp đồng khoan dài hạn đến năm 2028. Với điều kiện thị trường giàn JU tích cực như hiện nay, chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ sớm ký kết thêm hợp đồng khoan trong giai đoạn sau năm 2025 và Việt Nam sẽ là thị trường mục tiêu tiềm năng với nhiều dự án trọng điểm dự kiến được triển khai kể từ năm 2025 như: siêu dự án Lô B, Lạc Đà Vàng hay Sư Tử Trắng pha 2B.

Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng tăng trưởng LN vững chắc

Biên LN hoạt động thấp của PVD khiến giá thuê giàn JU có tác động mạnh đến LN. Do đó, chúng tôi dự báo EPS sẽ tăng 86% svck vào năm 2024 và ROE sẽ tăng hơn gấp đôi trong hai năm tới. Chúng tôi cho rằng mức P/B hiện tại 1,2x chưa phản ánh đủ mức tăng trưởng lợi nhuận kỳ vọng.

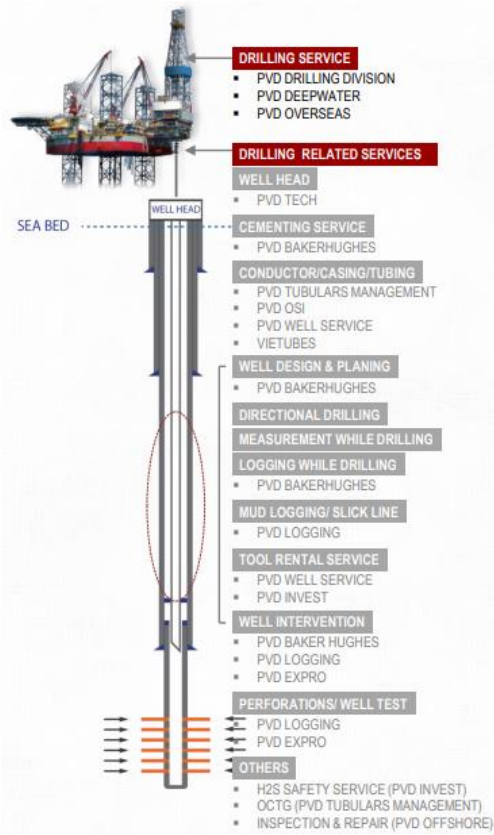
	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng DT	7,0%	26,6%	11,5%	5,3%
Tăng trưởng EPS	NM	86,3%	53,5%	7,9%
Biên LN gộp	22,4%	26,9%	31,9%	31,3%
Biên LN ròng	10,0%	14,7%	20,2%	20,7%
P/E (x)	28	15	10	9
P/B điều chỉnh (x)	1,07			
ROAE	4,1%	7,1%	10,2%	10,4%
Nợ ròng/VCSH	7,3%	12,4%	(0,5%)	(9,7%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

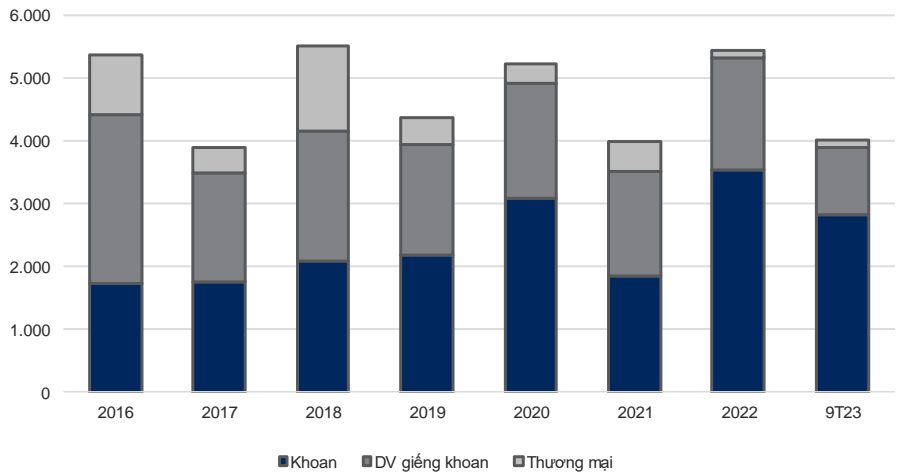
Tổng quan doanh nghiệp

Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường khoan dầu khí tại Việt Nam

Tổng Công ty Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PV Drilling) – thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) – được thành lập trên cơ sở nhận chuyển giao các nguồn lực từ Xí nghiệp Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Biển (PTSC Offshore) thuộc Công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (PTSC), vào năm 2001. Việc thành lập PVD là chủ trương tập trung xây dựng và phát triển các loại hình dịch vụ kỹ thuật dầu khí chuyên sâu của PVN, nhằm tạo thế chủ động trong công tác khoan và các dịch vụ liên quan đến công tác khoan dầu khí tại Việt Nam. Năm 2006, công ty chính thức niêm yết cổ phiếu lên HOSE.



Hình 1: Doanh thu của PVD theo từng mảng kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

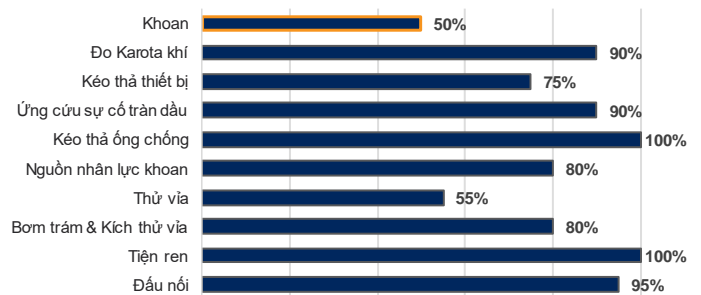
PVD hiện là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trong việc cung cấp giàn khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan cũng như cung cấp nhân lực cho hoạt động khoan trên bờ và ngoài khơi tại Việt Nam. Với đội giàn tự nâng còn khá trẻ (độ tuổi trung bình là 13) so với các doanh nghiệp cùng ngành (khoảng 35% đội giàn tự nâng toàn cầu có tuổi trên 20 năm), PVD cũng là nhà thầu khoan uy tín và đáng tin cậy tại thị trường quốc tế với phạm vi hoạt động trên khắp Đông Nam Á (ĐNÁ), bao gồm Malaysia, Indonesia, Brunei, Thailand và Cambodia.

Hình 2: Đội giàn khoan của PVD tại thời điểm T11/23

Đội giàn	Năm khởi động	Vốn đầu tư (triệu USD)	Loại giàn
PVD I	2007	115	Tự nâng
PVD II	2009	204	Tự nâng
PVD III	2009	206	Tự nâng
PVD VI	2015	220	Tự nâng
PVD XI	2007	19	Giàn đất liền
PVD V - TAD	2011	230	Giàn tiếp trợ nửa nổi nửa chìm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Thị phần của PVD trong ngành khoan và dịch vụ giếng khoan tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ mảng khoan tích cực

Hình 4: Tổng quan KQKD Q4/23 và năm 2023

Tỷ đồng	Q4/23	%svck	2023	%svck	sv. dự phóng cả năm
Hiệu suất sử dụng giàn JU (%)	100,0%	8,5 điểm %	97,8%	13,3 điểm %	102,6%
Giá thuê ngày giàn JU (USD)	92.700	34,9%	78.700	29,7%	102,2%
Doanh thu	1.747	19,8%	5.812	7,0%	103,9%
- Khoan	1.211	33,2%	4.037	14,2%	107,2%
- DV giếng khoan	506	0,5%	1.575	-11,6%	95,0%
- Thương mại	31	-33,7%	154	34,0%	89,4%
LN gộp	398	52,7%	1.301	125,2%	109,8%
Chi phí BH&QLDN	165	-12,4%	544	6,6%	112,3%
LN tài chính thuần	(42)	-19,4%	(258)	32,2%	93,2%
LNTT	220	507,0%	656	N/A	119,0%
LN ròng	195	262,1%	579	N/A	118,7%
Biên LN gộp	22,8%	4,9 điểm %	22,4%	11,7 điểm %	
Biên LN ròng	11,2%	7,5 điểm %	10,0%	11,9 điểm %	

* PVD ghi nhận lỗ ròng trong năm 2022

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu Q4/23 tăng nhờ hoạt động khoan tích cực

Doanh thu (DT) Q4/23 tăng 19,8% svck lên 1.747 tỷ đồng, chủ yếu nhờ mảng khoan – HĐKD cốt lõi của công ty tích cực. DT khoan tăng 33,2% svck trong Q4/23 lên 1.211 tỷ đồng nhờ: (1) hiệu suất sử dụng giàn JU trung bình Q4/23 tăng 8,5 điểm % và (2) giá thuê ngày giàn JU trung bình Q4/23 tăng 34,9% svck lên 92.700 USD.

Biên LN gộp cải thiện nhờ giá thuê giàn JU tăng cao

Biên LN gộp Q4/23 tăng 4,9 điểm % svck lên 22,8% do tác động trái chiều của: (1) biên LN gộp mảng khoan cao hơn (+9,5 điểm% svck), nhưng (2) biên LN gộp DV giếng khoan giảm (-3,8 điểm % svck) và biên LN mảng thương mại – mảng kinh doanh không cốt lõi giảm (-19,7 điểm % svck). Mảng khoan ghi nhận biên LN gộp theo quý cao nhất trong nhiều năm qua – 26,7% nhờ giá thuê ngày giàn tự nâng tăng và ghi nhận một số khoản thu bù đắp cho chi phí di chuyển giàn khoan từ khách hàng. Theo đó, LN gộp từ hoạt động khoan tăng 107% svck lên 332,9 tỷ đồng, chiếm 81% LN gộp của PVD trong Q4/23.

Lợi nhuận năm 2023 vượt kỳ vọng của chúng tôi

Chi phí QLDN trong Q4/23 giảm 14,8% svck xuống 152 tỷ đồng do không còn chi phí dự phòng nợ xấu. Chi phí tài chính ròng Q4/23 giảm 19,2% svck xuống còn 42 tỷ đồng nhờ thu nhập từ tiền gửi cao hơn trong khi chi phí lãi vay đi ngang svck. Kết quả, LN ròng Q4/23 tăng 262% svck lên 195 tỷ đồng.

Cho cả năm 2023, DT tăng 7,0% svck lên 5.812 tỷ đồng trong khi LN ròng đạt con số ấn tượng là 579 tỷ đồng so với khoản lỗ ròng 103 tỷ đồng trong năm 2022, tương ứng với mức 118,7% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng năm 2024/25: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh mẽ theo đà tăng giá thuê giàn tự nâng

Hình 5: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2024-25

Đơn vị: tỷ đồng	Thực tế 2023	Cũ		Mới				Nhận định
		2024	2025	2024	%Δ	2025	%Δ	
Giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng (USD)	78.700	98.000	104.860	98.000	0,0%	104.860	0,0%	
Giá thuê ngày giàn TAD (USD)	90.000	90.000	90.000	90.000	0,0%	90.000	0,0%	
Hiệu suất sử dụng giàn tự nâng (%)	95%	98%	98%	99%	1,0 điểm%	99%	0,8 điểm%	Chúng tôi nâng giả định hiệu suất sử dụng giàn tự nâng năm 2024-25 lên 99% sau khi cập nhật lại lịch trình khoan của PVD
Hiệu suất giàn TAD (%)	99%	99%	99%	99%	0,0 điểm%	99%	0,0 điểm%	
Doanh thu thuần	5.812	6.612	7.246	7.355	11,2%	8.198	13,1%	Chúng tôi nâng dự phóng doanh thu năm 2024-25 thêm 11,2%/13,1% do chúng tôi phản ánh dòng doanh thu từ giàn khoan thuê ngoài trong năm 2024 và giàn khoan đầu tư mới trong năm 2025 vào mô hình dự báo
Thương mại	154	207	248	185	-10,6%	222	-10,6%	
Khoan	4.037	4.749	5.010	5.595	17,8%	6.087	21,5%	
DV giếng khoan	1.575	1.657	1.988	1.575	-5,0%	1.889	-5,0%	
LN gộp	1.301	1.919	2.313	1.977	3,0%	2.612	12,9%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>22%</i>	<i>29%</i>	<i>32%</i>	<i>27%</i>	<i>-2,1 điểm%</i>	<i>32%</i>	<i>-0,1 điểm%</i>	Giả định biên LN gộp năm 2024 giảm 2,1 điểm % chủ yếu do biên LN gộp thấp của giàn khoan thuê ngoài
Chi phí bán hàng và QLDN	544	483	500	531	10,0%	551	10,2%	Điều chỉnh phù hợp với doanh thu
EBIT	756	1.437	1.813	1.447	0,7%	2.061	13,6%	
LN (chi phí) thuần từ hoạt động tài chính	(258)	(177)	(76)	(162)	-8,8%	(146)	91,2%	Chúng tôi tăng mạnh dự phóng chi phí tài chính ròng năm 2025 để phản ánh số dư nợ vay cao hơn sau khi công ty đầu tư thêm giàn khoan mới, dự kiến được tài trợ bằng 70% nợ vay và 30% vốn chủ sở hữu
Lợi nhuận từ LDLK	66	66	109	74	11,2%	123	13,1%	
LN khác	91	(13)	(1)	(14)	11,2%	(1)	13,1%	
LNTT	656	1.313	1.845	1.344	2,4%	2.037	10,4%	
LN ròng	579	1.053	1.491	1.079	2,5%	1.657	11,1%	
EPS (đồng)	1.041	1.892	2.681	1.940	2,5%	2.979	11,1%	

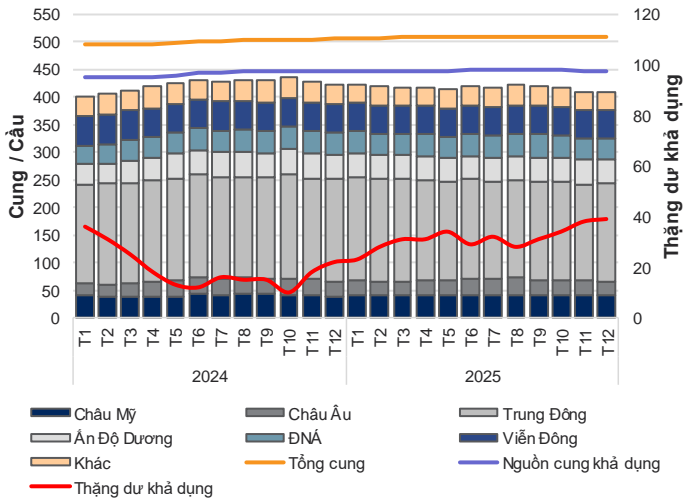
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Không có biến động đáng kể trong vài tháng qua, thị trường giàn tự nâng toàn cầu vẫn duy trì vững chắc

Nhu cầu giàn tự nâng dự kiến sẽ tiếp tục tăng, được thúc đẩy bởi khu vực Trung Đông và Đông Nam Á

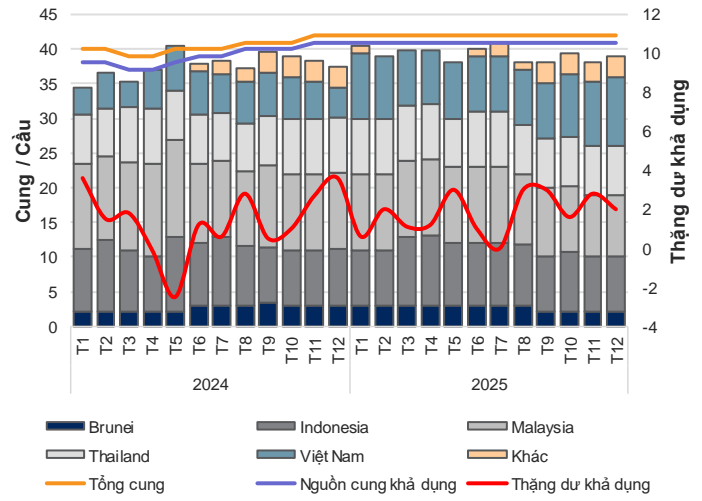
Khủng hoảng nguồn cung dường như là điều không thể tránh khỏi trên thị trường giàn khoan tự nâng toàn cầu khi nhu cầu ở các khu vực như Trung Đông, Ấn Độ và Đông Nam Á (ĐNÁ) bắt đầu vượt xa số lượng giàn khoan hiện có. Theo S&P Global, TT giàn khoan tự nâng tại Trung Đông sẽ chứng kiến số lượng giàn có hợp đồng tăng từ 173 hiện nay lên 188 vào cuối năm 2024 và duy trì ở mức đó vào năm 2025. Trong khi đó, nhu cầu tại ĐNÁ cũng tiếp tục tăng trưởng tích cực, được dự báo sẽ tăng lên 37,6 giàn vào năm 2024 và 39,2 giàn vào năm 2025 từ mức trung bình 32,5 giàn của năm 2023, trong đó thị trường Việt Nam sẽ là điểm sáng trong năm 2025.

Hình 6: Nhu cầu giàn khoan tự nâng toàn cầu (Đơn vị: giàn)



Nguồn: S&P GLOBAL, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Nhu cầu giàn khoan tự nâng tại ĐNÁ (Đơn vị: giàn)

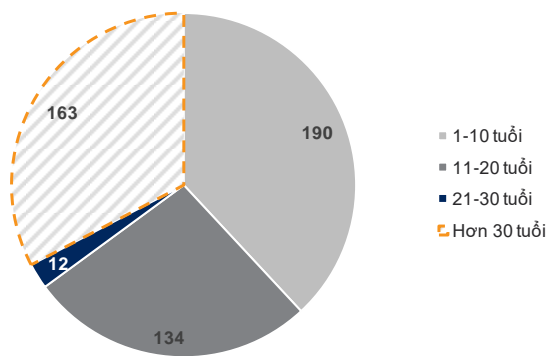


Nguồn: S&P GLOBAL, VNDIRECT RESEARCH

Ngược lại, nguồn cung giàn tự nâng vẫn đang tiếp tục bị thắt chặt

Sau khi 4 giàn tự nâng được đưa ra khai thác và 2 giàn tự nâng mới được đặt hàng, hiện có 18 giàn tự nâng đang được đóng mới tại các nhà máy đóng tàu trên toàn cầu. Lượng đặt hàng đóng mới trong vài năm tới vẫn ở mức thấp lịch sử là ~4,1% tổng số giàn khoan toàn cầu (18 giàn khoan đóng mới/437 giàn khoan có thể hoạt động trên TT), thấp hơn 27% so với mức đỉnh của chu kỳ năm 2014. Ngoài ra, có 163 giàn khoan có tuổi đời trên 30 năm, trong đó có 62 giàn không sẵn sàng để đưa vào hoạt động (tương đương khoảng 33% tổng đội giàn JU), độ tuổi khó có thể đáp ứng được những yêu cầu ngày càng cao hơn của các chiến dịch khoan ngày nay.

Hình 8: Tuổi đời của 499 giàn khoan tự nâng trên toàn cầu



Nguồn: PVDRILLING, ODS PETRODATA

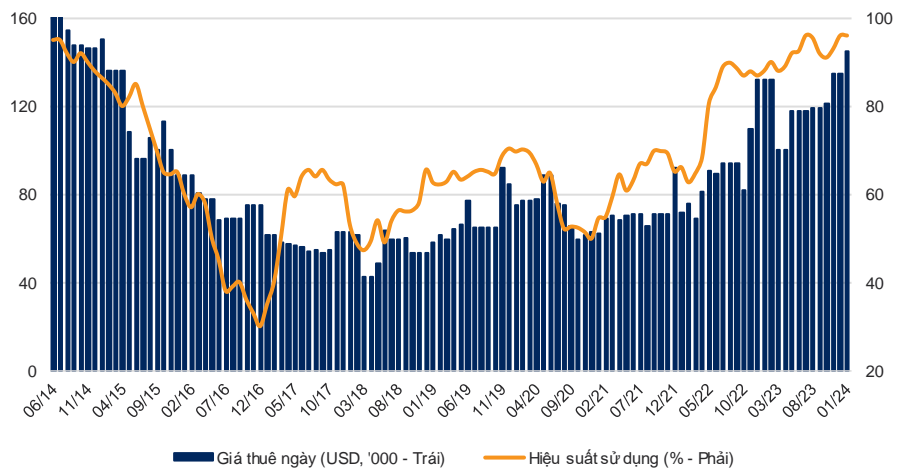
Hình 9: Giàn đóng mới trên toàn cầu trong 10 năm (2014 so với 2024)

	04/2014	01/2024	Thay đổi so với mức đỉnh
Tổng nguồn cung khả dụng (giàn)	453	437	-16
Số lượng giàn đóng mới (giàn)	141	18	-123
% so với tổng cung khả dụng	31,1%	4,1%	-27,0%

Nguồn: PVDRILLING, ODS PETRODATA

Sự mất cân bằng trong cán cân cung/cầu trên TT giàn tự nâng đã đẩy giá thuê ngày giàn tự nâng trên toàn cầu lên cao. Tại khu vực ĐNÁ, giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng (361-400 IC) đang đạt mức cao nhất trong 10 năm, là tín hiệu tốt cho các nhà cung cấp dịch vụ khoan như PVD trong những năm tới.

Hình 10: Giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng (361-400 IC) tại ĐNÁ tiếp đà tăng trong vài tháng qua do sự mất cân bằng trong cán cân cung/cầu trên TT giàn khoan tự nâng



Nguồn: S&P GLOBAL, VNDIRECT RESEARCH

Đây là thời điểm để tìm kiếm hợp đồng khoan cho giai đoạn sau năm 2025

Tính đến hiện tại, PVD đã có hợp đồng khoan cho toàn bộ đội giàn tự nâng trong hai năm tới, trong đó một giàn khoan tự nâng đã ký kết hợp đồng dài hạn đến năm 2028, dẫn đến giả định hiệu suất sử dụng giàn tự nâng của chúng tôi là 99% cho cả hai năm 2024-25, như chi tiết bên dưới:

- PVD I và PVD VI đang khoan cho Petronas Carigali (PCSB) theo 2 hợp đồng 1 năm, dự kiến đến cuối năm 2025. Chúng tôi lưu ý rằng PVD sẽ được hưởng mức giá thuê ngày cao hơn cho hợp đồng khoan thứ hai.
- Giàn PVD II hiện đang khoan cho Pertamina tại Indonesia với hợp đồng dài hạn 2 năm (+1 năm tùy chọn gia hạn) kể từ tháng 10/2022.
- PVD III đang phục vụ cho chiến dịch khoan của Hibiscus Malaysia trong năm nay. Sau đó, giàn dự kiến sẽ được kéo sang Indonesia từ đầu năm 2025 để thực hiện hợp đồng khoan 3 năm (+2 năm tùy chọn gia hạn) cho Pertamina.
- Đối với giàn khoan thuê ngoài, PVD dự kiến huy động một giàn khoan thuê để phục vụ cho hai chiến dịch khoan của Idemitsu và Murphy Oil tại Việt Nam.

Hình 11: Lịch trình khoan của PVD

Giàn khoan	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25
PVD I	VSP, TLJO	NGP	PCSB Malaysia				PCSB Malaysia			
PVD II	Pertamina Indonesia									
PVD III	Hibiscus Malaysia		Hibiscus Malaysia				Pertamina Indonesia			
PVD VI	PVEP	SKI	PCSB Malaysia				PCSB Malaysia			
TAD	Shell Brunei									
PVD XI	GBRS	GBRS	GBRS	GBRS	GBRS					
Giàn thuê ngoài *				Idemitsu	Murphy					

Hợp đồng chắc chắn

Hợp đồng tiềm năng / Đang đấu thầu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Dựa trên nền tảng cơ bản vững chắc của thị trường giàn khoan tự nâng hiện nay, chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ sớm ký kết được thêm hợp đồng cho đội giàn của mình trong giai đoạn kể từ năm 2026 trở đi. Chúng tôi nhấn mạnh rằng thị trường trong nước sẽ điềm sáng và mang lại rất nhiều cơ hội việc làm tiềm năng cho các nhà cung cấp dịch vụ khoan kể từ năm 2025 khi nhiều dự án trọng điểm dự kiến được triển khai như: siêu dự án Lô B, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng pha 2B và một số dự án phát triển, mở rộng mỏ hiện hữu khác. Do đó, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất sử dụng giàn tự nâng của PVD sẽ duy trì trên mức 90% trong năm 2026-27.

Chúng tôi kỳ vọng giàn khoan tự nâng đầu tư mới sẽ đóng góp đáng kể vào KQKD của PVD kể từ năm 2025

Theo ban lãnh đạo, PVD sẽ đầu tư 1 giàn khoan tự nâng trong năm nay, dự kiến đưa hoạt động từ cuối năm 2024. Với vốn đầu tư ước tính là 90 triệu USD, PVD sẽ mua lại một giàn khoan JU hiện có trên thị trường với cơ cấu vốn đầu tư 30% vốn chủ sở hữu và 70% nợ vay. Sau khi hoàn tất mua lại và nâng cấp/cải tiến, PVD có thể đưa ngay giàn khoan vào hoạt động. Chúng tôi cho rằng đây là phương án hợp lý để nắm bắt thị trường giàn khoan đang tăng tốc hiện nay thay vì việc đầu tư giàn khoan đóng mới với chi phí đầu tư cao và phải chờ tối thiểu 2 năm để có thể đưa vào hoạt động.

Hình 12: Kế hoạch đầu tư giàn khoan tự nâng của PVD

Kế hoạch đầu tư giàn khoan tự nâng	
Vốn đầu tư dự kiến (tr. USD)	90
Hình thức đầu tư	Mua lại một giàn khoan hiện có trên thị trường (khoảng 15 năm tuổi)
Cấu trúc vốn	30% equity and 70% debt
Thời gian tính khấu hao	7 năm
Thời điểm đầu tư	Cuối năm 2024

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Với việc thị trường giàn khoan tự nâng toàn cầu đang rất tích cực, chúng tôi giả định rằng PVD có thể dễ dàng ký kết được hợp đồng cả năm cho giàn khoan mới trong năm 2025 với giá thuê ngày dự kiến là 110.000 USD. Theo đó, chúng tôi ước tính giàn khoan mới sẽ đóng góp lần lượt 16%/13% tổng DT và LN gộp mảng khoan của PVD trong năm 2025.

Lợi nhuận tiếp đà tăng trưởng mạnh trong hai năm tới

Nhờ vào điều kiện thị trường giàn khoan JU thuận lợi, chúng tôi dự báo PVD sẽ tiếp đà tăng trưởng trong những năm tới, ghi nhận tốc độ tăng trưởng LN ròng lần lượt là 86,3%/53,5% trong năm 2024-25. Kết quả ấn tượng này sẽ đến từ: (1) hiệu suất sử dụng giàn tự nâng đạt 99% trong cả hai năm 2024-25, (2) giá thuê ngày giàn tự nâng năm 2024-25 tăng 24,5%/7,0% svck và (3) đóng góp của giàn khoan tự nâng đầu tư mới.

Định giá

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 36.800 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 36.800 đồng (+6,7% sv. báo cáo cập nhật gần nhất), vẫn dựa trên tỷ trọng tương đương của định giá DCF và P/B mục tiêu năm 2024 là 1,3x (+0,5 độ lệch chuẩn sv. P/B trung bình). Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi được hỗ trợ bởi việc: 1) nâng dự phóng EPS năm 2024-25 thêm 2,5%/11,1% và 2) giảm giả định WACC từ 11,4% xuống 10,9% khi chúng tôi hạ phần bù rủi ro từ 9,6% xuống 9,0% ([dựa trên cập nhật của Damodaram trong tháng 1/2024](#)).

Hình 13: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	36.803	50%	18.401
P/B mục tiêu năm 2024 là 1,3x	36.808	50%	18.404
Giá mục tiêu			36.805
Giá mục tiêu (làm tròn)			36.800

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DT thuần	7.355	8.198	8.631	7.744	7.783	7.830	7.762
% svck	26,6%	11,5%	5,3%	-10,3%	0,5%	0,6%	-0,9%
COGS & OPEX	(5.908)	(6.137)	(6.504)	(6.157)	(6.131)	(6.182)	(6.177)
EBIT	1.447	2.061	2.127	1.587	1.652	1.648	1.585
<i>Biên LN hoạt động KD</i>	19,7%	25,1%	24,6%	20,5%	21,2%	21,0%	20,4%
<i>Thuế khã dụng</i>	18,9%	17,8%	18,1%	17,5%	17,6%	17,7%	17,7%
EBIT * (1-mức thuế)	1.173	1.693	1.741	1.310	1.361	1.357	1.305
+ Chi phí khấu hao	902	1.153	1.137	1.089	1.050	1.050	1.033
% doanh thu	12,3%	14,1%	13,2%	14,1%	13,5%	13,4%	13,3%
- CapEx	(2.225)	(164)	(173)	(155)	(156)	(157)	(155)
% doanh thu	-30,3%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	-2,0%
+ Thay đổi vốn lưu động	235	132	(115)	(26)	(77)	31	(375)
% doanh thu	3,2%	1,6%	-1,3%	-0,3%	-1,0%	0,4%	-4,8%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	(102)	(24)	90	236	289	278	314
% doanh thu	-1,4%	-0,3%	1,0%	3,1%	3,7%	3,5%	4,0%
Dòng tiền tự do (UFCF)	(18)	2.790	2.681	2.454	2.466	2.559	2.121

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	9,0%
Chi phí VCSH	14,1%

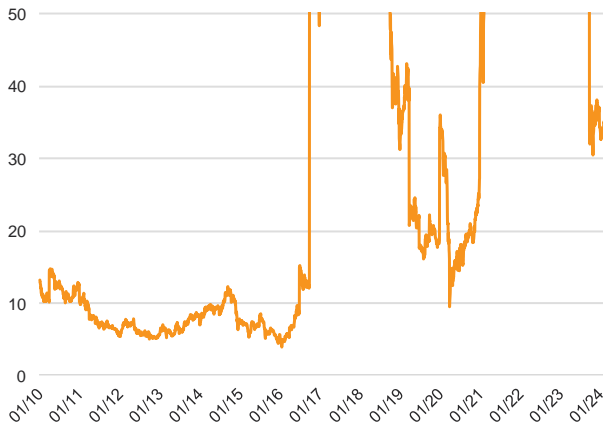
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: WACC và Tăng trưởng dài hạn

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	65%
Nợ	35%
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	10,9%
Tăng trưởng dài hạn	1,2%

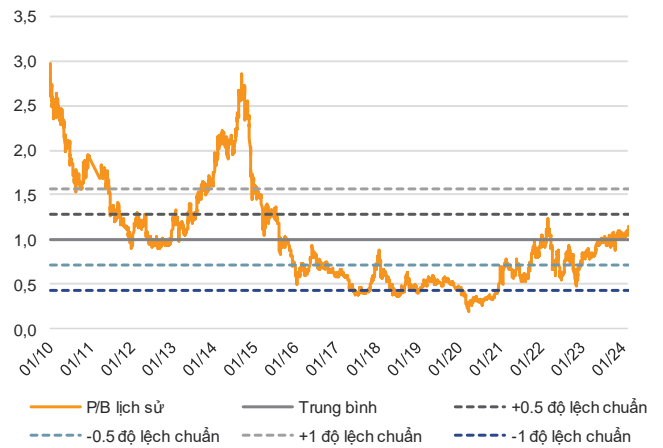
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/E lịch sử của PVD



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/B lịch sử của PVD



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)				
		12,8%	13,4%	14,1%	14,8%	15,6%
Tăng trưởng dài hạn (%)	0,8%	39.550	37.718	35.958	34.350	32.804
	1,0%	40.075	38.184	36.372	34.719	33.132
	1,2%	40.623	38.670	36.803	35.102	33.473
	1,4%	41.197	39.178	37.252	35.501	33.826
	1,6%	41.798	39.709	37.720	35.916	34.194
	Cơ sở					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá

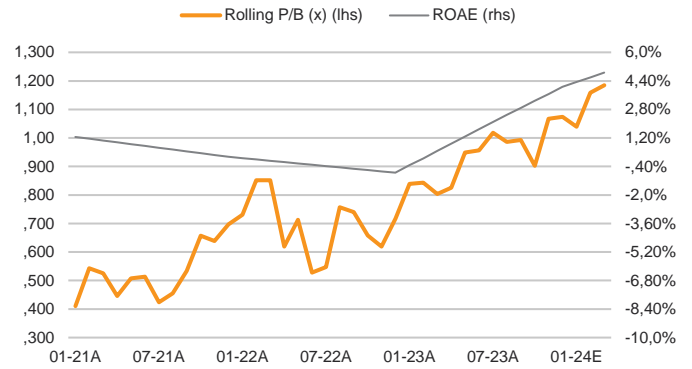
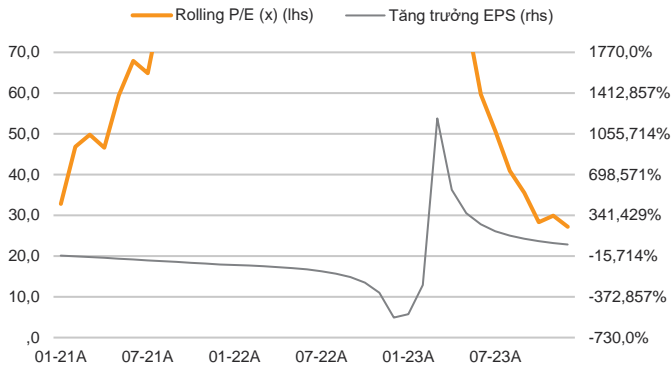
- Động lực tăng giá là giá thuê ngày giàn tự nâng cao hơn và đóng góp của giàn khoan tự nâng đầu tư mới.
- Rủi ro giảm giá là giá thuê ngày giàn tự nâng thấp hơn kỳ vọng và giá dầu giảm mạnh.

Hình 20: So sánh các công ty cùng lĩnh vực khoan dầu khí

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại (nội tệ)	Vốn hóa (tr. USD)	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)			
				2024	2025	2024	2025	TTM	2025	Hiện tại	2025	2024	2025	2024	2025		
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	0,05	194	-6,8%	-4,8%	88,9%	-9,9%	N/A	N/A	N/A	N/A	14,5%	10,7%	N/A	N/A		
Velesto Energy Bhd	VEB MK	0,29	504	-1,2%	6,2%	41,8%	33,8%	0,4	12,6	1,0	0,9	6,0%	7,7%	5,0%	6,7%		
Borr Drilling Ltd	BORR NO	64,7	1.623	30,6%	15,8%	655,8%	86,3%	74,2	5,1	1,6	1,2	19,9%	25,9%	6,2%	8,8%		
Valaris Ltd	VAL US	65,7	4.756	32,3%	26,6%	-62,6%	129,3%	5,4	6,8	2,4	1,8	17,6%	35,7%	6,8%	14,0%		
Transocean	RIG US	5,1	4.118	31,1%	10,9%	97,9%	2600,0%	N/A	10,6	0,4	0,4	0,1%	2,9%	-0,1%	1,8%		
<i>Trung bình</i>						17,2%	10,9%	164,4%	567,9%	26,6	8,8	1,3	1,1	11,6%	16,6%	4,5%	7,8%
PV Drilling	PVD VN	31.800	717	26,6%	11,5%	86,3%	53,5%	38,4	10,7	1,2	1,1	7,1%	10,2%	4,6%	6,5%		

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 01/03)

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	5.812	7.355	8.198
Giá vốn hàng bán	(4.511)	(5.377)	(5.587)
Chi phí quản lý DN	(520)	(500)	(516)
Chi phí bán hàng	(24)	(31)	(34)
LN hoạt động thuần	756	1.447	2.061
EBITDA thuần	1.613	2.349	3.214
Chi phí khấu hao	(857)	(902)	(1.153)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	756	1.447	2.061
Thu nhập lãi	134	160	236
Chi phí tài chính	(392)	(322)	(382)
Thu nhập ròng khác	91	(14)	(1)
TN từ các Cty LK & LD	66	74	123
LN trước thuế	656	1.344	2.037
Thuế	(115)	(254)	(363)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	(11)	(17)
LN ròng	579	1.079	1.657
Thu nhập trên vốn	579	1.079	1.657
Cổ tức phổ thông	(3)	0	(278)
LN giữ lại	576	1.079	1.379

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	2.256	2.894	4.367
Đầu tư ngắn hạn	1.278	1.917	2.109
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.340	3.022	3.144
Hàng tồn kho	1.000	1.031	995
Các tài sản ngắn hạn khác	79	100	112
Tổng tài sản ngắn hạn	6.954	8.965	10.728
Tài sản cố định	13.115	14.438	13.449
Tổng đầu tư	770	783	797
Tài sản dài hạn khác	811	811	811
Tổng tài sản	21.650	24.998	25.785
Vay & nợ ngắn hạn	553	807	709
Phải trả người bán	567	737	765
Nợ ngắn hạn khác	2.056	2.602	2.900
Tổng nợ ngắn hạn	3.176	4.145	4.374
Vay & nợ dài hạn	2.788	4.067	3.571
Các khoản phải trả khác	792	828	866
Vốn điều lệ và	5.563	5.563	5.563
LN giữ lại	691	1.786	2.832
Vốn chủ sở hữu	14.657	15.751	16.797
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	207	176
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	21.650	24.998	25.785

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	656	1.344	2.037
Khấu hao	857	902	1.153
Thuế đã nộp	(67)	(254)	(363)
Các khoản điều chỉnh khác	32	(363)	(363)
Thay đổi VLD	96	235	132
LC tiền thuần HKKD	1.573	1.864	2.596
Đầu tư TSCĐ	(146)	(2.225)	(164)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	(722)	(534)	(87)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(868)	(2.759)	(251)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(586)	1.533	(594)
Dòng tiền từ HĐTC khác	61	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3)	0	(278)
LC tiền thuần HĐTC	(528)	1.533	(872)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2.079	2.256	2.894
LC tiền thuần trong năm	177	638	1.473
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.256	2.894	4.367

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	10,0%	14,7%	20,2%
Vòng quay TS	0,27	0,32	0,32
ROAA	2,7%	4,6%	6,5%
Đòn bẩy tài chính	1,49	1,53	1,56
ROAE	4,1%	7,1%	10,2%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	147,0	150,4	140,0
Số ngày nắm giữ HTK	80,9	70,2	65,0
Số ngày phải trả tiền bán	45,9	50,1	50,0
Vòng quay TSCĐ	0,44	0,53	0,59
ROIC	3,2%	5,2%	7,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,2	2,2	2,5
Khả năng thanh toán nhanh	1,9	1,9	2,2
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,1	1,2	1,5
Vòng quay tiền	182,0	170,5	155,0
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	7,0%	26,6%	11,5%
Tăng trưởng LN từ HKKD	1.028,8%	91,3%	42,5%
Tăng trưởng LN ròng		86,3%	53,5%
Tăng trưởng EPS		86,3%	53,5%

Nguồn: VND RESEARCH

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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 Định nghĩa:

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

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyenngoc2@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>