

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (HSX: PVD)

Giàn khoan mới được kỳ vọng là động lực tăng trưởng 2025

- Q3/24, lợi nhuận ròng của PVD tăng 21% svck và 31% sv quý trước chủ yếu nhờ mức giá thuê giàn tự nâng cao hơn và không phát sinh chi phí bảo dưỡng lớn. Lợi nhuận ròng 9T24 tăng 26% svck, hoàn thành 49% dự báo cả năm trước đó.
- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVD sẽ tăng lần lượt 13.7%, 39.9% và 9.5% trong GD 2024-2026, nhờ môi trường giá thuê giàn khoan thuận lợi và đóng góp của giàn khoan tự nâng mới, dự kiến sẽ đưa vào hoạt động vào Q2/25.
- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là **31,400 VNĐ**, do nền giá dầu thấp hơn và dự cung giàn có thể ảnh hưởng đến độ hấp dẫn của cổ phiếu.

Q3/24: Doanh thu tăng mạnh nhờ giàn thuê nhưng biên gộp suy giảm

Q3/24, doanh thu của PVD tăng mạnh 76.5% svck và 6.8% sv quý trước nhờ giá thuê giàn khoan tự nâng ổn định và đóng góp của 2 giàn thuê. Biên lợi nhuận gộp Q3/24 đạt 18.4%, giảm 2.5 điểm % svck do sự sụt giảm của cả 2 mảng khoan và kỹ thuật giếng khoan. Các giàn khoan thuê giúp doanh thu khoan tăng mạnh nhưng chỉ đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận gộp, trong khi biên gộp mảng kỹ thuật giếng khoan giảm. Lợi nhuận ròng Q3/24 tăng 21% svck và 31% sv quý trước do không có chi phí bảo trì phát sinh. 9T24, doanh thu PVD tăng 61.2% svck, lợi nhuận gộp tăng 54.4%, biên lợi nhuận gộp đạt 21.3% (-0.9 điểm % svck). Lợi nhuận 9T24 tăng 26% svck và hoàn thành 49% dự báo cả năm trước đó, do giàn khoan tự nâng mới có vẻ sẽ không được nhận trong năm 2024 như kỳ vọng trước đây.

Giàn khoan tự nâng mới sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận năm 2025

Nhu cầu giàn tự nâng trong khu vực những năm tới khá ổn định nhờ việc triển khai các dự án thượng nguồn dầu khí, giúp duy trì giá thuê giàn tự nâng của PVD. Chúng tôi dự báo giá thuê giàn tự nâng trung bình của PVD sẽ đạt 96,800/94,800/94,800 USD/ngày trong GD 2024-2026. Đặc biệt, PVD có thể ghi nhận đóng góp từ giàn khoan tự nâng mới vào Q2/25, đây sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận cho doanh nghiệp. Giá thuê giàn tự nâng mới ước tính khoảng 90,000 USD/ngày. Điều này có thể kéo theo doanh thu khoan của PVD tăng 5.8%/5.9% trong GD 2025-2026 và lợi nhuận gộp từ khoan tăng 8.4%/8.9%. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của PVD sẽ tăng lần lượt 13.7%/39.9%/9.5% svck trong GD 2024-2026.

Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu thấp hơn là **31,400 VNĐ/cp**

Giá mục tiêu mới thấp hơn 10.3% so với trước đây, chủ yếu do: (1) Hạ dự báo EPS GD 2024-2025 lần lượt 31.4%/32.7%, do giả định thời gian nhận giàn tự nâng mới chuyển từ Q4/24 sang Q2/25 và biên gộp của HĐ kỹ thuật giếng khoan thấp hơn, và (2) Giảm P/B mục tiêu từ 1.24x xuống 1.1x do nền giá dầu thấp hơn và tình trạng thừa cung giàn khoan tại Trung Đông. Dù hạ giá mục tiêu, chúng tôi vẫn coi PVD là cơ hội đầu tư tốt vì cổ phiếu hiện đang thấp hơn 31.8% so với đỉnh 52 tuần, có thể đã phản ánh phần nào rủi ro thiếu động lực tăng trưởng. Nếu PVD nhận được giàn khoan mới trong năm 2025, cổ phiếu có thể quay lại chu kỳ tăng giá.

Chỉ số tài chính	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,804	8,279	8,595	9,030
Lợi nhuận ròng	585	665	930	1,019
Tăng trưởng doanh thu thuần	6.9%	42.6%	3.8%	5.1%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	n/a	13.7%	39.9%	9.5%
Biên lợi nhuận gộp	22.5%	21.3%	22.3%	23.1%
Biên EBITDA	27.8%	24.7%	23.9%	24.8%
ROAE	4.1%	4.4%	5.9%	6.1%
ROAA	2.8%	3.0%	3.8%	3.9%
EPS (VNĐ/cổ phiếu)	1,051	1,195	1,672	1,831
BVPS (VNĐ/cổ phiếu)	26,354	27,634	29,291	31,108

Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

Giá mục tiêu

31,400 VNĐ

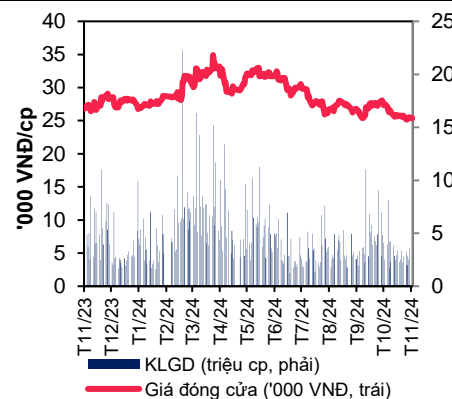
Tiềm năng tăng giá

31.9%

Thay đổi trọng yếu:

Điều chỉnh giảm dự phóng EPS cho 2024 và 2025 lần lượt 31.4% và 32.7% sv dự phóng cũ

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VNĐ)	23,800
Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	34,900
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	23,800
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	13,299
P/E (TTM)	20.1
P/B	0.9
Tỉ suất cổ tức (%)	0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	11.8%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	50.41%
Khác	49.59%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (HSX: PVD)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- Nhu cầu giàn khoan tự nâng trong khu vực dự kiến sẽ ổn định trong những năm tới nhờ vào môi trường giá dầu ổn định và trên điểm hòa vốn khai thác, đảm bảo việc triển khai các dự án thượng nguồn dầu khí. Chúng tôi dự báo giá thuê giàn tự nâng trung bình của PVD sẽ đạt 96,800/94,800/94,800 USD/ngày trong giai đoạn 2024-2026.
- Giàn khoan tự nâng mới dự kiến sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của PVD từ Q2/2025 với giá thuê ước tính là 90,000 USD/ngày. Điều này có thể dẫn đến doanh thu khoan của PVD tăng lần lượt 5.8% và 5.9% trong năm 2025-2026, đồng thời lợi nhuận gộp từ khoan cũng tăng lần lượt 8.4% và 8.9%.
- Việc thúc đẩy các dự án dầu khí thượng nguồn trong nước sẽ mang lại cơ hội tốt cho mảng kỹ thuật giếng khoan của PVD. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu từ mảng kỹ thuật giếng khoan của PVD sẽ tăng lần lượt 21.2%/4.8%/3.8%, biên lợi nhuận gộp dự kiến sẽ lần lượt đạt 21.0%/20.2%/20.2% trong giai đoạn 2024-2026.

Định giá & Khuyến nghị

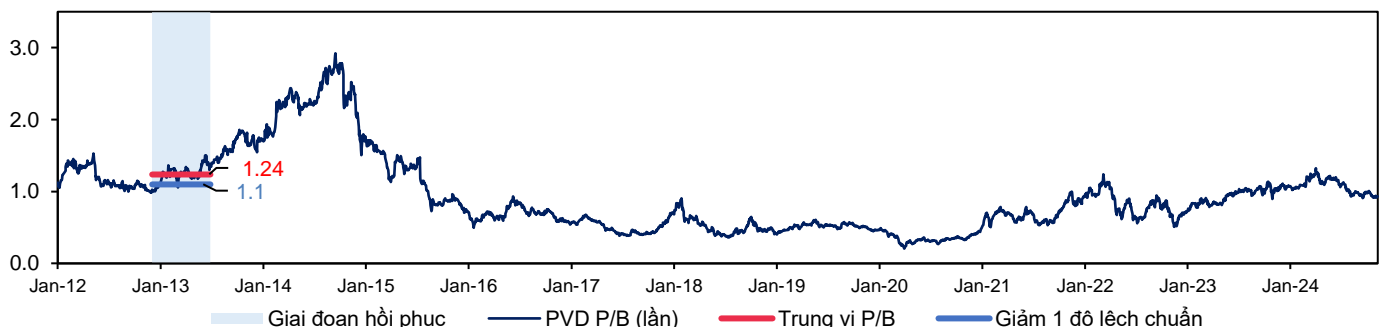
Chúng tôi sử dụng hai phương pháp, FCFF và P/B, để xác định giá trị hợp lý làm tròn của PVD sau một năm kể từ ngày khuyến nghị là 31,400 VNĐ/cp (tiềm năng tăng giá 31.9% so với giá đóng cửa ngày 13/11/2024). Mức giá mục tiêu mới này thấp hơn 10.3% so với trước đây, chủ yếu do: (1) Chúng tôi điều chỉnh dự báo EPS năm 2024-2025 giảm lần lượt 31.4% và 32.7%, do thay đổi giả định về thời gian tiếp nhận giàn khoan tự nâng mới từ Q4/24 sang Q2/25 và giả định biên lợi nhuận gộp của kỹ thuật giếng khoan thấp hơn; và (2) Chúng tôi giảm mục tiêu P/B từ 1.24x xuống 1.1x do rủi ro từ nền giá dầu thấp hơn và tình trạng dư cung giàn khoan ở Trung Đông có thể ảnh hưởng đến sự hấp dẫn của cổ phiếu. P/B mục tiêu mới thấp hơn 1 độ lệch chuẩn (1 std) so với trước đây (P/B mục tiêu cũ tương đương P/B trung vị trong giai đoạn phục hồi của PVD).

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cổ phiếu)
FCFF	50%	30,600
Forward P/B (P/B mục tiêu 2025 = 1.1x)	50%	32,200
Giá mục tiêu		31,400
Giá hiện tại (giá đóng cửa ngày 13/11/2024)		23,800
Tiềm năng tăng giá		31.9%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá P/B của PVD



Nguồn: FinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2024	2025	2026	2027	2028
Lợi nhuận sau thuế	648	906	993	1,014	980
Chi phí phi tiền mặt	928	820	862	864	869
Chi phí lãi vay sau thuế	145	144	161	151	141
Đầu tư VLD	142	486	(285)	5	281
Đầu tư TSCĐ	(468)	(2,314)	(159)	(160)	(161)
FCFF	1,395	42	1,572	1,873	2,109

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2024F-2028F	tỷ đồng	4,659
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	10,708
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	4,902
(-) Nợ	tỷ đồng	3,016
(-) Lợi ích CĐTS	tỷ đồng	234
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	17,019
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	556.3
Giá trị cổ phiếu	VNĐ/cp	30,600

Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.28
Phần bù rủi ro thị trường	9.0%
Chi phí VCSH	14.5%

WACC và tăng trưởng dài hạn

Chi phí nợ	6.9%
Mức thuế	20.0%
WACC	12.9%
Tăng trưởng dài hạn	2.0%

Rủi ro giảm giá:

- Biên lợi nhuận gộp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD thấp hơn dự phóng do chi phí gia tăng, ảnh hưởng tới lợi nhuận dự phóng.

- Giàn khoan tự nâng mới không được tiếp nhận vào Q2/2025 như kỳ vọng, có thể dẫn đến lợi nhuận ròng năm 2025 thấp hơn dự kiến và làm giảm độ hấp dẫn của cổ phiếu.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Công ty	Quốc gia	Mã cp	Vốn hóa	P/E (x)	P/B (x)	ROA%		ROE (%)	
			Triệu USD	TTM	Hiện tại	2024F	2025F	2024F	2025F
Petra Energy BHD	Malaysia	PENB MK Equity	93	5.9	1.0	10.3	n/a	17.2	n/a
Velesto Energy BHD	Malaysia	VEB MK Equity	334	8.4	0.6	5.3	6.5	6.2	8.0
Sinopec Oilfield Equipment-A	Trung Quốc	000852 CH Equity	828	65.7	1.9	0.9	n/a	2.9	n/a
Jindal Drilling & Indus Ltd	Ấn Độ	JDDL IN Equity	253	41.8	1.6	4.7	n/a	6.9	n/a
China Oilfield Services Ltd	Trung Quốc	601808 CH Equity	8,071	10.0	0.7	3.9	4.0	7.7	8.2
PTT Explor & Prod Public Co	Thái Lan	PTTEP TB Equity	14,318	6.5	0.9	8.3	7.6	14.7	12.9
Transocean Ltd	Mỹ	RIG US Equity	3,941	n/a	0.4	0.5	1.0	(0.8)	1.7
Borr Drilling Ltd	Mỹ	BORR US Equity	1,070	11.8	1.0	2.7	4.3	10.4	19.1
Trung bình				21.4	1.0	4.6	4.7	8.1	10.0
PVD Drilling	Việt Nam	PVD VN Equity	563.7	21.1	0.9	3.0	3.8	4.4	5.9

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

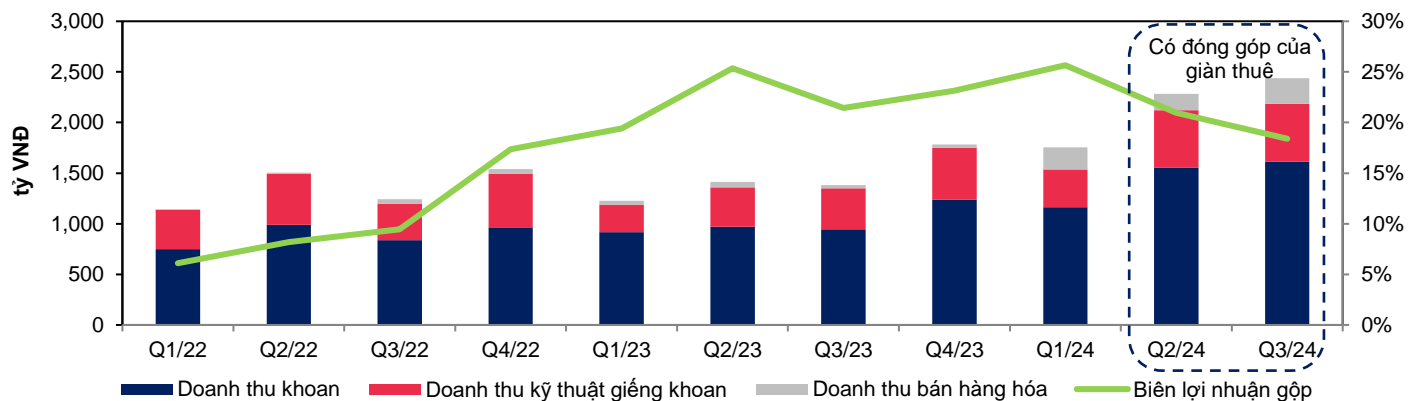
KQKD Q3/24 và 9T24: Doanh thu tăng mạnh nhờ giảm thuế

Hình 6: KQKD Q3/24 và 9T24 (đơn vị: tỷ VNĐ)

Chi tiêu	Q3/24	% svck	% sv quý trước	9T24	% yoy	% DP cả năm cũ	Đánh giá
Doanh thu	2,438	76.5%	6.8%	6,477	61.2%	86%	Doanh thu Q2 và Q3 tăng mạnh do (1) giá thuế giảm tự nâng ổn định và (2) đóng góp từ 2 giàn thuế Hakuryu và Borr (Thor)
- Bán hàng hóa	254	684.1%	56.0%	637	415.6%	368%	
- Khoan	1,612	70.8%	3.6%	4,330	53.1%	77%	Phù hợp với dự phóng cả năm trước đó. Giàn đất liền của PVD đã dừng hoạt động từ đầu Q2/24, trong khi các giàn tự nâng và giàn TAD hoạt động tối ưu.
- Kỹ thuật giếng khoan	572	41.1%	1.3%	1,510	41.3%	89%	PVD tham gia vào một số dự án thượng nguồn dầu khí trong nước như Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng, hỗ trợ tăng doanh thu dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.
Lợi nhuận gộp	449	51.8%	-6.0%	1,378	54.4%	75%	
Biên lợi nhuận gộp	18.4%	-3 đpt	-2.5 đpt	21.3%	-0.9 đpt	-3.1 đpt	
- Bán hàng hóa	8.9%	2.3 đpt	2.6 đpt	7.2%	0.6 đpt	0.7 đpt	
- Khoan	18.9%	-0.2 đpt	-3.1 đpt	23.7%	4.8 đpt	0.1 đpt	Tương đối phù hợp với dự phóng cũ nhờ giá thuế giảm sở hữu ổn định. Biên LNG giảm svck do các giàn khoan thuế có biên lợi nhuận gộp thấp nhưng đóng góp khoảng 35% doanh thu khoan Q3/24.
- Kỹ thuật giếng khoan	21.2%	-6.8 đpt	-1 đpt	20.3%	-12.6 đpt	-8.7 đpt	
CP quản lý & bán hàng	172	45%	11%	445	19%	63%	
% CP quản lý & bán hàng/ Doanh thu	7.1%	-1.5 đpt	0.3 đpt	6.9%	-2.5 đpt	-2.5 đpt	
Doanh thu tài chính	49	12.9%	25.8%	114	18%	61%	Tiền gửi lớn hơn nhưng môi trường lãi suất thấp hơn.
Chi phí tài chính	96	-28%	-29%	354	14%	82%	Môi trường lãi suất thấp hơn nhưng lỗ tỷ giá nhiều hơn.
LN từ liên doanh liên kết (LDLK)	27	674%	n/a	13	-53%	14%	5 trên 6 công ty LDLK của PVD có lợi nhuận âm trong nửa đầu 2024, mặc dù cải thiện trong Q3/24. Mức LN này thấp hơn nhiều so với dự phóng cả năm cũ của chúng tôi.
LN trước thuế	249	63%	19%	673	56%	64%	
Lợi nhuận ròng (NPATMI)	182	21%	31%	478	26%	49%	Thấp hơn kỳ vọng cả năm 2024 trước đó của chúng tôi do lợi nhuận từ LDLK và kỹ thuật giếng khoan thấp hơn kỳ vọng.

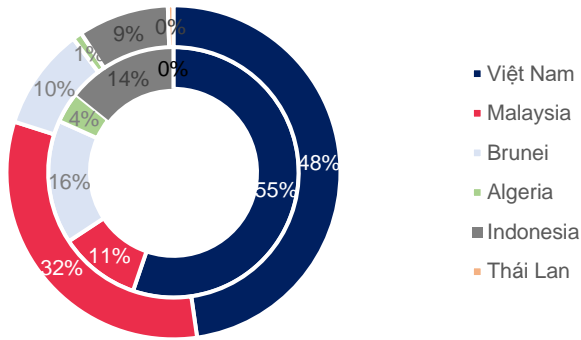
Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 7: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp theo quý của PVD



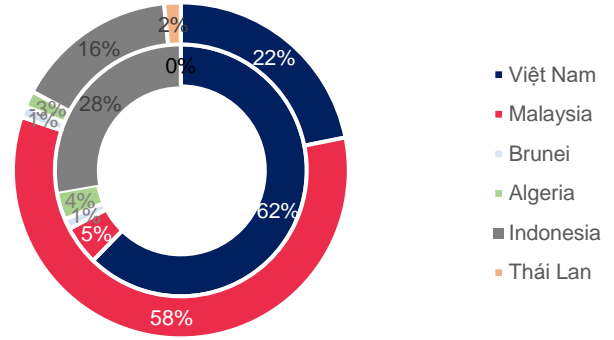
Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 8: Doanh thu của PVD theo khu vực trong 9T23 và 9T24



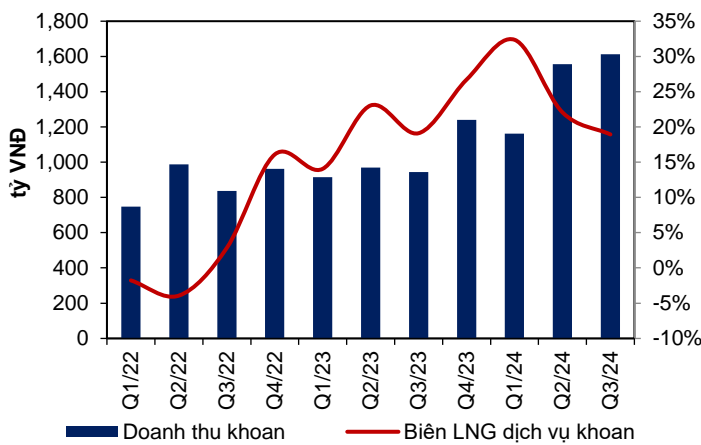
(* Vòng trong: 9 tháng 2023; Vòng ngoài: 9 tháng 2024)
 Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 9: Lợi nhuận gộp của PVD theo khu vực trong 9T23 và 9T24



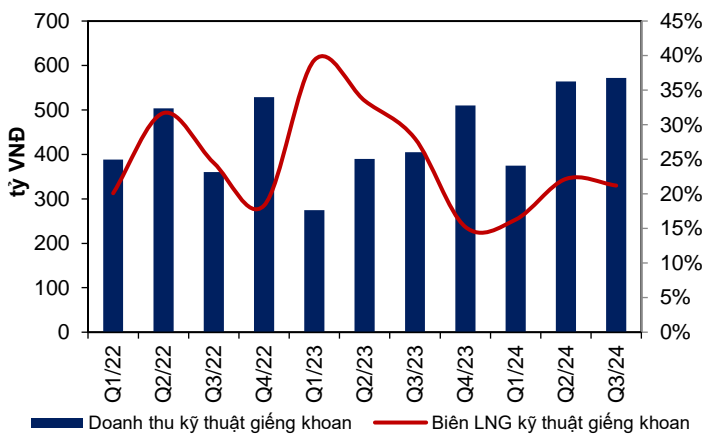
(* Vòng trong: 9 tháng 2023; Vòng ngoài: 9 tháng 2024)
 Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 10: Doanh thu và lợi nhuận gộp mảng khoan của PVD



Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 11: Doanh thu và lợi nhuận gộp – dịch vụ kỹ thuật giếng khoan



Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 12: Lịch khoan 2024 của PVD

LỊCH HOẠT ĐỘNG 2024

	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
Giàn tự nâng PV Drilling I	Petronas Carigali Sdn Bhd - PCSB, 19/01 - 31/12											
Giàn tự nâng PV Drilling II	Pertamina, 07/12/2022 - 03/10/2024										Uwild	Pertamina, 26/09 - 21/12
Giàn tự nâng PV Drilling III	Hibiscus - SEAH, 03/10/23 - 28/3			Hibiscus - HML, 29/3 - 09/8				Hibiscus - SEAH, 10/8 - 31/12				
Giàn tự nâng PV Drilling VI	Petronas Carigali Sdn Bhd - PCSB, 09/12/2023 - 01/01/2025											
Giàn TAD - PV Drilling V	Brunei Shell Petroleum, 27/01/2022 - 31/12/2024											
Giàn đất liền PV Drilling 11		GBRS, 26/1 - 28/3		Bảo dưỡng								
Giàn thuê: Hakuryu - 11				Idemitsu_SVDN, 03/4 - 23/9						Murphy (HSC-1X + LDH-1X)		
Giàn thuê: Borr - Thor								HLHV_TGT, 20/8 - 22/10				

Nguồn: PVD, MBS Research

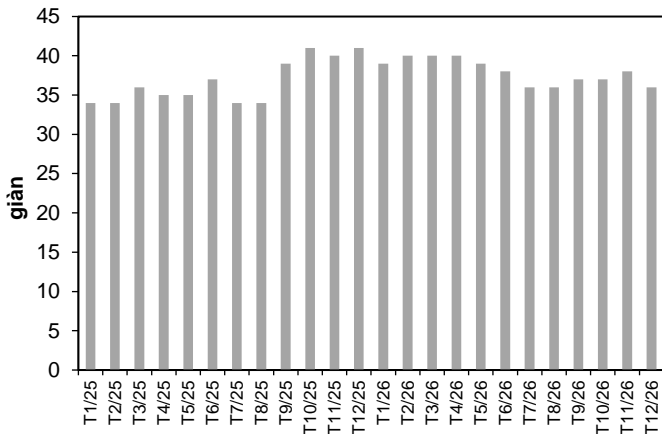
Giá thuê giàn khoan ổn định sẽ hỗ trợ lợi nhuận mảng khoan

Giá thuê giàn khoan trong khu vực nhiều khả năng vẫn ở mức cao nhờ nhu cầu vững chắc và nguồn cung hạn chế

Trong năm 2025, chúng tôi cho rằng giá dầu thô có thể giảm xuống dưới 80 USD/thùng nhưng vẫn duy trì ở mức trên 70 USD/thùng, điều này sẽ không ảnh hưởng nghiêm trọng đến việc triển khai các dự án thượng nguồn, do vẫn ở trên điểm hòa vốn khai thác. Với nhu cầu giàn khoan tự nâng toàn cầu và tại Đông Nam Á dự báo vẫn ổn định trong các năm 2025-2026, trong khi nguồn cung tăng trưởng chậm, chúng tôi kỳ vọng giá thuê giàn khoan vẫn duy trì ở mức cao. Tuy nhiên, do Saudi Aramco đã hoãn dự án mở rộng công suất, dẫn đến việc tăng nguồn cung giàn khoan tự nâng toàn cầu, giá thuê giàn khoan có thể sẽ thấp hơn một chút so với mức trung bình năm 2024.

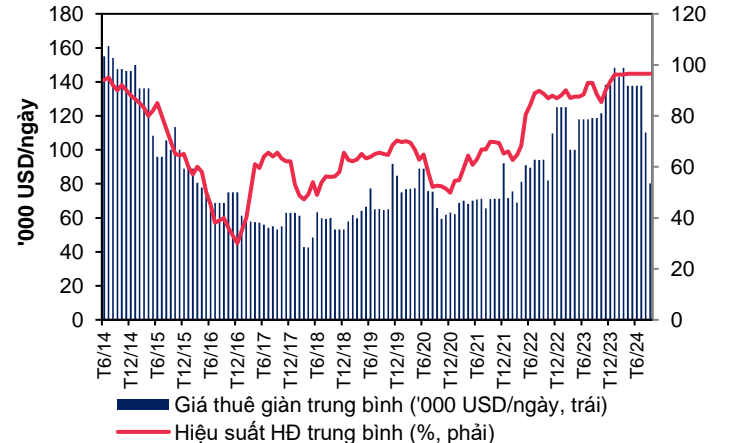
Trong giả định của chúng tôi, giá thuê giàn khoan tự nâng mà PVD sở hữu cho trong GD 2024-2026 lần lượt là 96,750 USD/ngày, 94,750 USD/ngày và 94,750 USD/ngày. Giá thuê giàn khoan của PVD ổn định hơn so với mức giá trung bình trong khu vực, vì công ty tham gia vào các dự án dài hạn. Gần đây, mức giá thuê tham chiếu của giàn khoan tự nâng ở Đông Nam Á đã giảm đáng kể, mặc dù hiệu suất hoạt động vẫn cao. Điều này là do một nhà cung cấp chi phí thấp đã ký hợp đồng mới, nhưng đây chỉ là mức giá tham chiếu cho giá trung bình của khu vực nói chung và không ảnh hưởng đến giá thuê giàn khoan của PVD.

Hình 13: Dự báo nhu cầu giàn tự nâng tại khu vực Đông Nam Á



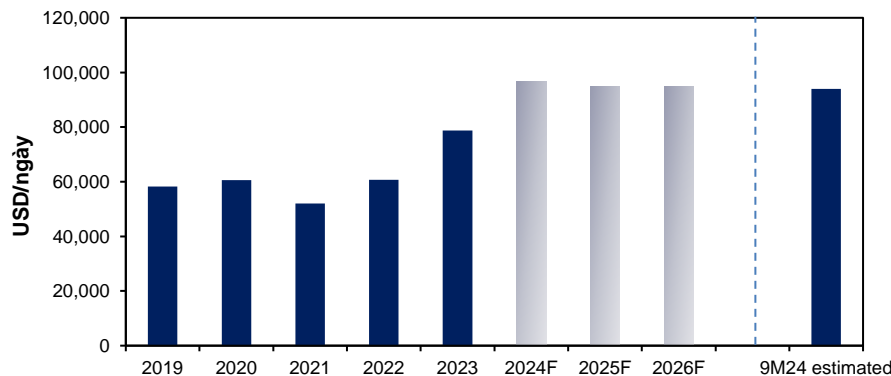
Nguồn: S&P Global

Hình 14: Giá thuê và hiệu suất hoạt động giàn tự nâng tại Đông Nam Á



Nguồn: S&P Global, MBS Research

Hình 15: Dự phóng giá thuê các giàn tự nâng đang sở hữu của PVD



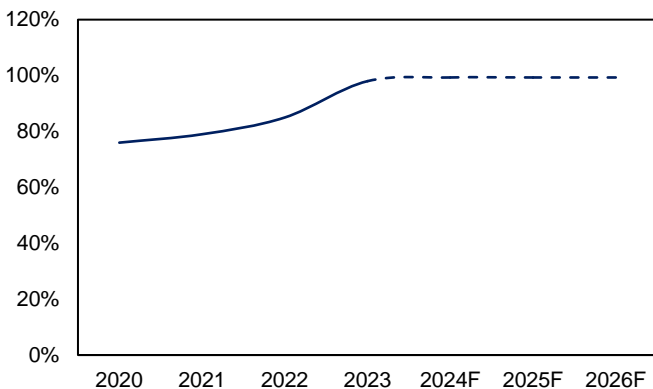
Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

Tất cả các giàn khoan tự nâng hiện tại của PVD đã có lịch khoan cho năm 2025, nhưng triển vọng của giàn khoan đất liền vẫn chưa rõ ràng

Theo PVD, tất cả 4 giàn khoan tự nâng đang sở hữu hiện tại của công ty đều đã ký hợp đồng dài hạn, đảm bảo hoạt động đầy đủ đến cuối năm 2025, với các lựa chọn gia hạn đến năm 2028 hoặc thậm chí 2030. Giàn khoan tự nâng hiện đại nhất của PVD, PVD VI, sẽ làm việc cho Petronas đến cuối năm 2025 và có thể gia hạn hợp đồng vào đầu năm 2026. Tuy nhiên, PVD vẫn ưu tiên sử dụng giàn khoan tự nâng này cho các dự án dầu khí trong nước và đang theo dõi các cơ hội. Nếu không có dự án trong nước với thời gian khoan đủ dài, PVD sẽ tiếp tục gia hạn hợp đồng với Petronas. Giả định của chúng tôi về tỷ lệ sử dụng giàn khoan tự nâng hiện tại của PVD trong GĐ 2024-2026 toàn bộ là 100%, nhờ vào nhu cầu mạnh mẽ và các hợp đồng dài hạn trong khu vực.

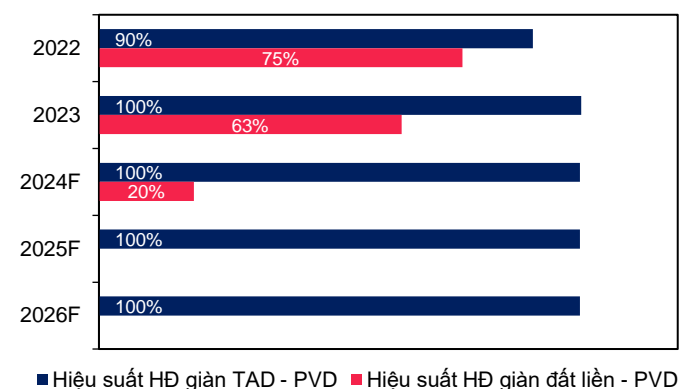
Tuy nhiên, triển vọng cho giàn khoan đất liền của PVD (PVD 11) trong năm 2025-2026 tương đối không chắc chắn. Giàn khoan này đã hoàn thành khoan tại Algeria vào đầu Q2/2024 và được đưa vào bảo dưỡng (R&M), tuy nhiên đã dừng hoạt động kể từ đó. Tỷ lệ sử dụng giàn khoan đất liền của PVD trong năm 2024 ước tính đạt 19.7% (không tính ngày bảo dưỡng và vận chuyển giàn). Để đưa ra dự phóng thận trọng, chúng tôi giả định hiệu suất hoạt động giàn khoan đất liền của PVD trong năm 2025-2026 sẽ là 0%.

Hình 16: Hiệu suất trung bình của các giàn tự nâng PVD đang sở hữu



Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

Hình 17: Hiệu suất HĐ của giàn TAD và giàn khoan đất liền của PVD



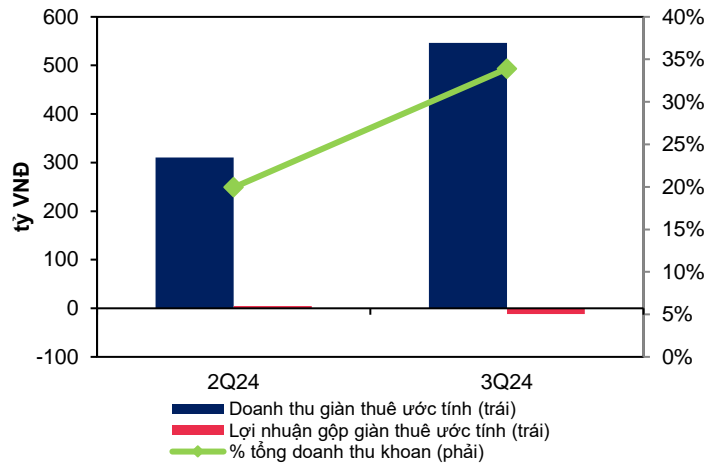
Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

Các giàn khoan thuê đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận gộp của PVD

Các dự án thượng nguồn trong nước triển khai mạnh sẽ mang lại một lượng lớn công việc cho các công ty khoan như PVD. Tuy nhiên, do tất cả các giàn khoan tự nâng mà PVD sở hữu đã có kế hoạch khoan tại nước ngoài trong ngắn hạn, công ty đã thuê 2 giàn khoan để hoạt động trong năm 2024.

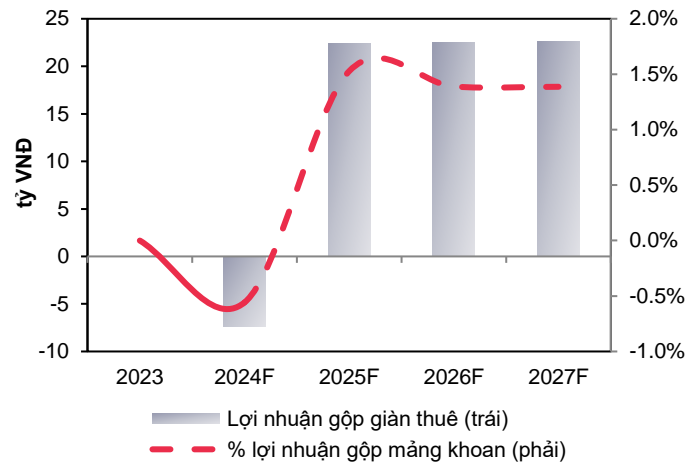
Chúng tôi quan sát thấy các giàn khoan thuê về của PVD có mức giá thuê ngày cao hơn đáng kể so với các giàn khoan mà công ty sở hữu, nhưng chỉ đóng góp khiêm tốn vào lợi nhuận gộp của công ty. PVD có thể tiếp tục thuê giàn khoan trong 3 năm tới để hỗ trợ các dự án thăm dò và sản xuất trong nước (6 giếng và 3 giếng tieback cho PVEP POC, 9 giếng cho Hoàng Long JOC và 4 giếng cho Cửu Long JOC). Chúng tôi kỳ vọng các giàn khoan thuê sẽ có lợi nhuận gộp tốt hơn trong năm 2025 nhờ vào mức nền giá dầu thấp hơn, dẫn đến chi phí vận hành và chi phí vận chuyển thấp hơn. Tuy nhiên, các giàn khoan thuê này cho các dự án khoan trong nước sẽ không phải là yếu tố thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của công ty.

Hình 18: Ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp của giàn thuê - PVD



Nguồn: MBS Research ước tính

Hình 19: Dự phóng KQKD của các giàn thuê



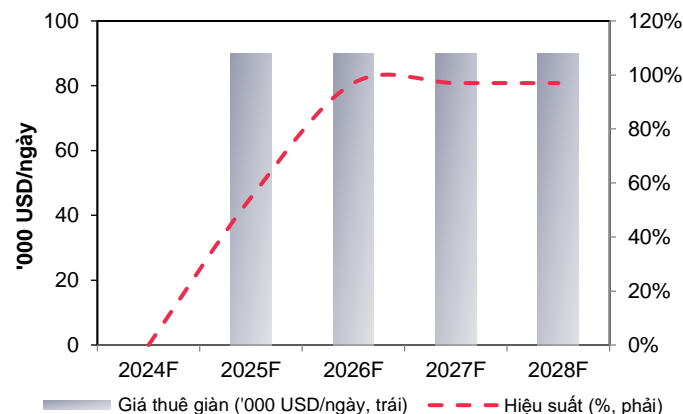
Nguồn: MBS Research dự phóng

Giàn khoan tự nâng mới sẽ bắt đầu hoạt động từ Q2/2025

Trong Đại hội cổ đông thường niên năm 2024 của PVD, công ty đã lên kế hoạch mua 1 hoặc 2 giàn khoan tự nâng mới để hỗ trợ các hoạt động thăm dò và sản xuất dầu khí trong nước và khu vực. Tuy nhiên, kế hoạch này có vẻ không được thực hiện trong năm 2024 vì PVD kỳ vọng giàn khoan mới có thể bắt đầu hoạt động ngay lập tức với hợp đồng dài hạn, nhằm tối ưu hóa hiệu quả hoạt động của giàn khoan. Theo PVD, giàn khoan mới có thể bắt đầu hoạt động vào năm 2025, và sẽ là yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận của PVD trong năm tới với kỳ vọng mức giá thuê ổn định.

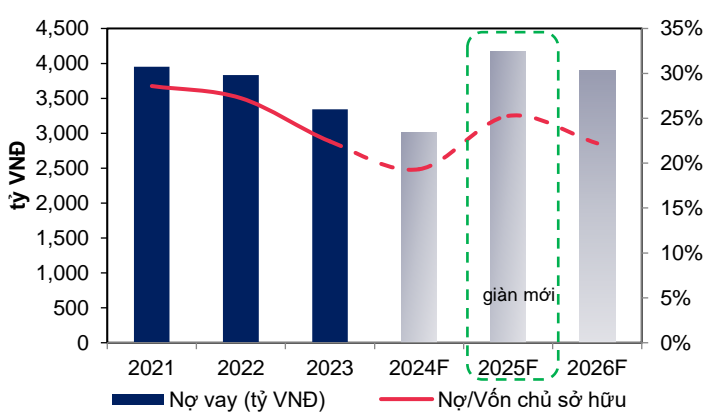
Chúng tôi điều chỉnh giả định về ngày bắt đầu hoạt động của giàn khoan mới từ Q4/2024 sang Q2/2025. Giàn khoan mới này được ước tính có giá trị khoảng 90 triệu USD, và chúng tôi kỳ vọng giá thuê cho giàn khoan tự nâng này sẽ là 90,000 USD/ngày. Hiệu suất hoạt động giàn khoan này được dự báo sẽ đạt 55% trong năm 2025 và 97% trong năm 2026, vì chúng tôi dự báo giàn khoan sẽ bắt đầu hoạt động ngay sau khi được tiếp nhận.

Hình 20: Dự phóng giá thuê và hiệu suất HĐ giàn tự nâng mới



Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 21: Dự phóng Nợ/VCSH sau khi nhận giàn khoan mới, giả định 60% giá trị giàn khoan mới được tài trợ bằng vốn vay



Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

Việc thúc đẩy các dự án dầu khí trong nước là yếu tố hỗ trợ cho mảng kỹ thuật giếng khoan của PVD

Mức giá dầu thô cao hơn điểm hòa vốn trong một khoảng thời gian dài sẽ đảm bảo việc triển khai các dự án thượng nguồn dầu khí trong nước. Điều này không chỉ mang lại khối lượng công việc lớn cho hoạt động khoan mà còn tạo ra cơ hội lớn cho mảng kỹ thuật giếng khoan. Do tất cả các giàn khoan tự nâng hiện tại của PVD đều đang hoạt động tại nước ngoài, chúng tôi kỳ vọng mảng kỹ thuật giếng khoan sẽ là phân khúc chính được hưởng lợi từ thị trường trong nước. Điều này có thể thấy rõ trong kết quả của PVD trong 9 tháng đầu năm 2024, khi doanh thu từ kỹ thuật giếng khoan tăng trưởng 41.5% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chi phí tăng cao đã khiến biên lợi nhuận gộp của mảng kỹ thuật giếng khoan giảm 12.1 điểm % so với cùng kỳ năm ngoái.

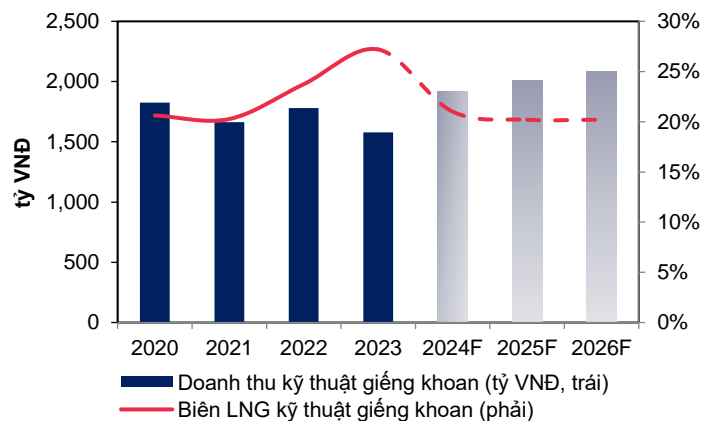
Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD sẽ ổn định hơn trong Q4/2024 và năm 2025 nhờ vào khối lượng công việc tốt và môi trường giá dầu ổn định hơn. Doanh thu từ mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD dự báo sẽ tăng lần lượt 21.2%/4.8%/3.8%, biên lợi nhuận gộp của phân khúc này được kỳ vọng đạt lần lượt 21.0%/20.2%/20.2% trong giai đoạn 2024-2026.

Hình 22: Các dự án thượng nguồn dầu khí có khả năng được triển khai trong tương lai gần

STT	Dự án	Thời gian
1	Lô 05-1A (PVEP POC)	Q3/2024
2	Cá Tầm (Vietsovpetro)	2025-2026
3	Lạc Đà Vàng (Murphy Oil)	2025-2026
4	Lô B – Ô Môn	Đầu 2026
5	Sư Tử Trắng 2B (Cửu Long)	Cuối 2025

Nguồn: PVD, MBS Research

Hình 23: Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD



Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

Điều chỉnh dự phóng KQKD 2024-2026

Hình 24: Điều chỉnh dự phóng KQKD của PVD giai đoạn 2024-2026 (đơn vị: tỷ VNĐ)

	2024F	% svck	% sv DP cũ	2025F	% svck	% sv DP cũ	2026F	% svck	Đánh giá
Giá thuê giàn tự nâng trung bình (nghìn USD/ngày)	96.8	22.9%	0.0%	94.8	-2.1%	-6.6%	94.8	0.0%	
Hiệu suất HD giàn tự nâng trung bình	99.0%	1 đpt	-0.4 đpt	90.2%	-8.9 đpt	-8.5 đpt	98.6%	8.5 đpt	
Doanh thu	8,279	42.6%	10.4%	8,595	3.8%	-2.1%	9,030	5.1%	
- Bán hàng hóa	707	350.0%	309.1%	601	-15.0%	231.2%	607	1.0%	Điều chỉnh phù hợp với KQKD 9T24.
- Khoan	5,658	39.1%	0.6%	5,988	5.8%	-12.0%	6,340	5.9%	Giàn khoan tự nâng mới được ký vọng bắt đầu đóng góp vào doanh thu khoan kể từ Q2/25 tuy nhiên triển vọng giàn khoan đất liền (PVD 11) không chắc chắn.
- Kỹ thuật giếng khoan	1,914	21.2%	12.3%	2,005	4.8%	12.0%	2,082	3.8%	
Lợi nhuận gộp	1,765	35.2%	-3.6%	1,913	8.4%	-13.7%	2,083	8.9%	
Biên lợi nhuận gộp	21.3%	-1.2 đpt	-3.1 đpt	22.3%	0.9 đpt	-3 đpt	23.1%	0.8 đpt	
- Bán hàng hóa	7.0%	-0.9 đpt	0.5 đpt	6.5%	-0.5 đpt	0 đpt	6.5%	0 đpt	
- Khoan	23.2%	2 đpt	-0.3 đpt	24.5%	1.3 đpt	0 đpt	25.6%	1.1 đpt	Thấp hơn dự phóng cũ do chi phí bảo dưỡng giàn PVD 11 cao hơn kỳ vọng, và biên lợi nhuận gộp của giàn thuê thấp hơn kỳ vọng.
- Kỹ thuật giếng khoan	21.0%	-6.2 đpt	-8 đpt	20.2%	-0.8 đpt	-9.8 đpt	20.2%	0 đpt	Điều chỉnh dự phóng do kết quả 9T24 thấp hơn kỳ vọng
CP quản lý & bán hàng	650	18.9%	-7.8%	675	3.8%	-17.8%	706	4.7%	
% CP quản lý & bán hàng/ Doanh thu	7.9%	-1.6 đpt	-1.6 đpt	7.9%	0 đpt	-1.5 đpt	7.8%	0 đpt	
Doanh thu tài chính	149	11.0%	-20.5%	138	-7.7%	-37.3%	135	-1.5%	
Chi phí tài chính	351	-10.4%	-18.2%	270	-23.2%	-13.9%	303	12.2%	
LN từ công ty liên doanh, liên kết	27	-58.9%	-70.2%	27	-1.4%	-75.7%	31	17.1%	Điều chỉnh dự phóng do kết quả 9T24 thấp hơn kỳ vọng.
LN trước thuế	926	40.6%	-12.5%	1,133	22.4%	-24.9%	1,241	9.5%	
LN sau thuế	648	18.7%	-32.0%	906	39.9%	-33.2%	993	9.5%	
Lợi nhuận ròng	665	13.7%	-31.4%	930	39.9%	-32.7%	1,019	9.5%	Lợi nhuận ròng thấp hơn dự phóng cũ do: (1) Biên LNG mảng kỹ thuật giếng khoan thấp hơn kỳ vọng, (2) Biên lợi nhuận gộp của các giàn khoan thuê thấp hơn kỳ vọng và (3) LN từ liên doanh liên kết thấp hơn kỳ vọng.
EPS (VNĐ/cp)	1,195	13.7%	-31.4%	1,672	39.9%	-32.7%	1,831	9.5%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024F	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	5,804	8,279	8,595	9,030	LN trước thuế	658	926	1,133	1,241
Giá vốn hàng bán	(4,499)	(6,514)	(6,682)	(6,947)	Khấu hao	857	928	820	862
Lợi nhuận gộp	1,305	1,765	1,913	2,083	Chi phí lãi vay	(37)	(278)	(227)	(248)
Chi phí quản lý DN	(523)	(621)	(645)	(677)	Các khoản điều chỉnh khác	202	144	150	157
Chi phí bán hàng	(24)	(29)	(30)	(29)	Thay đổi VLE	-	142	486	(285)
LN từ HĐKD	759	1,116	1,238	1,377	LCTT từ HĐKD	1,681	1,862	2,362	1,727
EBITDA thuần	1,616	2,043	2,058	2,239	Đầu tư TSCĐ	(149)	(511)	(2,314)	(159)
LN trước thuế & lãi vay	759	1,116	1,238	1,377	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	3	-	-	-
Thu nhập lãi	134	149	138	135	Các khoản khác	(749)	(420)	(672)	(224)
Chi phí tài chính	(392)	(351)	(270)	(303)	LCTT từ đầu tư	(894)	(931)	(2,986)	(384)
Thu nhập ròng khác	91	(15)	-	-	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	66	27	27	31	Tiền vay ròng nhận được	(586)	(325)	1,159	(282)
LN trước thuế	658	926	1,133	1,241	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(112)	(278)	(227)	(248)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3)	-	(278)	(278)
Lợi nhuận sau thuế	546	648	906	993	LCTT từ hoạt động TC	(590)	(325)	881	(560)
Lợi ích cổ đông thiểu số	39	17	24	26	Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,079	2,256	3,246	3,571
Lợi nhuận ròng	585	665	930	1,019	LC tiền thuần trong năm	197	606	257	783
Chi trả cổ tức	(3)	-	(278)	(278)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,321	3,246	3,571	4,427
Lợi nhuận giữ lại	581	665	652	741					
Bảng cân đối kế toán	2023	2024F	2025F	2026F	Các chỉ số cơ bản	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	2,256	3,246	3,571	4,427	Tăng trưởng doanh thu thuần	7%	43%	4%	5%
Đầu tư ngắn hạn	1,278	1,656	2,407	2,709	Tăng trưởng EBITDA	90%	26%	1%	9%
Phải thu khách hàng	1,719	2,273	1,966	2,240	Tăng trưởng LN từ HĐKD	1132%	147%	111%	111%
Hàng tồn kho	1,000	1,041	1,021	1,055	Tăng trưởng LN trước thuế	n/a	41%	22%	10%
Các tài sản ngắn hạn khác	674	964	1,004	1,050	Tăng trưởng LN ròng	n/a	14%	40%	10%
Tổng tài sản ngắn hạn	6,928	9,179	9,968	11,482	Tăng trưởng EPS	n/a	14%	40%	10%
Tài sản cố định	12,951	12,497	14,000	13,307	Biên LN gộp	22.5%	21.3%	22.3%	23.1%
Tài sản vô hình	165	158	149	139	Biên EBITDA	27.8%	24.7%	23.9%	24.8%
Xây dựng cơ bản dở dang	9	53	53	53	Biên LN ròng	10.1%	8.0%	10.8%	11.3%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	4.1%	4.4%	5.9%	6.1%
Đầu tư vào công ty LD/LK	666	680	693	709	ROAA	2.8%	3.0%	3.8%	3.9%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	-	-	-	-	ROIC	3.2%	3.6%	4.5%	4.8%
Tài sản dài hạn khác	914	833	856	884	Vòng quay tài sản	27.4%	36.8%	35.0%	34.5%
Tổng tài sản	21,633	23,400	25,720	26,573	Cổ tức chi trả/LN ròng	0.6%	0.0%	29.9%	27.3%
Vay & nợ ngắn hạn	553	403	432	470	Tổng nợ vay/VCSH	22.4%	19.3%	25.3%	22.2%
Phải trả người bán	569	688	844	763	Nợ vay ròng/VCSH	7.3%	-1.5%	3.7%	-3.1%
Phải trả ngắn hạn khác	2,023	2,931	2,974	3,124	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	5.0%	-1.0%	2.3%	-2.0%
Tổng nợ ngắn hạn	3,146	4,022	4,250	4,357	Khả năng thanh toán lãi vay	302.9%	540.0%	688.8%	682.6%
Vay & nợ dài hạn	2,788	2,613	3,742	3,423	Số ngày phải thu	108	100	83	91
Các khoản phải trả khác	801	1,159	1,203	1,264	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	81	58	56	55
Tổng nợ dài hạn	3,589	3,772	4,946	4,687	Số ngày phải trả tiền bán	46	39	46	40
Tổng nợ	6,735	7,794	9,196	9,044	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.2	2.3	2.3	2.6
Vốn điều lệ	5,563	5,563	5,563	5,563	Khả năng thanh toán nhanh	1.9	2.0	2.1	2.4
Thặng dư vốn cổ phần	2,434	2,434	2,434	2,434	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.1	1.2	1.4	1.6
Cổ phiếu quỹ	(21)	(21)	(21)	(21)	Định giá				
LN giữ lại	694	1,211	2,058	2,988	EPS (đồng/cp)	1,051	1,195	1,672	1,831
Các quỹ thuộc VCSH	3,784	3,595	3,602	3,610	BVPS (đồng/cp)	26,354	27,634	29,291	31,108
Chênh lệch tỷ giá	2,207	2,590	2,658	2,731	P/E (lần)	22.6	19.9	14.2	13.0
Vốn chủ sở hữu	14,661	15,372	16,294	17,305	P/B (lần)	0.9	0.9	0.8	0.8
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	234	229	224					
Tổng vốn chủ sở hữu	14,898	15,606	16,524	17,529					
Tổng nợ và VCSH	21,633	23,400	25,720	26,573					

Nguồn: PVD, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

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 -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

KHỐI NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Đình Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đình Công Luyến

Nguyễn Đức Hào

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Phạm Thị Thanh Huyền

Dịch vụ - Tiêu dùng

Nguyễn Quỳnh Ly