

# Khoan & Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD)

## Chu kỳ đi lên sẽ còn kéo dài

05/12/2023

 Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu  
 hieupm@kbsec.com.vn

**Doanh thu 9M2023 tăng nhẹ trong khi lợi nhuận sau thuế cải thiện từ mức âm cùng kỳ**

Doanh thu 9M2023 của PVD tăng nhẹ 3% yoy. PVD không phát sinh doanh thu từ giàn đi thuê nhưng giá cước trung bình tăng khoảng 30% yoy và hiệu suất hoạt động cải thiện mạnh, giúp cho doanh thu không bị sụt giảm nhiều. LNST 9M2023 đạt 304 tỷ VND so với mức lỗ 201 tỷ VND cùng kỳ, chủ yếu do giá cước cho thuê trung bình và hiệu suất khai thác các giàn khoan tăng. Trong 3Q2023, PVD đã hoàn tất nhận khoản bồi thường 6 triệu USD do khách hàng thay đổi hợp đồng thuê.

**Nguồn cung giàn khoan vẫn sẽ thắt chặt trong dài hạn**

Giá dầu thô Brent neo ở mức cao nhưng số lượng giàn khoan tại các khu vực trọng điểm trên thế giới hầu như chỉ đi ngang hoặc giảm kể từ tháng 12/2022. Chúng tôi cho rằng nghịch lý này vẫn có thể tiếp diễn trong giai đoạn 2024-2025 do (1) Số đơn đặt hàng giàn tự nâng đóng mới ở mức thấp kỷ lục trong khi (2) Một lượng lớn giàn khoan có khả năng ra khỏi thị trường do quá tuổi vận hành.

**Kỳ vọng nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong 2 năm tới**

Nhu cầu thuê tăng mạnh tại khu vực Trung Đông và Đông Nam Á có thể khiến thị trường thâm hụt nguồn cung giàn tự nâng. Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng đang quay trở lại mức năm 2014 (đỉnh của chu kỳ giá dầu gần nhất) do cán cân cung cầu thuận lợi. Các giàn tự nâng của PVD dự kiến sẽ kín lịch hoạt động tới năm 2025.

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 34,300 VNĐ/cổ phiếu**

Dựa trên định giá FCFE, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PVD. Giá mục tiêu là 34,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 19.4% so với giá tại ngày 05/12/2023.

## MUA Duy trì

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>34,300 VND</b>
Tăng/giảm (%)	19.4%
Giá hiện tại (05/12/2023)	28,750 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	32,500 VND
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	15,759/656

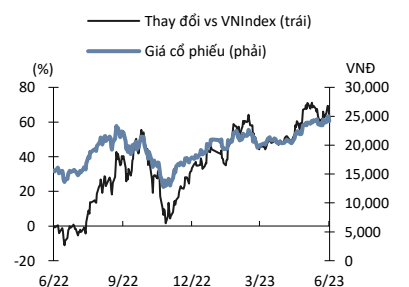
<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	45.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	153.5/6.4
Sở hữu nước ngoài (%)	23.6%
Cổ đông lớn	Petrovietnam (50.5%)

<b>Biến động giá cổ phiếu</b>				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	14.3	9.8	16.4	83.0
Tương đối	8.9	22.8	14.7	73.3

### Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,996	5,432	5,337	6,158
Lãi/lỗ từ HĐKD	172	30	750	1,289
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VND)	20	-103	402	901
EPS (VND)	-36	-250	723	1,620
Tăng trưởng EPS (%)	-113	594	-389	124
P/E (x)	-798.61	-115.00	39.76	17.75
P/B (x)	0.89	1.15	1.12	1.05
ROE (%)	0.3	-1.1	2.8	5.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## Hoạt động kinh doanh 9M2023

**Bảng 1. Cập nhật KQKD**

(Tỷ VNĐ)	9M2022	9M2023	YoY %	Chú thích
<b>Doanh thu</b>	<b>3,892</b>	<b>4,021</b>	<b>3%</b>	
Dịch vụ khoan	2,572	2,827	10%	Cước phí giàn khoan JU tăng khoảng 30% yoy, hiệu suất hoạt động tăng lên 92% (cùng kỳ khoảng 75%), nhưng không phát sinh doanh thu từ giàn khoan đi thuê như trong 9M2022.
Thương mại	67	123	84%	
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và khác	1,253	1,070	-15%	Suy giảm chủ yếu do hoạt động E&P nội địa trầm lắng trong 1H2023. Doanh thu mảng kỹ thuật giếng 3Q2023 có dấu hiệu cải thiện, tăng 12.5% yoy.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>309</b>	<b>892</b>	<b>189%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>7.9%</b>	<b>22.2%</b>		
Dịch vụ khoan	-1.1%	18.8%		BLNG dịch vụ cho thuê giàn cải thiện rõ rệt do cước phí và hiệu suất hoạt động tăng trong khi chi phí vốn không thay đổi đáng kể. Việc không sử dụng giàn đi thuê cũng góp phần cải thiện BLNG.
Thương mại	17.9%	6.5%		
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và khác	26.0%	33.0%		
Chi phí SG&A	-316	-375		
LN từ HĐKD	-4	517	N.M	
Thu nhập tài chính	82	95	16.6%	
Chi phí tài chính	-221	-311	40.6%	Chi phí lãi vay tăng chủ yếu do mặt bằng lãi suất LIBOR quốc tế tăng mạnh. Lỗ tỷ giá tăng đột biến trong 3Q2023 (+74% yoy).
Thu nhập khác (ròng)	-43	101	N.M	Hoàn tất nhận khoản bồi thường 6 triệu USD do khách hàng thay đổi hợp đồng thuê.
<b>LN trước thuế</b>	<b>-168</b>	<b>428</b>	<b>N.M</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>-201</b>	<b>340</b>	<b>N.M</b>	

Nguồn: PVD, KBSV

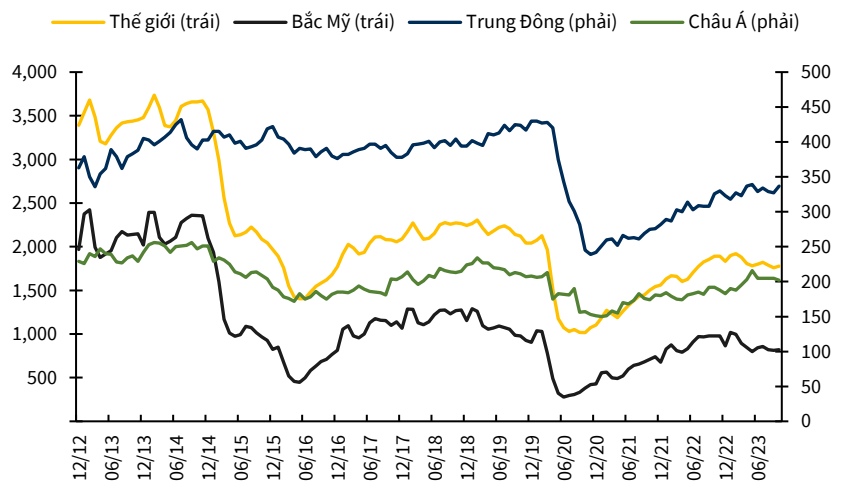
## Luận điểm đầu tư

### Số giàn khoan toàn cầu chưa cải thiện dù giá dầu thuận lợi

### 1. Nguồn cung giàn khoan vẫn sẽ thắt chặt trong dài hạn

Giá dầu thô Brent trung bình trong 9M2023 đạt 83 USD/thùng, vượt xa ngưỡng hòa vốn (trung bình khoảng 70 USD/thùng) đối với phần lớn các dự án khai thác dầu thô toàn cầu. Tuy nhiên, số lượng giàn khoan tại các khu vực trọng điểm trên thế giới hầu như chỉ đi ngang hoặc giảm kể từ tháng 12/2022. Chúng tôi cho rằng nghịch lý này vẫn có thể tiếp diễn trong giai đoạn 2024-2025 do (1) Số đơn đặt hàng giàn tự nâng đóng mới ở mức thấp kỷ lục trong khi (2) Một lượng lớn giàn khoan có khả năng ra khỏi thị trường do quá tuổi vận hành.

**Bảng 2. Số giàn khoan theo khu vực**

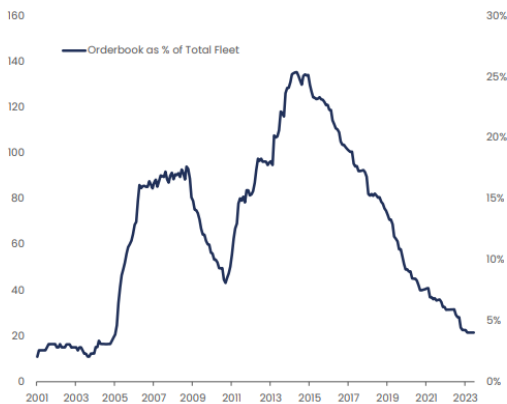


Nguồn: Baker Hughes, KBSV

### Đơn đặt hàng giàn khoan tự nâng đóng mới ở mức thấp kỷ lục

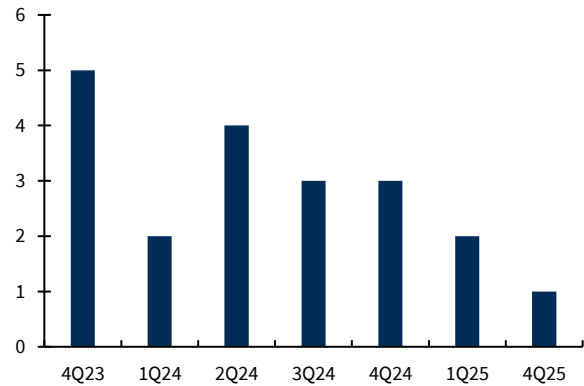
Lượng đơn hàng đóng mới hiện đang ở mức thấp kỷ lục trong 20 năm trở lại đây, tương đương với dưới 5% tổng số lượng giàn khoan tự nâng có sẵn trên thị trường. Chúng tôi nhận thấy có 2 lý do chính giải thích cho hiện tượng này là (1) Chi phí lãi vay và lạm phát tăng mạnh khiến chi phí đầu tư leo thang, làm giảm nhu cầu đầu tư giàn khoan mới tại khu vực Bắc Mỹ; (2) Các xưởng đóng giàn khoan lớn chưa sẵn sàng nhận đơn hàng để hoạt động hết công suất do chưa hồi phục hoàn toàn sau đại dịch Covid-19. Hiện tại đang chỉ có 20 đơn đặt hàng giàn tự nâng đóng mới dự kiến sẽ được bàn giao trong giai đoạn 4Q2023 tới 4Q2025. Phần lớn các giàn khoan mới này sẽ đi vào hoạt động tại khu vực Trung Đông. Trong trường hợp giá dầu tăng đột biến kích thích các nhà khai thác bổ sung thêm đơn hàng mới trong năm 2024, các giàn khoan phát sinh từ các đơn hàng mới này cũng sẽ chỉ được bàn giao sớm nhất vào năm 2026 do thời gian trung bình để xây dựng một giàn tự nâng là khoảng 2-3 năm. Do đó, chúng tôi đánh giá khả năng có một lượng lớn giàn khoan mới gia nhập thị trường trong giai đoạn 2024-2025 là rất thấp.

**Biểu đồ 3. Đơn đặt hàng/ Tổng số lượng giàn khoan toàn cầu (%)**



Nguồn: S&P Global Petrodata

**Biểu đồ 4. Số giàn khoan tự nâng đóng mới dự kiến bàn giao trong giai đoạn tháng 4Q2023 – 4Q2025**

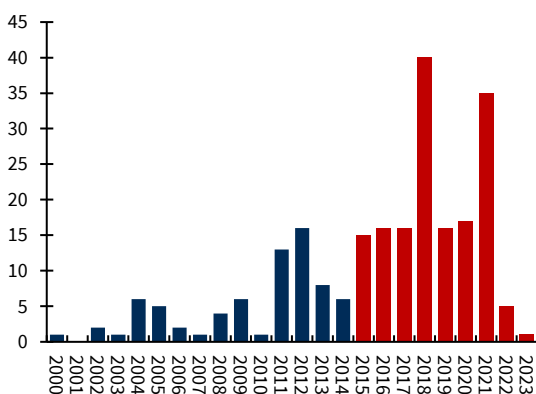


Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata, KBSV

### Một lượng lớn giàn khoan có khả năng ra khỏi thị trường do quá tuổi vận hành

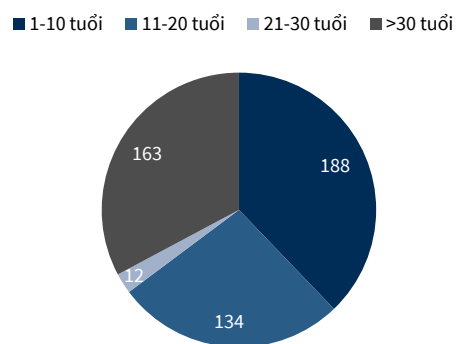
Trong giai đoạn 2015-2023, đã có tổng cộng 163 giàn khoan tự nâng bị loại bỏ khỏi thị trường vì tuổi cao hoặc không còn khả năng vận hành ổn định. Các giàn khoan tự nâng khi tới mốc 30 năm tuổi thường không thể cho thuê do lo ngại về tính ổn định, an toàn cháy nổ và chi phí bảo dưỡng tăng cao. Tuy nhiên, thị trường hiện tại vẫn còn tới 163 giàn có độ tuổi trên 30, trong đó có 62 giàn chính thức không còn khả năng vận hành. Việc các giàn khoan này sớm phải ra khỏi thị trường sẽ khiến nguồn cung càng thắt chặt, đặc biệt khi thị trường chỉ có 20 giàn khoan dự kiến được bổ sung trong 2 năm tới như chúng tôi đã đề cập ở trên.

**Biểu đồ 5. Số giàn khoan tự nâng bị loại bỏ khỏi thị trường theo từng năm**



Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata, KBSV

**Biểu đồ 6. Phân bố độ tuổi các giàn khoan tự nâng đang ở trên thị trường**



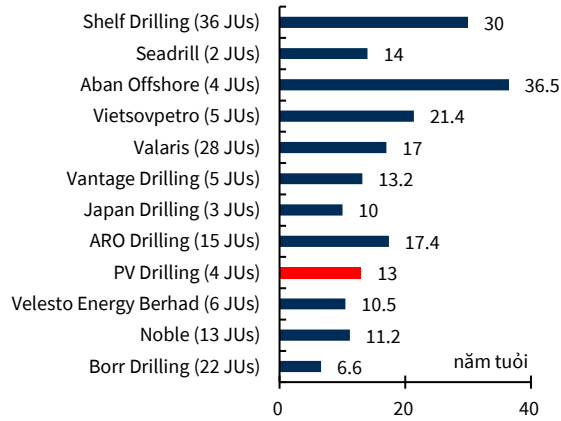
Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata, KBSV

### PVD có vị thế cạnh tranh tốt nhờ sở hữu đội khoan trẻ so với các đối thủ trong khu vực

Với việc có một số lượng lớn các giàn tự nâng đang già đi và có nguy cơ sớm ra khỏi thị trường thì đội giàn của PVD đang trở nên rất cạnh tranh so với các đối thủ trong khu vực. Trung bình các giàn tự nâng của PVD chỉ đạt 13 tuổi, đáp ứng được điều kiện đầu vào tối thiểu của các công ty khai thác dầu khí khắt khe nhất trên thế giới. Độ tuổi trẻ sẽ giúp các giàn khoan giảm thiểu chi phí bảo dưỡng, giảm rủi ro hỏng hóc, tăng hiệu suất hoạt động và tăng được giá cước

cho thuê. Kết hợp với yếu tố chi phí nhân công rẻ tương đối so với các đối thủ, chúng tôi cho rằng PVD đang có lợi thế rất lớn trong việc thương thảo hợp đồng với các khách hàng trong khu vực Đông Nam Á và Trung Đông.

**Bảng 7. Độ tuổi trung bình đội giàn tự nâng của PVD so với đối thủ**



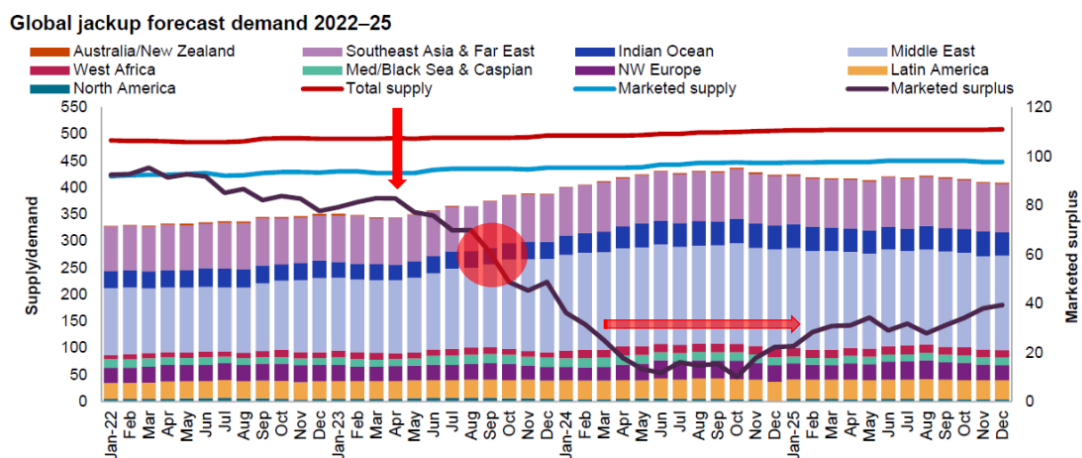
Nguồn: PVD, KBSV

**Nhu cầu thuê tăng mạnh tại khu vực Trung Đông và Đông Nam Á có thể khiến thị trường thâm hụt nguồn cung giàn tự nâng**

## 2. Kỳ vọng nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong 2 năm tới

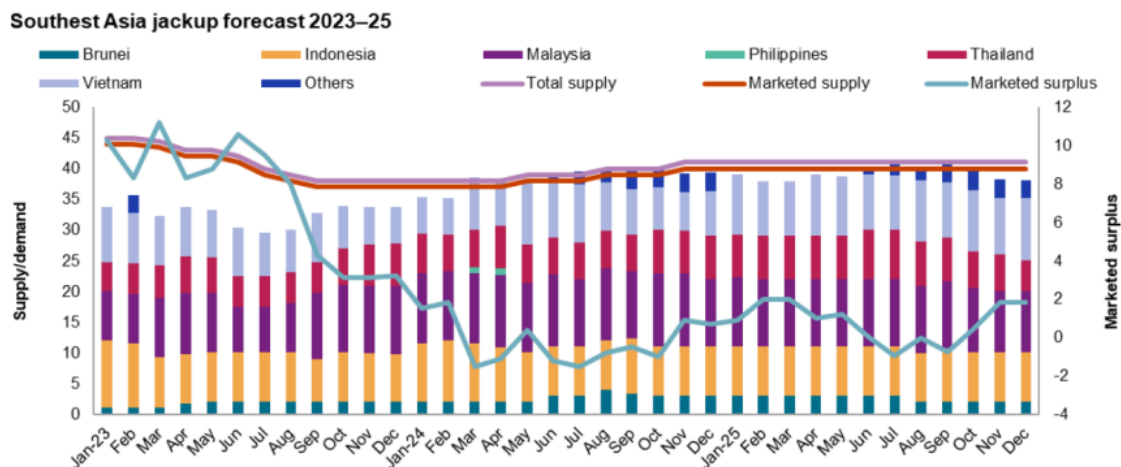
Việc giá dầu chưa có dấu hiệu giảm sâu xuống dưới mốc 70 USD/thùng sẽ khuyến khích hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) toàn cầu. Như chúng tôi đã đề cập trong Báo cáo cập nhật PVD gần nhất, nhu cầu thuê giàn khoan trong khu vực đang tăng mạnh do các nước Trung Đông tranh thủ đẩy mạnh hoạt động E&P trong giai đoạn 2023-2030. S&P Global duy trì dự báo nhu cầu thuê giàn tự nâng tại Trung Đông sẽ tăng từ 125 giàn trong 2022 lên mức 184 giàn trong 2024. Nhu cầu thuê tại khu vực Đông Nam Á cũng rất cao đến từ (1) các khách hàng từ Trung Đông và (2) các đại dự án E&P trong khu vực. S&P Global dự báo nguồn cung giàn tại Đông Nam Á sẽ bắt đầu thâm hụt vào cuối 1Q2024.

**Biểu đồ 8. Dự báo nhu cầu giàn tự nâng toàn cầu**



Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata

Biểu đồ 9. Dự báo nhu cầu giàn tự nâng tại Đông Nam Á

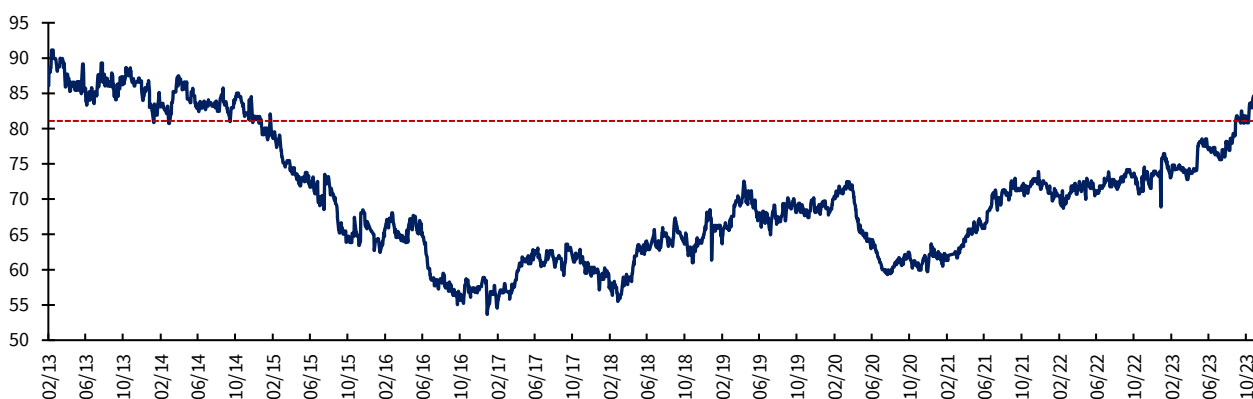


Nguồn: PVD, S&P Global Petrodata

**Hiệu suất hoạt động của giàn tự nâng đang quay trở lại mức năm 2014 (đỉnh của chu kỳ giá dầu gần nhất) do cán cân cung cầu thuận lợi**

Hiệu suất hoạt động giàn tự nâng toàn cầu đã tăng lên mức trung bình 82% trong tháng 11/2023, tiến tới gần mốc 86% vào tháng 4/2014 chủ yếu do nhu cầu thuê đang tăng mạnh trong khi nguồn cung giàn khoan hạn hẹp như chúng tôi đã đề cập ở trên. Chúng tôi cho rằng hiệu suất vận hành trung bình trên thị trường sẽ tăng mạnh do tổng số giàn khoan kỳ vọng sau khi nhận bàn giao các giàn xây mới (tổng số giàn khoan sẵn có trên thị trường + số giàn đang được xây mới) thấp hơn tới 145 giàn so với tháng 4/2014. Chúng tôi đánh giá rất khó xảy ra khả năng hiệu suất vận hành rơi trở lại mức 80% khi nhu cầu tiêu thụ kỳ vọng có khả năng hấp thụ hết nguồn cung trong 2 năm tới.

Biểu đồ 10. Diễn biến hiệu suất hoạt động giàn khoan tự nâng toàn cầu giai đoạn 2013-2023 (%)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 11. So sánh một số đặc điểm của thị trường giàn tự nâng năm 2023 với năm 2014

Khu vực	Số giàn đã có hợp đồng		Mức thay đổi
	04/2014	11/2023	
Trung Đông	127	179	52
Ấn Độ	32	34	2
Tây Phi	20	13	-7
Đông Nam Á	67	36	-31
Biển Bắc	46	29	-17
Mexico	50	33	-17
Vịnh Mexico, Mỹ	15	4	-11
Trung Quốc	30	55	25
Khác	42	20	-22
<b>Tổng số giàn đã có hợp đồng</b>	<b>429</b>	<b>403</b>	<b>-26</b>
Các giàn sẵn sàng nhận việc (không tính các giàn mất khả năng vận hành)	24	26	2
<b>Tổng số giàn trên thị trường</b>	<b>453</b>	<b>429</b>	<b>-24</b>
<b>Số giàn đang xây dựng</b>	<b>141</b>	<b>20</b>	<b>-121</b>
<b>Tổng số giàn kỳ vọng sau khi bàn giao</b>	<b>594</b>	<b>447</b>	<b>-145</b>
<b>% Hiệu suất vận hành trung bình</b>	<b>86%</b>	<b>82%</b>	<b>-4%</b>

Nguồn: S&P Petrodata, Bloomberg, KBSV

### Các giàn tự nâng của PVD dự kiến sẽ kín lịch hoạt động tới năm 2025

Các giàn PVD I và VI sẽ di chuyển tới Malaysia trong 4Q2023 để thực hiện hợp đồng kéo dài tới hết năm 2025. Giàn PVD II vẫn đang thực hiện hợp đồng tại Indonesia tới hết năm 2025. Trong tháng 11/2023, giàn PVD III đã ký hợp đồng với đối tác Pertamina để làm việc tại Indonesia từ 3Q2024 tới hết năm 2025. Như vậy, tất cả các giàn tự nâng của PVD đều đã kín lịch làm việc trong 2 năm tới. Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động của các giàn tự nâng sẽ tăng từ mức 92% trong 2023 lên khoảng 96% - 97% trong giai đoạn 2024-2025 do các giàn chỉ hoạt động tại một địa bàn cố định trong thời gian dài. Ngoài ra, trái với dự đoán của chúng tôi, PVD sẽ không đưa giàn khoan tự nâng hiện có nào về nước để phục vụ cho dự án Lô B Ô Môn. Hiện PVD đang nghiên cứu tính khả thi cho dự án đầu tư một giàn khoan tự nâng mới dành riêng cho dự án Lô B. Chúng tôi sẽ đưa giàn khoan mới này vào mô hình dự phóng khi có thêm nhiều thông tin hơn.

Biểu đồ 12. Lịch hoạt động đội giàn khoan của PVD trong giai đoạn 2023-2024

Giàn khoan	1Q2023	2Q2023	3Q2023		4Q2023		1Q2024	2Q2024	3Q2024	4Q2024	
PVD I	VSP (Vietnam)	JVPC (Vietnam)	VSP (Vietnam)	Thang Long (Vietnam)		NGP (Thailand)	Petronas (Malaysia)	Petronas (Malaysia)			
PVD II	Pertamina (Indonesia)										
PVD III	Hibiscus (Malaysia)								Pertamina (Indonesia)		
PVD VI	POVO (Vietnam)	PVEP (Vietnam)			SK Innovation (Vietnam)			Petronas (Malaysia)			
PVD V	Brunei Shell (Brunei)										
PVD 11	GBRS (Algeria)							GBRS (Algeria)			

Nguồn: PVD, KBSV

### 3. Thị trường E&P nội địa sẽ sôi động hơn từ 2024

**Triển vọng tăng trưởng mạnh của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan nhờ hoạt động E&P nội địa sôi động trong năm 2024**

Chúng tôi kỳ vọng rằng 2024 sẽ là một năm sôi động đối với thị trường E&P Việt Nam. Các dự án Tê Giác Trắng lô 16-2; Cá Ngừ Vàng lô 9-2 và Lô 05-1b/c dự kiến sẽ đi vào khai thác ngay trong cuối 1Q2024. Trong tháng 11/2023, công ty dầu khí của Mỹ Murphy Oil cũng đã đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho mỏ Lạc Đà Vàng Lô 15-1/05. PVD sẽ hưởng lợi do là nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan hàng đầu tại thị trường nội địa. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng dịch vụ kỹ thuật giếng năm 2024 có thể tăng trưởng ít nhất 15% từ mức nền thấp trong năm 2023.

**Dự án Lô B Ô Môn có tiến triển nhờ phương án tháo gỡ vướng mắc tạm thời của PVN**

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng tiến độ xin Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án Lô B Ô Môn có thể chậm trễ đến giữa năm 2024 do vấn đề cốt lõi về giá và sản lượng bán khí-điện hạ nguồn khó có thể được giải quyết trong thời gian ngắn. Tuy nhiên, kể từ Báo cáo cập nhật PVD gần nhất, dự án đã có bước tiến với việc PVN cho phép trao thầu hạn chế cho gói thầu EPCI#1 và EPCI#2. Hơn nữa, PVN cũng đề ra cơ chế cho phép các bên được đàm phán để PVN được quyền triển khai tiếp dự án và có cơ chế hoàn trả lại PVN phần chi phí đã bỏ ra nếu FID vẫn chậm trễ. Chúng tôi đánh giá phương án này tuy chưa giải quyết được vướng mắc gốc rễ của dự án, nhưng sẽ góp phần đẩy nhanh tiến độ và giúp dự án có thể đi vào khai thác từ đầu năm 2025. Trong trường hợp PVD quyết định không đầu tư giàn khoan mới, công ty sẽ chỉ hưởng lợi từ mảng dịch vụ kỹ thuật giếng phục vụ cho dự án trong năm 2025.

**Bảng 13. Danh sách một số dự án E&P nội địa trong năm 2024**

Dự án	Đơn vị khai thác	Thời gian bắt đầu kỳ vọng	Tiến độ hiện tại
Tê Giác Trắng Lô 16-2	Hoang Long/Hoan Vu JOC	01/04/2024	Mời thầu cho chiến dịch khoan 226.5 ngày, 2-3 giếng
Cá Ngừ Vàng Lô 9-2	Hoang Long/Hoan Vu JOC	01/04/2024	Mời thầu cho chiến dịch khoan 313.5 ngày, 2-3 giếng
Lô 05-1b/c	Idemitsu	01/03/2024	Kế hoạch khoan thăm dò 2 giếng
Đại Hùng GD3 Lô 05-1a	PVEP	15/07/2024	Mời thầu cho chiến dịch khoan 12 giếng
Chưa xác nhận	Cửu Long JOC	01/02/2024	Chuẩn bị công bố kế hoạch khoan
Lô 15-2/17	Murphy	01/07/2024	Mời thầu cho chiến dịch khoan 60-520 ngày (+ 400 ngày tùy chọn mở rộng), 1-6 giếng (+ 4 giếng tùy chọn mở rộng)
Lạc Đà Vàng Lô 15-1/05	Murphy	01/10/2024	Đang tìm kiếm giàn JU cho chiến dịch khoan 800 ngày
Lô 09-2	Vietsopetro	01/10/2023	Chưa xác nhận
Chưa xác nhận	Vietsopetro	01/09/2023	Mời thầu cho chiến dịch khoan 18 tháng
Lô 11-2	KNOC - Zarubezhneft	01/04/2024	Mời thầu cho chiến dịch khoan 2 giếng

Nguồn: PVD, KBSV



## Dự phóng kết quả kinh doanh

**Bảng 14. Dự phóng kết quả kinh doanh**

(Tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	2024F	+/-%YoY	Chú thích
Giá cước bình quân giàn JU (nghìn USD/ngày)	61	78	28.0%	93	19.1%	
Hiệu suất sử dụng giàn JU (%)	82.5%	92.1%		96%		
<b>Doanh thu</b>	<b>5,432</b>	<b>5,337</b>	<b>-1.7%</b>	<b>6,158</b>	<b>15.4%</b>	
Dịch vụ khoan	3,535	3,607	2.0%	4,182	15.9%	2023: Cước phí và hiệu suất hoạt động tăng nhưng không có giàn đi thuê như trong 2022 2024: Cước phí và hiệu suất tiếp tục tăng
Thương mại	115	126.35	10.0%	132.67	5.0%	
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác	1,781	1,603	-10.0%	1,844	15.0%	2023: Hoạt động E&P nội địa chưa tiến triển nhiều 2024: Kỳ vọng hoạt động E&P nội địa sôi động
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>577</b>	<b>1,136</b>	<b>96.7%</b>	<b>1,684</b>	<b>48.3%</b>	
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>	<b>10.6%</b>	<b>21.3%</b>		<b>27.4%</b>		
Dịch vụ khoan	3.6%	17.9%		26.9%		2023 & 2024: Tăng đột biến do cước phí và hiệu suất hoạt động tăng trong khi chi phí vốn không thay đổi đáng kể. Việc không sử dụng giàn đi thuê cũng góp phần cải thiện BLNG.
Thương mại	24.3%	6.0%		6.0%		
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác	23.7%	30.0%		30.0%		
Chi phí SG&A	-511	-479	-6.3%	-457	-4.6%	
LN từ HĐKD	66	657	895.5%	1,227	86.8%	
Thu nhập tài chính	118	124	5.1%	130	4.8%	
Chi phí tài chính	-313	-404	29.1%	-283	-30.0%	2023: Ảnh hưởng bởi lãi suất LIBOR và lỗ tỷ giá 2024: Kỳ vọng lãi suất LIBOR vẫn neo cao nhưng việc PVD đàm phán thay đổi cơ cấu lãi vay thành công (từ LIBOR +3% thành LIBOR +1%) sẽ giảm bớt áp lực.
Thu nhập khác (ròng)	-56	90	N.M	0	-100.0%	2023: Phát sinh khoản thu 6 triệu USD từ khách hàng bồi thường hợp đồng trong 2Q và 3Q2023
<b>LN trước thuế</b>	<b>-139</b>	<b>512</b>	<b>N.M</b>	<b>1,119</b>	<b>118.6%</b>	
<b>LN sau thuế</b>	<b>-155</b>	<b>410</b>	<b>N.M</b>	<b>895</b>	<b>118.3%</b>	

Nguồn: PVD, KBSV

## Định giá

**Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 34,300 VNĐ/cổ phiếu**

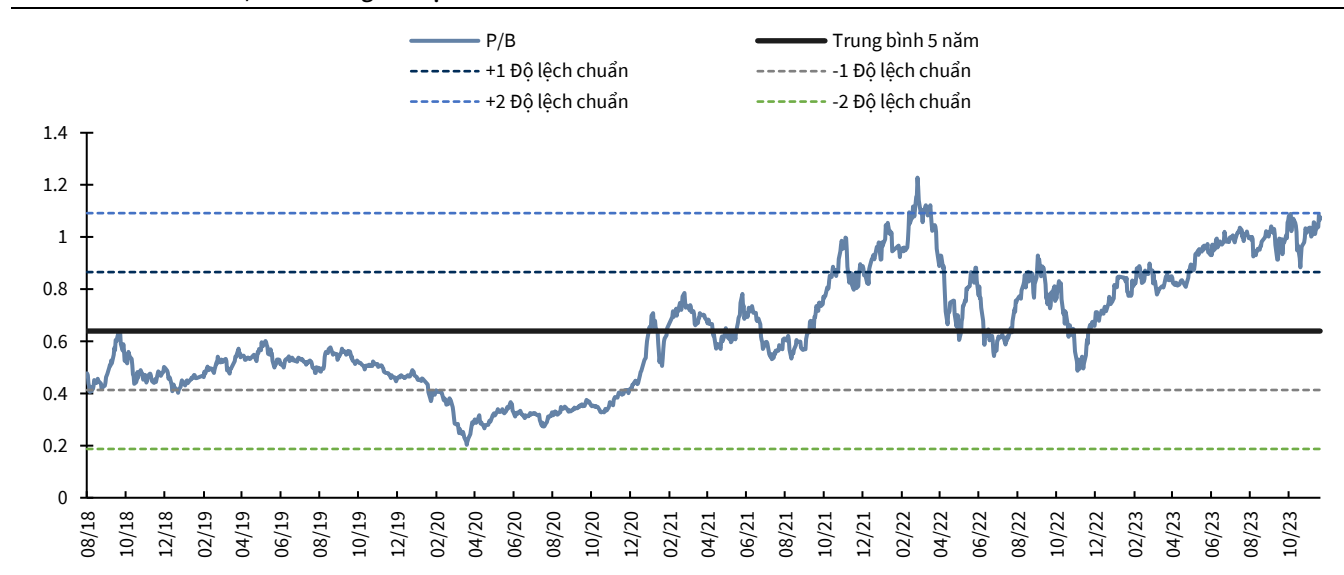
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho PVD với mức giá mục tiêu là 34,300 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 19.4% so với giá đóng cửa 28,750 VNĐ/cổ phiếu ngày 05/12/2023.

**Bảng 15. Giả định mô hình định giá FCFF**

Lãi suất phi rủi ro	5.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VNĐ)	9,967
Phần bù rủi ro	8.2%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2028	9,273
Beta	1.5	<b>Tổng giá trị hiện tại</b>	<b>19,240</b>
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	3,417
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-3,327
<b>Chi phí vốn bình quân</b>	<b>13.9%</b>	Trừ: Lợi ích CĐTS	-227
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>19,103</b>
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	556.3
		<b>Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)</b>	<b>34,300</b>
		Giá hiện tại (01/12/2023)	28,750
		Upside	19.4%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Biểu đồ 16. Diễn biến P/B của PVD giai đoạn 2018-2023**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PHỤ LỤC

## PVD – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2021A – 2024F

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F	(Tỷ VNĐ)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh số thuần	3,996	5,432	5,337	6,158	<b>TỔNG CỘNG TÀI SẢN</b>	20,761	20,704	20,848	21,376
Giá vốn hàng bán	-3,624	-4,854	-4,201	-4,474	<b>TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	5,429	5,646	6,527	7,784
Lãi gộp	371	577	1,136	1,684	Tiền và tương đương tiền	1,131	2,079	3,024	4,108
Thu nhập tài chính	164	118	124	130	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,544	424	393	368
Chi phí tài chính	-171	-313	-416	-283	Các khoản phải thu	1,936	2,163	2,193	2,369
Trong đó: Chi phí lãi vay	-109	-168	-250	-170	Hàng tồn kho, ròng	758	909	834	843
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	104	45	45	45	<b>TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	15,332	15,058	14,321	13,592
Chi phí bán hàng	-13	-18	-18	-21	Phải thu dài hạn	50	19	19	19
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-386	-493	-461	-436	Tài sản cố định	12,962	13,567	12,830	12,101
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	69	-84	410	1,119	Tài sản dở dang dài hạn	921	8	8	8
Thu nhập khác	52	5	150	0	Đầu tư dài hạn	0	0	0	0
Chi phí khác	58	60	60	0	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thu nhập khác, ròng	-6	-55	90	0	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	6,930	6,626	6,396	6,062
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	3,030	2,868	2,939	3,145
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	63	-139	500	1,119	Phải trả người bán	780	568	877	992
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-26	-16	-100	-224	Người mua trả tiền trước	16	86	65	40
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	37	-155	400	895	Vay ngắn hạn	748	835	627	668
Lợi ích của cổ đông thiểu số	17	-52	-2	-6	Nợ dài hạn	3,899	3,757	3,457	2,917
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	20	-103	402	901	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
					Doanh thu chưa thực hiện	0	0	0	0
					Vay dài hạn	3,206	3,000	2,700	2,160
					<b>VỐN CHỦ SỞ HỮU</b>	13,832	14,079	14,452	15,314
					Vốn góp	4,215	5,563	5,563	5,563
					Thặng dư vốn cổ phần	2,434	2,434	2,434	2,434
					Lãi chưa phân phối	1,923	436	811	1,678
					Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	5,041	5,438	5,438	5,438
					Lợi ích cổ đông không kiểm soát	240	229	227	222
<b>Chỉ số hoạt động</b>					<b>Chỉ số chính</b>				
					(x, %, VNĐ)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	9.3%	10.6%	21.3%	27.4%	<b>Chỉ số định giá</b>				
Tỷ suất EBITDA	17.7%	15.0%	34.0%	37.3%	P/E	-798.6	-115.0	39.8	17.8
Tỷ suất EBIT	4.3%	0.6%	14.1%	20.9%	P/E pha loãng	-798.6	-115.0	39.8	17.8
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	1.6%	-2.6%	9.4%	18.2%	P/B	0.9	1.2	1.1	1.1
Tỷ suất lãi hoạt động KD	1.7%	-1.5%	7.7%	18.2%	P/S	3.0	2.9	3.0	2.6
Tỷ suất lợi nhuận thuần	0.9%	-2.9%	7.5%	14.5%	P/Tangible Book	0.9	1.2	1.1	1.1
					P/Cash Flow	-32.2	-190.4	9.1	9.1
					Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	21.5	22.1	9.1	6.5
					Giá trị doanh nghiệp/EBIT	88.1	598.6	22.0	11.6
<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>					<b>Hiệu quả quản lý</b>				
(Tỷ VNĐ)					ROE%	0.3%	-1.1%	2.8%	5.8%
Lãi trước thuế	63	-139	500	1,119	ROA%	0.2%	-0.8%	1.9%	4.2%
Khấu hao TSCĐ	534	783	1,064	1,005	ROIC%	1.0%	0.2%	4.8%	8.7%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	133	-104	-104	-104	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Chi phí lãi vay	109	168	250	170	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.9	0.9	1.2	1.4
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	468	945	1,710	2,190	Tỷ suất thanh toán nhanh	1.5	1.6	1.9	2.2
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-289	-357	-30	-176	Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.8	2.0	2.2	2.5
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	195	-132	75	-9	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.1
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	271	-440	309	115	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.1	0.1	0.1
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-796	32	32	32	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.1	0.1	0.0	0.0
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-165	-132	-345	-392	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	-376	-84	1,751	1,760	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-608	-155	-300	-246	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.1	0.1	0.1	0.1
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	1	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.5	0.5	0.4	0.4
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-558	-787	-1,480	-1,447	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.3	0.3	0.3	0.3
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	1,299	1,907	1,242	1,276	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	2.1	2.7	2.5	2.7
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Hệ số quay vòng HTK	4.2	5.8	5.0	5.3
Cố tức và tiền lãi nhận được	324	243	243	243	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	5.4	8.1	7.4	6.6
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	457	1,208	-295	-174					
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0					
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0					
Tiền thu được các khoản đi vay	346	76	142	28					
Tiền trả các khoản đi vay	-192	-311	-650	-527					
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0					
Cố tức đã trả	-3	-3	-3	-3					
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0					
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	151	-238	-511	-502					
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	232	886	945	1,084					
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	925	1,131	2,079	3,024					
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,131	2,079	3,024	4,108					

## KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích  
binhnx@kbsec.com.vn

### Phân tích doanh nghiệp

#### Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm  
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích  
linhpp@kbsec.com.vn

#### Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp  
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích  
nguyenn1@kbsec.com.vn

#### Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích  
giangnt1@kbsec.com.vn

#### Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích  
anhntn@kbsec.com.vn

#### Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích  
thuann1@kbsec.com.vn

#### Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích  
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích  
research@kbsec.com.vn

### Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư  
anhhd@kbsec.com.vn

#### Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích  
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích  
uyenvt@kbsec.com.vn

#### Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích  
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích  
tienss@kbsec.com.vn

### Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ  
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ  
huongnt3@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

## LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

## Hệ thống khuyến nghị

---

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.