

**Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)**

**Khả quan (Duy trì)**

**Dầu khí**

Giá hiện tại	VND38.800
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND40.700/VND21.400
Giá mục tiêu	VND47.400
Giá mục tiêu trước đó	VND40.300
Consensus	10,4%
Tiềm năng tăng giá	22,2%
Tỷ suất cổ tức	2,6%
Tổng tỷ suất sinh lời	24,8%

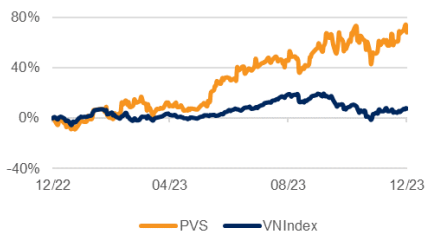
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	765
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	10,6
Room NN còn lại (tr USD)	209
Số CP lưu hành (tr)	478
Số CP sau pha loãng (tr)	478

	PVS	Peers	VNI
P/E trượt	17,7x	14,4x	13,8x
P/B hiện tại	1,5x	0,9x	1,7x
ROA	3,9%	0,5%	2,0%
ROE	8,4%	2,9%	11,7%

\* dữ liệu ngày 8/12/2023

**Diễn biến giá**



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
PVS	9,3	3,5	65,1
Tương quan VNIndex	2,8	13,0	54,7

**Cơ cấu sở hữu**

PVN	51,4%
Khác	48,6%

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) giữ vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng công trình dầu khí ngoài khơi cũng như cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí tại Việt Nam. Hơn nữa, PVS cũng đang dần trở thành một doanh nghiệp có tên tuổi trong chuỗi giá trị điện gió ngoài khơi toàn cầu với việc tham gia vào nhiều hợp đồng EPC điện gió ngoài khơi trên thị trường quốc tế thời gian qua.

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

**Lô B thúc đẩy lợi nhuận, điện gió là tương lai**

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với tiềm năng tăng giá 22,2% và tỷ suất cổ tức 2,6%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 17,6% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 11% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn của do việc điều chỉnh dự phóng EPS trong giai đoạn 2024-2026 và giả định WACC thấp hơn.
- P/E trượt là 17,7x, cao hơn P/E trung bình 5 năm (14,3x) ~0,5 độ lệch chuẩn, tương đối hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của công ty.

**Tiêu điểm tài chính**

- LN ròng 9T23 tăng 39,6% svck lên 580 tỷ đồng (23,9tr USD) nhờ thu nhập tài chính thuần tăng 36,4% svck lên 402 tỷ đồng (16,5tr USD).
- PVS là một trong những doanh nghiệp niêm yết có nền tảng tài chính vững mạnh nhất với số dư tiền mặt ròng gần 8.700 tỷ đồng (tương đương 18.100 đồng/cổ phiếu).
- Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng 24,8% svck/21,4% svck trong năm 2024-25 nhờ mảng M&C tăng trưởng mạnh.

**Luận điểm đầu tư**

**Dự án Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng trong ngắn hạn và trung hạn**

Ngày 30/10, liên danh McDermott và PVS đã chính thức được trao gói thầu EPCI#1 dự án thượng nguồn Lô B với giá trị ước tính là 1.085tr USD. PVS cũng đã trúng thầu gói EPCI#2 dự án thượng nguồn vào ngày 29/11. Theo nguồn tin trong ngành, PVS (và các đối tác) có khả năng cao trúng thầu hai gói EPCI dự án đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn (dự án trung nguồn), dự kiến sẽ được công bố vào những tháng tới. Nhìn chung, chúng tôi tin rằng chuỗi dự án Lô B với lượng backlog khổng lồ (lên tới 1,5 tỷ USD) sẽ là động lực tăng trưởng chính của PVS trong hai năm tới.

**Tham gia vào lĩnh vực điện gió ngoài khơi là định hướng kinh doanh dài hạn**

Kể từ dự án điện gió ngoài khơi đầu tiên ở Đà Loan, PVS đã ghi nhận những bước tiến mạnh mẽ trong lĩnh vực này với nhiều dự án khác tại Đà Loan và Ba Lan, mang lại lượng backlog ước tính ~800tr USD cho mảng M&C. Theo xu hướng chuyển đổi sang năng lượng xanh trên toàn cầu, chúng tôi nhận thấy điện gió ngoài khơi là một lĩnh vực đầy hứa hẹn, mang lại tiềm năng rất lớn cho mảng M&C trong dài hạn.

**Giá dầu cao hỗ trợ triển vọng của PVS**

Trong lịch sử, giá cổ phiếu của PVS thường có mối tương quan cao với giá dầu. Chúng tôi kì vọng giá dầu Brent trung bình sẽ ở mức 83-85 USD/thùng, điều này sẽ giúp các dự án dầu khí trở nên khả thi và tạo môi trường thuận lợi cho các nhà cung cấp dịch vụ dầu khí như PVS.

**P/E khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng của doanh nghiệp**

PVS hiện đang giao dịch tại mức P/E năm 2024 là 15,3x, cao hơn so với mức trung bình 5 năm là 14,3x, nhưng vẫn khá hấp dẫn nhờ triển vọng tăng trưởng tích cực với tốc độ tăng trưởng kép LN ròng năm 2024-25 đạt 23,1%.

	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT	14,8%	11,7%	45,6%	22,3%
Tăng trưởng EPS	31,0%	9,9%	24,8%	21,4%
Biên LN gộp	5,6%	5,0%	4,5%	4,9%
Biên LN ròng	5,4%	5,3%	4,6%	4,5%
P/E (x)	21,0	19,1	15,3	12,6
P/B (x)	0,8	1,4	1,4	1,4
ROAE	7,3%	7,7%	9,3%	11,2%
Nợ ròng trên VCSH	(29,7%)	(28,0%)	(25,7%)	(29,2%)

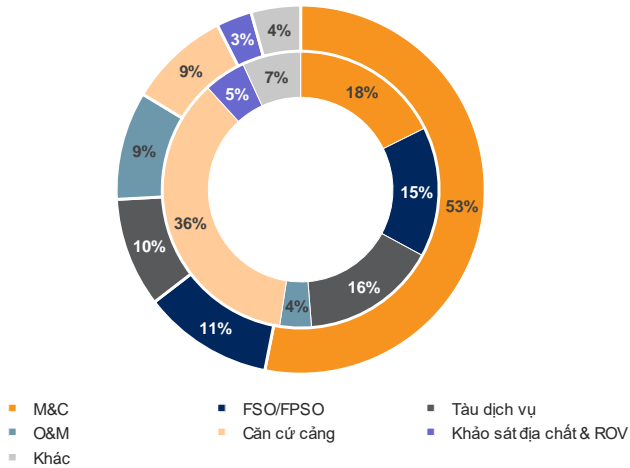
## Tổng quan doanh nghiệp

### Doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp công trình Dầu khí ngoài khơi và cung cấp dịch vụ kỹ thuật Dầu khí tại Việt Nam

PTSC, thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), được thành lập trên cơ sở sáp nhập Công ty Dịch vụ Dầu khí (PSC) và Công ty Dịch vụ Địa vật lý và Kỹ thuật Dầu khí (GPTS) vào năm 1993. Năm 2006, PTSC tiến hành cổ phần hóa và IPO thành công, và cổ phiếu của công ty chính thức niêm yết trên HNX với mã chứng khoán PVS năm 2007.

Hoạt động kinh doanh cốt lõi của PTSC là cung cấp các dịch vụ kỹ thuật cho các lĩnh vực dầu khí, năng lượng và công nghiệp bao gồm các giải pháp kỹ thuật cao, chất lượng cao và chuyên nghiệp tiếp cận tiêu chuẩn quốc tế như: EPCIC cho các công trình ngoài khơi; EPC cho các nhà máy công nghiệp; FSO/FPST; Tàu dịch vụ ngoài khơi; Khảo sát địa chất; Lắp đặt, vận hành và bảo trì các công trình ngoài khơi; Căn cứ cảng và Cung cấp nguồn nhân lực kỹ thuật.

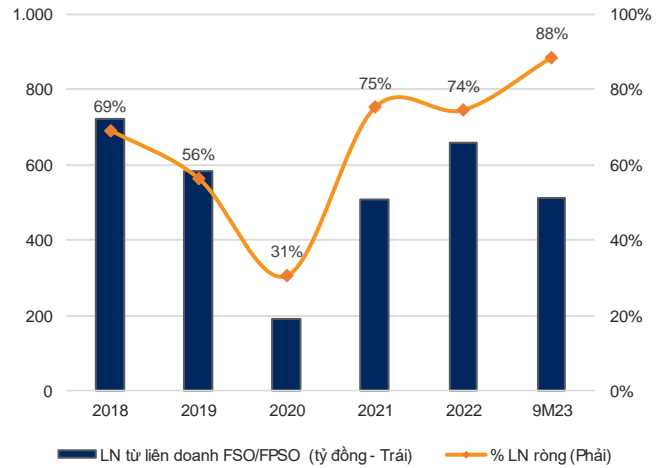
Hình 1: Tỷ trọng doanh thu và lợi nhuận gộp theo từng mảng kinh doanh năm 2022



\* vòng ngoài: Doanh thu  
\* vòng trong: LN gộp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Thu nhập từ liên doanh FSO/FPST đóng vai trò quan trọng trong lợi nhuận của PVS



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hiện PTSC đang giữ vị trí dẫn đầu trong lĩnh vực xây dựng công trình dầu khí ngoài khơi cũng như cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí tại Việt Nam và trở thành công ty có tên tuổi trên thị trường quốc tế với nhiều hợp đồng EPCI tại khu vực Đông Nam Á và Qatar. Đáng chú ý, PTSC bắt đầu tham gia lĩnh vực điện gió ngoài khơi từ năm 2022 với hợp đồng EPCI cho dự án điện gió Hai Long tại Đà Loan, mở ra hướng kinh doanh mới cho công ty trong dài hạn.

## Tóm tắt KQKD: LN ròng 9T23 cải thiện nhờ thu nhập tài chính tăng mạnh

Hình 3: Tổng quan KQKD Q3/23 và 9T23

ĐVT: Tỷ đồng	Q3/22	Q3/23	% svck	9T22	9T23	% svck	% sv dự phóng 2023	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.502</b>	<b>4.176</b>	<b>19,2%</b>	<b>11.082</b>	<b>12.591</b>	<b>13,6%</b>	<b>66,0%</b>	Doanh thu 9T23 tăng 13,6% svck chủ yếu nhờ doanh thu mảng M&C tăng cao
Tàu dịch vụ	478	398	-16,7%	1.203	1.125	-6,5%		
FSO/FPSO	480	527	9,6%	1.379	1.497	8,5%		
Khảo sát địa chấn/địa chất	186	152	-18,4%	434	219	-49,5%		
Căn cứ cảng	316	313	-0,8%	1.012	975	-3,6%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	1.684	2.119	25,9%	5.470	7.085	29,5%		DT mảng M&C 9T23 tăng trưởng 29,5% svck, đến từ sự đóng góp của các hợp đồng EPC mới ký kết trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi như dự án điện gió Changhua tại Đài Loan và dự án gió điện gió Baltica 2 tại Ba Lan
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	189	478	152,3%	1.054	1.222	15,9%		
Dịch vụ khác	169	188	11,6%	529	467	-11,7%		
<b>LN góp</b>	<b>201</b>	<b>181</b>	<b>-10,4%</b>	<b>539</b>	<b>572</b>	<b>6,2%</b>	<b>54,0%</b>	
Tàu dịch vụ	57	40	-30,9%	102	122	19,7%		
FSO/FPSO	54	0	-99,5%	113	59	-47,7%		
Khảo sát địa chấn/địa chất	31	31	-0,4%	28	27	-6,5%		
Căn cứ cảng	78	95	21,3%	238	213	-10,3%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	(20)	(12)	-38,6%	27	87	224,5%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	(4)	15	-440,9%	8	45	475,3%		
Dịch vụ khác	5	13	142,3%	22	18	-18,7%		
<b>Biên LN góp</b>	<b>5,8%</b>	<b>4,3%</b>	<b>-1,4 điểm%</b>	<b>4,9%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-0,3 điểm%</b>		
Tàu dịch vụ	12,0%	10,0%	-2,0 điểm%	8,5%	10,9%	2,4 điểm%		
FSO/FPSO	11,2%	0,0%	-11,2 điểm%	8,2%	4,0%	-4,2 điểm%		
Khảo sát địa chấn/địa chất	16,6%	20,2%	3,7 điểm%	6,6%	12,1%	5,6 điểm%		
Căn cứ cảng	24,7%	30,2%	5,5 điểm%	23,5%	21,9%	-1,6 điểm%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	-1,2%	-0,6%	0,6 điểm%	0,5%	1,2%	0,7 điểm%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	-2,3%	3,1%	5,3 điểm%	0,7%	3,7%	2,9 điểm%		
Dịch vụ khác	3,1%	6,8%	3,7 điểm%	4,2%	3,9%	-0,3 điểm%		
Chi phí bán hàng	19	22	18,2%	52	59	12,7%	65,5%	
Chi phí QLDN	169	262	54,7%	671	664	-1,0%	85,9%	
EBIT	14	(103)	-862,8%	(184)	(151)	-18,0%		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	116	165	41,9%	295	402	36,4%		LN tài thuần ròng 9T23 tăng 36,4% svck nhờ thu nhập tiền gửi tăng mạnh 111,3% svck lên 363 tỷ đồng. PVS là một trong những DN hưởng lợi chính từ môi trường lãi suất cao trong 6T23 nhờ nắm giữ lượng lớn số dư tiền mặt ròng
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	160	178	10,8%	496	512	3,2%	74,1%	
Thu nhập khác	8	(22)	-368,9%	66	13	-81,0%		
LNTT	298	217	-27,2%	672	775	15,3%	55,5%	
<b>LN ròng</b>	<b>192</b>	<b>141</b>	<b>-26,6%</b>	<b>415</b>	<b>580</b>	<b>39,6%</b>	<b>55,3%</b>	Thấp hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024/25: Triển vọng tích cực nhờ lượng backlog mảng M&C khổng lồ

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	19.089	18.282	-4,2%	24.644	26.616	8,0%	28.371	32.539	14,7%	Chúng tôi tăng dự phóng DT năm 2024-25 chủ yếu nhờ tăng giá trị hợp đồng mà PVS có thể ký kết được từ dự án Lô B - Ô Môn từ 1 tỷ USD lên 1,5 tỷ USD
LN gộp	1.059	915	-13,6%	1.410	1.192	-15,5%	1.631	1.601	-1,9%	Chúng tôi giảm dự phóng LN gộp năm 2024-25 sau khi điều chỉnh giảm LN gộp M&C do: (1) chúng tôi nhận thấy biên LN gộp của các dự án ở giai đoạn đầu thường rất nhỏ, và (2) chúng tôi ghi nhận chi phí dự phòng bảo hành cho một số dự án sắp hoàn thành như như Gallaf Batch 3 và điện gió Hai Long
Biên LN gộp (%)	5,5%	5,0%	-0,5 điểm%	5,7%	4,5%	-1,2 điểm%	5,8%	4,9%	-0,8 điểm%	
Chi phí bán hàng	90	86	-4,2%	99	101	2,6%	111	114	2,9%	
Chi phí QLDN	773	823	6,4%	764	812	6,3%	823	879	6,8%	
EBIT	196	6	-96,9%	548	279	-49,0%	698	609	-12,8%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	414	503	21,4%	351	391	11,4%	360	359	-0,2%	Chúng tôi nâng dự phóng LN tài chính thuần năm 2023-24 để phản ánh kết quả 9T23 cao hơn dự kiến
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	691	687	-0,5%	727	724	-0,4%	714	711	-0,4%	
LN khác	95	91	-4,2%	123	227	84,2%	156	278	77,9%	Chúng tôi nâng dự phóng LN khác năm 2024-25 để tính đến khả năng PVS sẽ hoàn nhập chi phí bảo hành tại một số dự án như Sao Vàng - Đại Nguyệt và Gallaf Batch 1. Chúng tôi nhận thấy rằng PVS thường ghi nhận hoàn nhập chi phí bảo hành từ các dự án đã hoàn thành sau 3-5 năm. Về cơ bản, chi phí dự phòng bảo hành này là một khoảng LN công ty được trích ra để bảo hiểm cho các dự án M&C
LNTT	1.397	1.288	-7,8%	1.749	1.621	-7,3%	1.928	1.956	1,5%	
LN ròng	1.048	971	-7,4%	1.293	1.212	-6,3%	1.443	1.471	1,9%	
EPS (đồng)	2.193	2.031	-7,4%	2.706	2.535	-6,3%	3.019	3.077	1,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### PVS trúng thầu hầu hết các gói thầu chủ chốt trong chuỗi dự án Lô B – Ô Môn, cung cấp khối lượng công việc rất lớn cho mảng M&C trong những năm tới

Ngày 30/10, PVN tổ chức lễ ký kết Dự án chuỗi giá trị khí điện Lô B – Ô Môn. Trong sự kiện này, PVS và McDermott đã chính thức được trao gói thầu EPCI#1 dự án thượng nguồn với giá trị ước tính là 1.085 triệu USD. Ngoài ra, PVS cũng vừa trúng thầu gói thầu EPCI#2 dự án thượng nguồn vào ngày 29/11, liên quan đến việc xây dựng một số giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mô. Theo các nguồn tin trong ngành, khả năng cao PVS (và các đối tác) sẽ trúng thầu hai gói EPCI về dự án đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn (dự án trung nguồn), dự kiến sẽ được công bố trong những tháng tới. Nhìn chung, chúng tôi ước tính tổng khối lượng backlog cho mảng M&C của PVS từ chuỗi dự án Lô B đạt ~1,5 tỷ USD. Đây sẽ là động lực tăng trưởng chính cho PVS trong ngắn hạn và trung hạn.

**Hình 5: Chuỗi dự án Lô B - Ô Môn – Một số gói thầu chính**

Gói thầu	Phạm vi công việc	Vốn đầu tư ước tính (tr. USD)	Nhà thầu
Thượng nguồn EPCI#1	1 giàn công nghệ trung tâm (CPP), 1 giàn nhà ở, tháp đoốc và các cầu nối cho dự án phát triển mỏ khí Lô B	1.086	Liên danh McDermott và PTSC
Thượng nguồn EPCI#2	04 giàn thu gom/ giàn đầu giếng (Hub platforms/ Wellhead Platforms) có tổng khối lượng gần 15.000 tấn; 3 đường ống nội mỏ 20 inch, 1 đường ống 8 inch với tổng chiều dài gần 50km	400	PTSC M&C
Thượng nguồn FSO	Một kho nổi FSO chứa condensate	N/A	Chưa công bố (PVS tham gia đấu thầu)
Trung nguồn EPCI đường ống biển	Đường ống biển 26 inch dài 300km đến đất liền	750	Chưa công bố (Ứng viên tiềm năng là liên danh McDermott và PTSC)
Trung nguồn EPC đường ống trên bờ	Đường ống trên bờ dài 100km đến trung tâm điện lực Ô Môn	N/A	Chưa công bố (Ứng viên tiềm năng là liên danh PTSC và Lilama 18)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng hoạt động E&P tại Việt Nam cũng sẽ sôi động hơn từ năm 2024 trở đi với nhiều dự án quy mô nhỏ hơn dự kiến được triển khai, như Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng pha 2B hay Nam Du – U Minh. Và chúng tôi tin rằng PVS với vị thế dẫn đầu tại thị trường Việt Nam sẽ có nhiều khả năng giành được các hợp đồng EPCI cho các dự án này.

**Hình 6: Một số dự án dầu khí trong nước đang và dự kiến sẽ được triển khai**

Dự án	Bể dầu khí	Nhà điều hành	Capex (tr. USD)	Thời gian					
				2022	2023	2024	2025	2026	2027
Mở rộng mỏ Bạch Hổ	Cửu Long	Vietsovpetro	90						
Đại Hùng pha 3	Nam Côn Sơn	PVEP POC	112						
Kinh Ngư Trắng	Cửu Long	Vietsovpetro	650						
Lạc Đà Vàng	Cửu Long	Murphy	693						
Sư Tử Trắng pha 2B	Cửu Long	Cửu Long JOC	1.100						
Nam Du - U Minh	PM3 - Cà Mau	Jadestone	N/A						
Lô B - Ô Môn	PM3 - Cà Mau	Phú Quốc POC	6.700						

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tham gia vào lĩnh vực điện gió ngoài khơi là định hướng kinh doanh trong dài hạn

Kể từ dự án điện gió ngoài khơi đầu tiên tại Đài Loan, PVS đã ghi nhận những bước tiến mạnh mẽ trong lĩnh vực này với việc tham gia vào nhiều dự án điện gió khác tại Đài Loan và Ba Lan. Gần đây nhất, liên danh gồm Semco Maritime và PTSC M&C đã được trao thầu hợp đồng EPC xây dựng trạm biến áp ngoài khơi công suất 500 MW trong dự án điện gió ngoài khơi Feng Miao (Fengmiao) tại Đài Loan. Chúng tôi ước tính tất cả các dự án điện gió ngoài khơi đã mang lại giá trị backlog khoảng 800 triệu USD cho mảng M&C của PVS trong giai đoạn 2022-2026. Theo xu hướng chuyển đổi sang năng lượng xanh trên toàn cầu, chúng tôi nhận thấy điện gió ngoài khơi sẽ là lĩnh vực đầy hứa hẹn, mang lại tiềm năng tăng trưởng rất lớn cho mảng M&C của PVS trong dài hạn.

Hình 7: Những dự án M&C chính của PVS kể từ năm 2024 (Đã đưa vào mô hình dự phóng của chúng tôi)

STT	Dự án	Giá trị HD ước tính của PVS (tr. USD)	DT ước tính ghi nhận năm 2024 (tr. USD)	GTHĐ còn lại cuối năm 2024 (tr. USD)	Thời gian triển khai	Thông tin dự án
<b>Dự án đã trúng thầu</b>						
1	Gallaf Batch 3	360	18	-	Q3/21 - Q1/24	PVS đảm nhiệm vai trò nhà thầu EPC dự án Gallaf Batch 3 (gói 5) với tổng khối lượng công việc khoảng 19.000 tấn cho 2 giàn đầu giếng. Dự án sẽ cung cấp việc làm trong công ty cho đến cuối đầu năm 2024
2	Điện gió Hai Long - Đài Loan	90	18	-	Q3/22 - Q1/24	PVS và đối tác chịu trách nhiệm thiết kế, kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và đưa vào vận hành hai trạm biến áp ngoài khơi, bao gồm cả phần chân đế với khối lượng chế tạo lên đến 18.000 tấn
3	Điện gió Changhua - Đài Loan	300	120	120	Q2/23 - 2025	PTSC sẽ thực hiện mua sắm, chế tạo và bàn giao 33 chân đế trụ điện gió cho Dự án Điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2b & 4
4	Điện gió Baltica 2 - Ba Lan	200	60	100	Q2/23 - 2025	Liên danh Semco Maritime và PTSC M&C giành được hợp đồng EPC cung cấp bốn trạm biến áp ngoài khơi công suất 375 MW cho dự án điện gió ngoài khơi Baltica 2 ở Ba Lan. Các trạm biến áp sẽ được sản xuất tại xưởng của PTSC M&C tại Vũng Tàu trong năm 2023-2026
5	Điện gió Fengmiao - Đài Loan	200	60	140	2023 - 2026	Liên danh Semco Maritime và PTSC M&C đã được trao hợp đồng EPC cho trạm biến áp ngoài khơi công suất 500 MW của dự án điện gió ngoài khơi Fengmiao tại Đài Loan. Toàn bộ kết cấu của dự án sẽ được thi công tại xưởng của PTSC M&C ở Vũng Tàu, dự kiến trong giai đoạn 2023-2026
6	Lô B - Dự án thượng nguồn	900	180	720	2024 - 2027	Dự án thượng nguồn Lô B bao gồm hai gói EPCI. Gói EPC#1 gồm dịch vụ EPCI và HUC cho một giàn công nghệ trung tâm (CPP), giàn nhà ở, tháp đúc và các cầu nối cho dự án phát triển mỏ khí Lô B. Gói EPC#2 liên quan đến việc xây dựng 4 giàn thu gom/ giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mỏ
<b>Dự án tiềm năng</b>						
1	Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn	600	120	480	2024 - 2027	Đường ống Lô B - Ô Môn gồm hai phần: đường ống ngoài khơi 26 inch dài 300 km tới đất liền và đường ống trên bờ dài 100 km đến trung tâm điện lực Ô Môn
2	Lạc Đà Vàng	245	74	172	2024 - 2026	Kế hoạch phát triển toàn bộ mỏ (FDP) đã được phê duyệt vào tháng 6/2023 và Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) được trao vào tháng 11/2023. Dòng dầu đầu tiên cho giàn CPP/LDV-A dự kiến vào năm 2026 và LDV-B vào cuối năm 2027. Murphy cũng đang tiến hành thăm dò tại các mỏ lân cận (Lạc Đà Trắng, Lạc Đà Nâu,...) và Lô 15-2/17
3	Sử Tử Trắng pha 2B	250	75	175	2024 - 2026	Pha 2A cho dòng khí đầu tiên vào tháng 7/2021. Dòng khí đầu tiên cho pha 2B dự kiến vào năm 2026
4	Nam Du - U Minh	150	30	120	2024 - 2026	Jadestone đang đàm phán sửa đổi hợp đồng mua bán khí và phát triển mỏ với chính phủ Việt Nam. Dòng khí đầu tiên dự kiến không sớm hơn năm 2026

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Chúng tôi dự phóng tăng trưởng kép LN ròng đạt 23,1% trong giai đoạn 2024-25

Với khối lượng backlog khổng lồ từ danh mục các dự án hiện tại trong mảng M&C, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng M&C sẽ tăng 70,5%/29,3% svck trong giai đoạn 2024-25, trở thành động lực tăng trưởng chính của PVS trong những năm tới. Theo đó, chúng tôi ước tính tăng trưởng kép DT và LN ròng của PVS sẽ lần lượt đạt mức 33,4%/23,1% trong giai đoạn 2024-25.

## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 47.400 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu cao hơn là 47.400 đồng, dựa trên tỷ trọng tương đương giữa định giá DCF và P/E mục tiêu giai đoạn 2024-25 là 17,2 lần (+0,5 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 5 năm). Chúng tôi tin rằng PVS xứng đáng được định giá ở mức cao hơn so với P/E trung bình 5 năm nhờ: (1) triển vọng tích cực của công ty nhờ vào khối lượng backlog khổng lồ trong mảng M&C và (2) giá dầu dự kiến vẫn sẽ ở mức cao trên 80 USD/thùng trong hai năm tới.

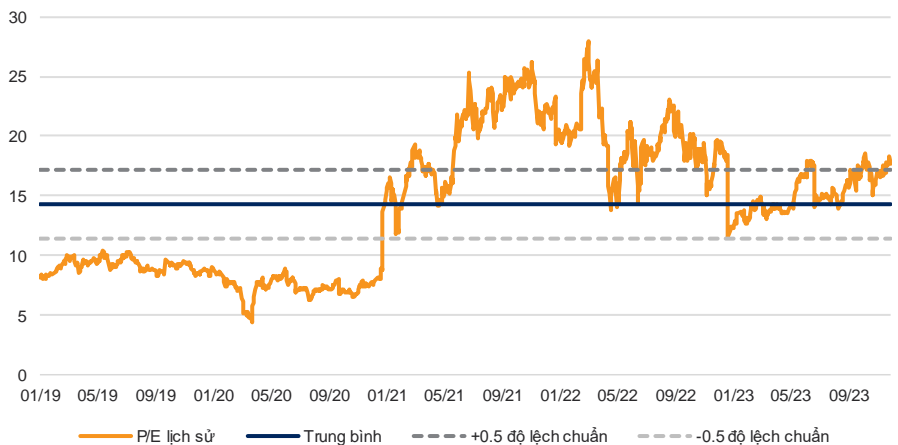
Chúng tôi nhận thấy rằng mức tăng 18% của giá cổ phiếu trong 2 tháng qua đã phần nào phản ánh lượng backlog khổng lồ mà PVS có được từ chuỗi dự án Lô B, nhưng định giá vẫn hấp dẫn trong dài hạn nhờ triển vọng tăng trưởng LN ròng mạnh mẽ với tốc độ tăng trưởng kép là 23,1% trong năm 2024-25.

Hình 8: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	46.696	50%	23.348
P/E mục tiêu năm 2024-25 là 17.2x	48.125	50%	24.063
Giá mục tiêu			47.411
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>47.400</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: P/E lịch sử của PVS



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giá mục tiêu của chúng tôi tăng thêm 17,6% nhờ việc: (1) điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024-26, (2) chuyển mô hình DCF sang năm 2024 và (3) giảm giả định WACC từ 14,6% xuống 13,8% khi chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm tại ngày 30/9) và [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 10% xuống 9,6%.

Hình 10: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>14,9%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	12.219
Nợ	1.376
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
<b>WACC</b>	<b>13,8%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,5%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>26.616</b>	<b>32.539</b>	<b>33.227</b>	<b>28.296</b>	<b>29.711</b>
% svck	45,6%	22,3%	2,1%	-14,8%	5,0%
GVHB & OPEX	(26.337)	(31.930)	(32.345)	(27.520)	(28.896)
EBIT	279	609	881	776	815
Biên LN hoạt động KD	1,0%	1,9%	2,7%	2,7%	2,7%
Thuế khả dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT x (1-mức thuế)	223	487	705	621	652
+ Chi phí khấu hao	602	599	585	564	592
% doanh thu	2,3%	1,8%	1,8%	2,0%	2,0%
- Capex	(1.065)	(576)	(498)	(424)	(327)
% doanh thu	-4,0%	-1,8%	-1,5%	-1,5%	-1,1%
+ Thay đổi vốn lưu động	(458)	(309)	(17)	268	(446)
% doanh thu	-1,7%	-1,0%	-0,1%	0,9%	-1,5%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.342	1.347	1.490	1.502	1.498
% doanh thu	5,0%	4,1%	4,5%	5,3%	5,0%
Dòng tiền tự do (UFCF)	645	1.547	2.265	2.531	1.970

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 13: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
		13,9%	14,4%	Cơ sở 14,9%	15,4%	15,9%	
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	1,1%	48.443	47.211	46.066	44.999	44.003
		1,3%	48.814	47.550	46.376	45.284	44.265
		1,5%	49.199	47.900	46.696	45.577	44.534
		1,7%	49.597	48.262	47.027	45.880	44.813
		1,9%	50.009	48.637	47.369	46.193	45.099

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



**Hình 14: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ dầu khí**

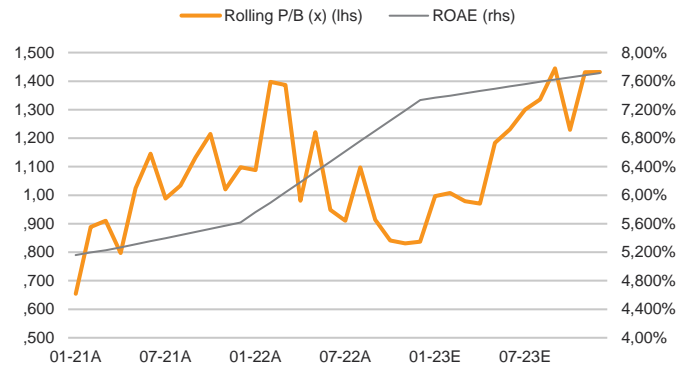
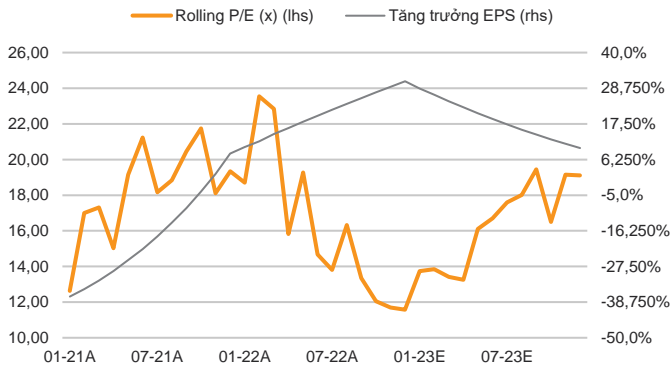
Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tr. USD)	Nợ ròng trên VCSH	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)		
				2023	2024	2023	2024	TTM	2024	Hiện tại	2024	2023	2024	2023	2024	
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	158	-26%	67,0%	7,5%	-353,3%	124,6%	N/A	17,0	0,6	0,4	-2,4%	1,9%	-11,3%	0,6%	
Yinson Holdings	YNS MK	1.545	124%	-5,3%	7,9%	31,3%	9,6%	11,2	10,2	1,4	1,2	12,2%	12,4%	4,6%	4,5%	
Seatrium Ltd	STM SP	5.403	33%	191,8%	27,7%	38,8%	157,3%	N/A	35,3	0,9	0,8	-3,7%	2,9%	-1,8%	1,4%	
Hyundai Engineering	000720 KS	3.071	-29%	33,7%	0,9%	33,8%	2,8%	17,9	7,0	0,5	0,5	7,1%	6,8%	2,9%	2,9%	
Keppel Corp	KEP SP	8.928	77%	14,3%	3,5%	64,2%	-30,8%	14,2	12,3	1,1	1,1	7,9%	8,7%	3,1%	3,2%	
<i>Trung bình</i>					60,3%	9,5%	-37,1%	52,7%	14,4	16,4	0,9	0,8	4,2%	6,5%	-0,5%	2,5%
<b>PTSC</b>	<b>PVS VN</b>	<b>765</b>	<b>-67%</b>	<b>45,6%</b>	<b>22,3%</b>	<b>24,8%</b>	<b>21,4%</b>	<b>17,7</b>	<b>15,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>7,7%</b>	<b>9,3%</b>	<b>3,7%</b>	<b>4,4%</b>	

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 08/12)

### **Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:**

- Động lực tăng giá là khối lượng backlog lớn hơn trong mảng M&C.
- Rủi ro giảm giá là các dự án dầu khí lớn tiếp tục bị trì hoãn, đặc biệt là việc trao FID cho dự án Lô B do vướng mắc trong quá trình hoàn tất các đàm phán thương mại. Ngoài ra, một rủi ro lớn khác đối với khuyến nghị của chúng tôi là giá dầu Brent, vốn có thể ảnh hưởng đến tâm lý chung đối với nhóm cổ phiếu dầu khí nếu giá dầu giảm mạnh xuống mức thấp trong 2-3 năm tới. Kịch bản cơ sở của chúng tôi về giá dầu Brent trung bình giai đoạn 2024-25 là 83 đến 85 USD/thùng, đây về cơ bản sẽ là điều kiện thuận lợi cho các công ty cung cấp dịch vụ dầu khí.

Định giá



Báo cáo KQ HKKD

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	18.282	26.616	32.539
Giá vốn hàng bán	(17.367)	(25.424)	(30.938)
Chi phí quản lý DN	(823)	(812)	(879)
Chi phí bán hàng	(86)	(101)	(114)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>6</b>	<b>279</b>	<b>609</b>
EBITDA thuần	537	881	1.207
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(531)</b>	<b>(602)</b>	<b>(599)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>6</b>	<b>279</b>	<b>609</b>
Thu nhập lãi	655	531	492
Chi phí tài chính	(152)	(140)	(133)
Thu nhập ròng khác	91	227	278
TN từ các Cty LK & LD	687	724	711
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.288</b>	<b>1.621</b>	<b>1.956</b>
Thuế	(255)	(332)	(391)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(62)	(77)	(94)
<b>LN ròng</b>	<b>971</b>	<b>1.212</b>	<b>1.471</b>
Thu nhập trên vốn	971	1.212	1.471
Cổ tức phổ thông	(335)	(478)	(478)
<b>LN giữ lại</b>	<b>636</b>	<b>734</b>	<b>993</b>

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	5.228	4.997	5.541
Đầu tư ngắn hạn	5.079	5.333	5.600
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.408	6.417	7.845
Hàng tồn kho	1.332	1.950	2.373
Các tài sản ngắn hạn khác	308	449	548
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>16.355</b>	<b>19.145</b>	<b>21.908</b>
Tài sản cố định	3.424	3.886	3.864
Tổng đầu tư	4.973	4.998	5.015
Tài sản dài hạn khác	1.255	1.161	1.073
<b>Tổng tài sản</b>	<b>26.007</b>	<b>29.190</b>	<b>31.860</b>
Vay & nợ ngắn hạn	783	816	844
Phải trả người bán	4.758	6.927	8.469
Nợ ngắn hạn khác	2.981	3.541	3.841
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>8.522</b>	<b>11.284</b>	<b>13.154</b>
Vay & nợ dài hạn	619	647	568
Các khoản phải trả khác	3.182	3.523	3.975
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	4.367	4.210	4.367
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>12.950</b>	<b>12.985</b>	<b>13.377</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	733	752	787
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>26.007</b>	<b>29.190</b>	<b>31.860</b>

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.288</b>	<b>1.621</b>	<b>1.956</b>
Khấu hao	531	602	599
Thuế đã nộp	(177)	(230)	(271)
Các khoản điều chỉnh khác	(715)	(803)	(831)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(227)</b>	<b>(458)</b>	<b>(309)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>699</b>	<b>732</b>	<b>1.143</b>
Đầu tư TSCĐ	(914)	(1.065)	(576)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	6	6	6
Các khoản khác	526	513	501
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(382)</b>	<b>(545)</b>	<b>(70)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	27	59	(50)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(335)	(478)	(478)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(308)</b>	<b>(419)</b>	<b>(528)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.219	5.228	4.997
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>8</b>	<b>(231)</b>	<b>545</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.228	4.997	5.541

Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	5,3%	4,6%	4,5%
Vòng quay TS	0,71	0,96	1,07
ROAA	3,7%	4,4%	4,8%
Đòn bẩy tài chính	2,06	2,13	2,32
ROAE	7,7%	9,3%	11,2%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	88,0	88,2	88,0
Số ngày nắm giữ HTK	28,0	28,1	28,0
Số ngày phải trả tiền bán	100,0	99,7	99,9
Vòng quay TSCĐ	5,66	7,28	8,40
ROIC	6,4%	8,0%	9,4%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,9	1,7	1,7
Khả năng thanh toán nhanh	1,8	1,5	1,5
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,2	0,9	0,8
Vòng quay tiền	16,0	16,6	16,1
<b>Chỉ số tăng trưởng (voy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	11,7%	45,6%	22,3%
Tăng trưởng LN từ HKKD	(18,2%)	4.533,0%	118,0%
Tăng trưởng LN ròng	9,9%	24,8%	21,4%
Tăng trưởng EPS	9,9%	24,8%	21,4%

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](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>