

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

- PVS ghi nhận LN ròng Q4/23 đạt 286 tỷ (-5.3% svck), lũy kế cả năm 2023 LN ròng đạt 866 tỷ đồng (-2.0% svck). Mảng M&C chiếm tỷ trọng doanh thu lớn nhất nhưng không đóng góp đáng kể vào lợi nhuận gộp của PVS trong năm 2023.
- Chúng tôi dự báo LN ròng GD 2024-2025 tăng 31.8%-19.3% svck do kỳ vọng một số dự án khâu thượng nguồn dầu khí được triển khai và tạo cơ hội cho PVS.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 47,000 đồng/cp (+28.8% so với giá đóng cửa ngày 27/2/2024).

Kết quả kinh doanh năm 2023 còn khiêm tốn

Trong Q4/23, doanh thu của PVS tăng 26.8% svck, chủ yếu do tăng trưởng doanh thu mảng hoạt động cốt lõi là cơ khí, đóng mới, xây lắp (M&C) (+26% svck). Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp mảng M&C thường xuyên ghi nhận ở mức tương đối thấp (Q4/23: 1.8%, Q3/23: -0.6%) khiến biên LNG Q4/23 chỉ đạt 5.6% (giảm 1.5 điểm % svck), LN ròng Q4/23 đạt 286 tỷ đồng (-5.3% svck). Lũy kế cả năm 2023, PVS ghi nhận tổng doanh thu đạt 19,349 tỷ đồng (+18.2% svck); lợi nhuận ròng đạt 866 tỷ đồng (giảm 2.0% svck). Đây là kết quả chưa thực sự khả quan so với kỳ vọng của thị trường vào PVS, chủ yếu do dự án Lô B chưa nhận quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong năm 2023.

Mảng M&C sẽ là động lực tăng trưởng trong trung hạn

Chúng tôi kỳ vọng một số dự án thăm dò, khai thác dầu khí trong nước sẽ được triển khai mạnh mẽ từ nửa cuối năm 2024, điển hình như Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng giai đoạn 2b, Nam Du – U Minh và đặc biệt là Lô B – Ô Môn. Chúng tôi cho rằng đây sẽ là nguồn công việc dồi dào cho PVS trong thời gian tới và là động lực tăng trưởng doanh thu chính của doanh nghiệp giai đoạn 2024-2025. Ngoài ra, PVS cũng đang “bước ra biển lớn” với hoạt động M&C chân đế và trạm biến áp cho các công trình điện gió ngoài khơi trên thị trường quốc tế (Hai Long, Greater Changhua 2b&4, Baltica 2 và Fengmiao). Chúng tôi kỳ vọng cơ sở vật chất hỗ trợ tốt và năng lực sẵn có từ mảng M&C công trình dầu khí sẽ sớm giúp PVS có nhiều cơ hội trúng thầu các dự án EPC điện gió ngoài khơi khác, đồng thời nâng cao hiệu quả hoạt động và tăng biên lợi nhuận gộp mảng này. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng M&C sẽ tăng trưởng lần lượt 61% - 27% trong giai đoạn 2024 - 2025, đóng góp lần lượt 68% - 72% tổng doanh thu và 28% - 36% tổng lợi nhuận gộp của PVS trong 2 năm này.

Khuyến nghị **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu 47,000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu PVS là 47,000 VND/CP. Chúng tôi tin rằng PVS là một sự lựa chọn đầu tư hợp lý cho tầm nhìn trung hạn nhờ năng lực xây lắp thượng nguồn dầu khí và điện gió ngoài khơi hàng đầu khu vực. Rủi ro giảm giá gồm: (1) Các dự án thăm dò, khai thác dầu khí trong nước chậm tiến độ hoặc PVS không trúng thầu các dự án này, (2) Biên lợi nhuận gộp mảng M&C thấp hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/22	31/12/23	31/12/24F	31/12/25F
Doanh thu thuần	16,373	19,349	26,301	31,649
Lợi nhuận ròng	884	866	1,142	1,362
Tăng trưởng doanh thu thuần	14.8%	18.2%	35.9%	20.3%
Tăng trưởng LN ròng	31.0%	-2.0%	31.8%	19.3%
Biên LN gộp	5.6%	4.9%	4.4%	4.6%
Biên EBITDA	10.4%	8.7%	8.0%	7.6%
ROAE	7.3%	7.0%	8.7%	9.6%
ROAA	3.5%	3.3%	3.7%	3.6%
EPS (VND/cổ phiếu)	1,849	1,812	2,388	2,849
BVPS (VND/cổ phiếu)	25,564	26,516	28,367	30,716

Nguồn: PVS, MBS dự phóng và tổng hợp

KHẢ QUAN

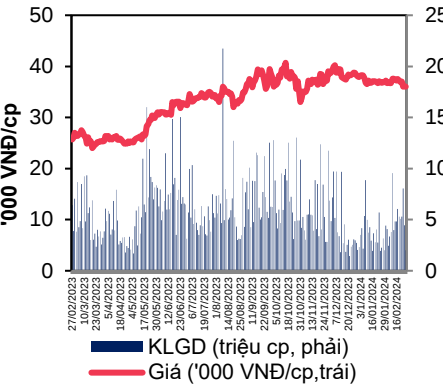
Giá mục tiêu VND 47,000

Tiềm năng tăng giá 28.8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

n/a

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	36,500
Cao nhất 52 tuần (VND)	40,200
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,004
Vốn hóa (tỷ VND)	18,545
P/E (TTM)	20.8
P/B	1.4
Thị suất cổ tức (%)	2.0%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	21.3%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51.38%
CTBC Vietnam	3.56%
Vietnam Investment Property Holdings	3.07%
Khác	41.99%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

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

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- PVS là trụ cột mảng dịch vụ kỹ thuật dầu khí trong nước nhờ năng lực chuyên môn tốt và hệ thống cơ sở vật chất phục trợ tương đối đầy đủ. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp sẽ có cơ hội tham gia vào một số dự án khâu thượng nguồn dầu khí có khả năng cao sẽ được triển khai trong năm 2024 như Sư Tử Trắng giai đoạn 2b, Lạc Đà Vàng, Nam Du – U Minh và đặc biệt là Lô B – Ô Môn. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng M&C của PVS sẽ tăng trưởng lần lượt 61% - 27% trong giai đoạn 2024 – 2025.
- PVS đang dần nâng cao năng lực EPC điện gió ngoài khơi nhờ tham gia vào các giai đoạn khác nhau của nhiều dự án điện gió ngoài khơi trên thế giới, điển hình như Đài Loan và Ba Lan. Chúng tôi kỳ vọng khi doanh nghiệp có nhiều kinh nghiệm hơn, các dự án này sẽ được triển khai với biên lợi nhuận gộp tốt hơn và từ đó đóng góp vào tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp trong trung và dài hạn. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng M&C của PVS sẽ lần lượt đạt 1.8% - 2.3% trong giai đoạn 2024 – 2025 (2023: 1.4%)
- Mặc dù giá cổ phiếu đã có diễn biến tốt từ đầu năm 2023 đến nay, chúng tôi cho rằng PVS vẫn là một sự lựa chọn đầu tư hợp lý cho tầm nhìn trung hạn khi lợi nhuận từ mảng hoạt động chính là M&C được kỳ vọng thực sự có chuyển biến kể từ năm 2024 nếu FID cho Lô B được chấp thuận và các phần việc cho dự án này được PVS triển khai nhanh hơn.

Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và P/E để đưa ra giá trị hợp lý đã làm tròn của cổ phiếu PVS tại thời điểm cuối năm 2024 là 47,000 VNĐ/cp (tiềm năng tăng giá 28.8% so với giá đóng cửa ngày 27/02/2024).

Giá trị P/E mục tiêu được sử dụng trong định giá P/E cho PVS là 18x, tương đương giá trị trung bình 4 năm gần nhất. Chúng tôi tin rằng cổ phiếu xứng đáng với mức định giá này khi doanh nghiệp đang bước vào thời kỳ sôi nổi của hoạt động M&C các dự án khâu thượng nguồn dầu khí trong nước, đồng thời nâng cao vị thế trong mảng EPC điện gió ngoài khơi trên thị trường quốc tế.

Hình 1: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VNĐ/cp)
Forward P/E (với P/E mục tiêu trung bình 2024-2025 = 18x)	50%	47,140
FCFF	50%	46,810
Giá mục tiêu làm tròn		47,000
Giá hiện tại		36,500
Tiềm năng tăng giá		28.8%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá P/E trung bình 4 năm - PVS



Hình 3: Dự phóng dòng tiền FCFF

	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Lợi nhuận sau thuế	1,186	1,414	1,512	1,663	1,764
Chi phí phi tiền mặt	537	560	579	592	607
Lãi vay sau thuế	71	65	64	57	55
Đầu tư vốn lưu động	931	283	(439)	(465)	(270)
Đầu tư TSCĐ	(485)	(373)	(212)	(221)	(410)
FCFF	2,240	1,949	1,505	1,626	1,747

Hình 4: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2028	tỷ đồng	6,539
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	tỷ đồng	8,276
(+) Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	10,087
(-) Nợ	tỷ đồng	1,809
(-) Lợi ích của CĐTS	tỷ đồng	718
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	22,374
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	478
Giá trị cổ phiếu	nghìn đồng	46.81

Chi phí VCSH			WACC và tăng trưởng dài hạn	
Lãi suất phi rủi ro	3.0%		Chi phí nợ	8.1%
Beta	1.2		Mức thuế	20.0%
Phần bù rủi ro thị trường	9.6%		WACC	12.7%
Chi phí VCSH	14.5%		Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Rủi ro giảm giá

- Các dự án thăm dò, khai thác dầu khí trong nước thực hiện với tiến độ chậm hơn dự kiến hoặc PVS không trúng thầu các dự án này.
- Chi phí cho hoạt động M&C các công trình điện gió ngoài khơi tiếp tục tăng cao và ảnh hưởng tiêu cực tới biên lợi nhuận gộp mảng này của PVS.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Quốc gia/Khu vực	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		P/B (lần) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
				TTM			2023	2024F	2023	2024F
PTT Exploration & Production PCL	Thái Lan	PTTEP TB Equity	16,926	7.9		1.2	8.7	7.9	15.9	13.4
Energi Mega Persada TBK PT	Indonesia	ENRG IJ Equity	324	4.8		0.5	5.6	n/a	11.4	n/a
Yinson Holdings BHD	Malaysia	YNS MK Equity	1,515	10.2		1.0	3.6	4.6	12.1	12.4
Hibiscus Petroleum Bhd	Malaysia	HIBI MK Equity	430	4.6		1.8	7.6	7.1	17.2	15.1
Shanghai Supezet Engineering Technology Corp Ltd	Trung Quốc	688121 CH Equity	582	21.2		1.8	2.8	3.7	13.1	20.9
Trung bình				9.7		1.3	5.6	5.8	13.9	15.5
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	Việt Nam	PVS VN Equity	700	19.9		1.4	3.4	3.8	7.1	8.5

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

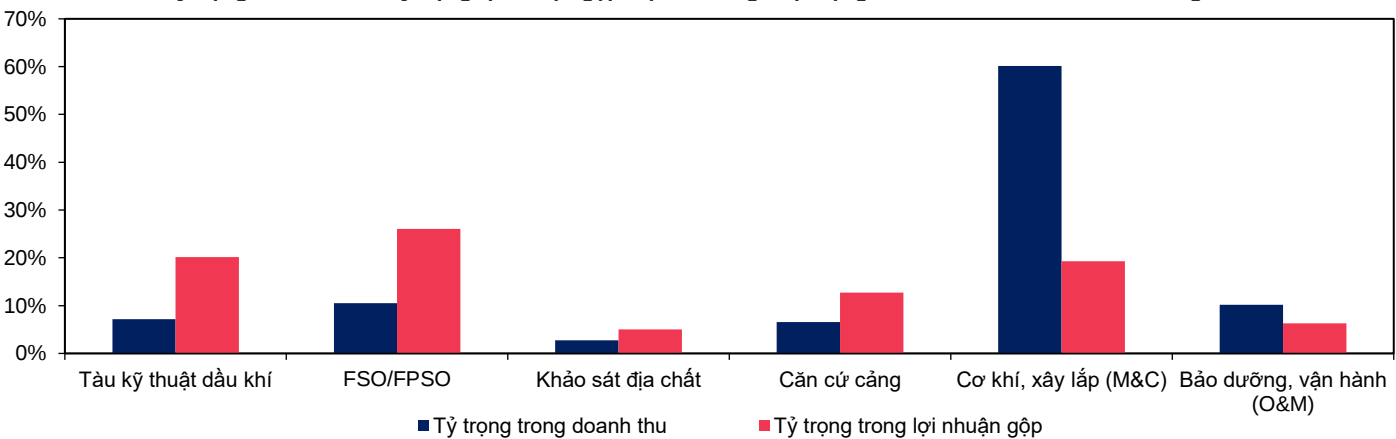
Kết quả kinh doanh 2023 còn khiêm tốn

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q4/2023 và ước tính cả năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q4/2023	Tăng svck (%)	Tăng sv quý trước (%)	2023	Tăng svck (%)	Đánh giá
Doanh thu	6,758	26.8%	61.9%	19,349	18.2%	Các hoạt động chính như M&C và O&M là động lực tăng trưởng doanh thu chính của PVS trong năm 2023.
Tàu kỹ thuật dầu khí	482	31.4%	21.1%	1,607	2.4%	
FSO/FPSO	710	43.5%	34.8%	2,207	17.8%	
Khảo sát địa chất	186	143.7%	22.2%	405	-20.6%	Thị trường thăm dò, khảo sát địa chất ảm dần trở lại kể từ Q3/2023 khi giá dầu tăng.
Cần cẩu cảng	443	-0.1%	41.3%	1,418	-2.6%	
Cơ khí, xây lắp (M&C)	4,065	26.0%	91.8%	11,151	28.2%	Tiếp tục đóng góp từ các dự án Gallaf 3, điện gió Hai Long, Shwe GĐ3; đóng góp thêm từ điện gió Changhua và tổ hợp hóa dầu miền Nam.
Bảo dưỡng, vận hành (O&M)	688	37.6%	44.1%	1,911	22.9%	
Khác	184	0.9%	-2.5%	651	-8.5%	
Lợi nhuận gộp	376	0.1%	108.4%	948	3.7%	
Biên lợi nhuận gộp	5.6%	-1.5 đpt	1.2 đpt	4.9%	-0.7 đpt	
Tàu kỹ thuật dầu khí	15.7%	4.1 đpt	5.8 đpt	12.3%	3.1 đpt	
FSO/FPSO	13.8%	8.5 đpt	13.8 đpt	7.1%	-0.3 đpt	Chấm dứt hợp đồng với FPSO Lam Sơn trước thời hạn trong Q3/2023.
Khảo sát địa chất	10.2%	-11.5 đpt	-10.1 đpt	11.2%	2.4 đpt	
Cần cẩu cảng	10.8%	-9.3 đpt	-19.4 đpt	18.4%	-4.1 đpt	Nhiều hợp đồng chế tạo chi tiết điện gió ngoài khơi tại các căn cứ cầu cảng, tăng cơ hội đón nhiều tàu vận chuyển hơn.
Cơ khí, xây lắp (M&C)	1.8%	-2.4 đpt	2.4 đpt	1.4%	-0.4 đpt	
Bảo dưỡng, vận hành (O&M)	3.4%	-1.8 đpt	0.4 đpt	3.6%	1.4 đpt	Tăng cạnh tranh giữa các nhà thầu trong khu vực, biên LNG cho việc cung cấp thiết bị cho dự án điện gió ngoài khơi cho các đơn vị mới tham gia như PVS là khá thấp.
Khác	21.5%	-0.8 đpt	14.7 đpt	8.8%	0 đpt	
Chi phí quản lý, bán hàng	413	82.2%	45.4%	1,136	25%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	6.1%	1.9 đpt	-0.7 đpt	5.9%	0.3 đpt	
Lợi nhuận tài chính ròng	158	395.4%	-3.8%	560	71.6%	Tăng mạnh nhờ có lượng tiền gửi lớn và ghi nhận doanh thu tài chính tăng 112% svck trong khi chi phí tài chính chỉ tăng 23% svck.
LN từ công ty liên doanh, liên kết	153	13.7%	-13.9%	664	1.1%	
LNTT	328	-19.6%	51.2%	1,103	-6.0%	
LNST	293	-9.9%	104.3%	899	-4.8%	
Lợi nhuận ròng	286	-5.3%	103.1%	866	-2.0%	

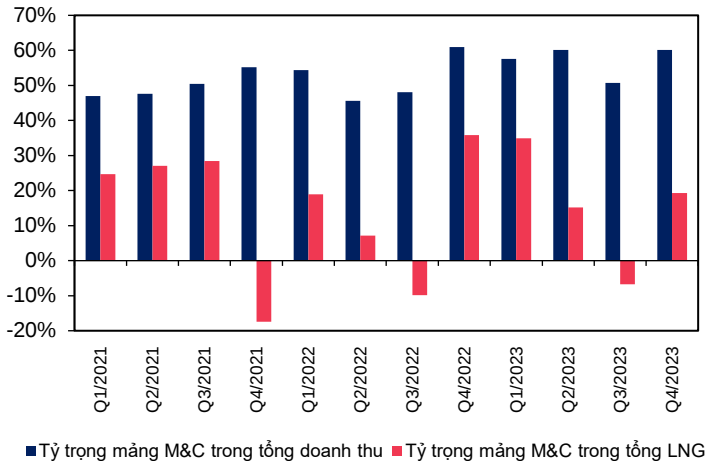
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 7: So sánh tỷ trọng doanh thu và tỷ trọng lợi nhuận gộp một số mảng hoạt động kinh doanh chính của PVS trong Q4/2023



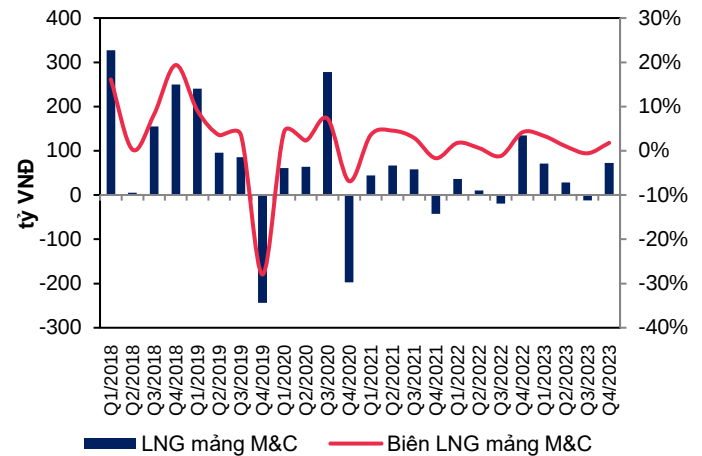
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 8: Mảng M&C là động lực chính cho tổng doanh thu nhưng không phải cho tổng lợi nhuận gộp của PVS



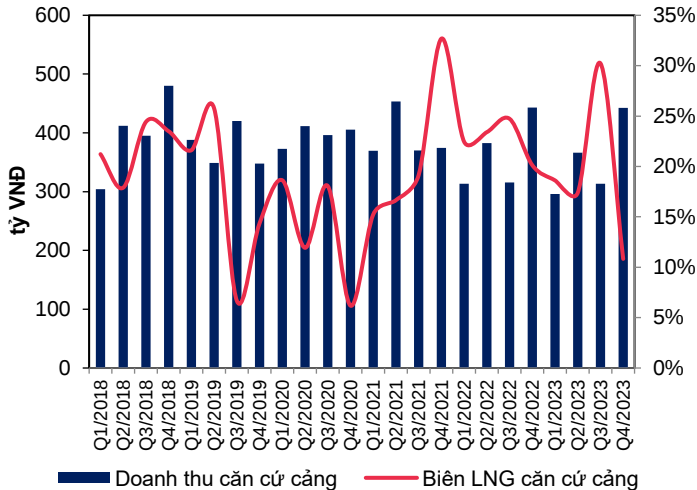
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 9: Biên LN gộp mảng M&C ở mức thấp trong 3 năm gần đây



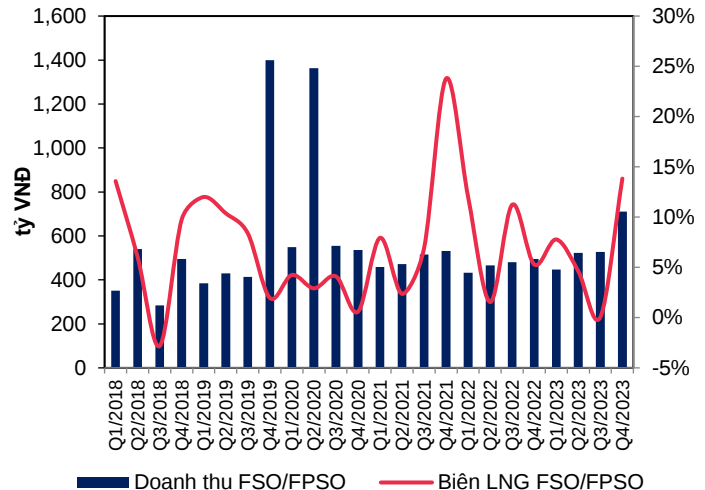
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 10: Doanh thu mảng căn cứ cảng khởi sắc, tuy nhiên biên LNG ghi nhận giảm mạnh sau khi tăng vọt trong Q3/2023 trước đó



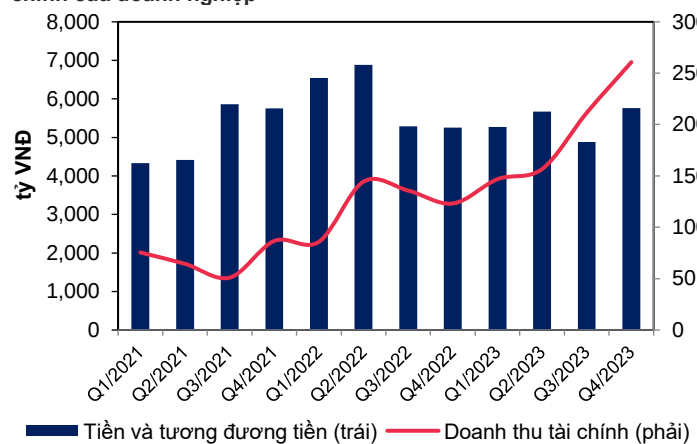
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 11: Doanh thu và LNG mảng FSO/FPST tích cực trở lại trong Q4/2023 sau khi thanh lý hợp đồng với FPSO Lam Sơn vào Q3/2023



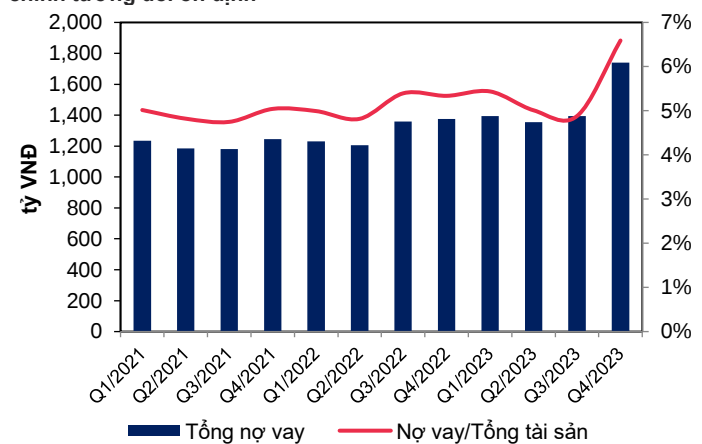
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 12: PVS có lượng tiền mặt ròng lớn, đóng góp vào doanh thu tài chính của doanh nghiệp



Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 13: Nợ vay thấp so với tổng tài sản giúp PVS duy trì vị thế tài chính tương đối ổn định



Nguồn: PVS, MBS Research

Triển vọng năm 2024-2025 đến từ vị thế vững chắc trong mảng M&C các công trình dầu khí và điện gió ngoài khơi

PVS hiện là chủ lực mảng M&C các dự án dầu khí trọng điểm trong nước...

PVS là trụ cột của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) trong mảng cơ khí, đóng mới, xây lắp các công trình dầu khí. Bước sang năm 2024, chúng tôi kỳ vọng một số dự án dầu khí trọng điểm trong nước như Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng giai đoạn 2b, Nam Du – U Minh và đặc biệt là Lô B – Ô Môn sẽ được triển khai vào nửa cuối năm, mang lại cơ hội rất lớn cho PVS từ mảng hoạt động kinh doanh chính này. Chúng tôi cũng đã thực hiện ghi nhận giá trị các hợp đồng tiềm năng này trong mô hình định giá của PVS.

Hình 14: Một số dự án thượng nguồn dầu khí đáng chú ý trong nước được kỳ vọng sắp triển khai

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng dầu/ khí	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID			Dự kiến đóng khí đầu tiên			
Sư Tử Trắng - GD 2B	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/2025: HĐ hiện tại hết hạn	Dự kiến đóng khí đầu tiên				
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mở		Dự kiến đóng khí đầu tiên				
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 triệu thùng dầu		T11/2023: đã nhận FID		Dự kiến đóng dầu đầu tiên				
Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu		Dự kiến đóng dầu đầu tiên						
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4,600	150 tỷ m3 khí		Đang chuẩn bị KH phát triển mở						Dự kiến đóng khí đầu tiên
Bảo Vàng - Bảo Đen	Bể Sông Hồng	1,321	58 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						
Kèn Bầu	Bể Sông Hồng	n/a	200-250 tỷ m3 khí		Đang khám phá						

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 15: Các dự án khâu thượng nguồn dầu khí trong nước đã được ghi nhận trong mô hình định giá

Dự án	Giá trị ước tính	Ước tính tiến độ đến hết 2024	Ước tính tiến độ đến hết 2025	Ghi chú
Thượng nguồn Lô B	1,500 triệu USD	12%	36%	Đã trúng thầu EPCI#1 và EPCI#2
Trung nguồn Lô B	600 triệu USD	12%	25%	Đã trúng thầu EPC đường ống trên bờ
Lạc Đà Vàng	245 triệu USD	40%	80%	Có thể trúng thầu
Sư Tử Trắng GD 2b	250 triệu USD	30%	60%	Có thể trúng thầu
Nam Du - U Minh	150 triệu USD	30%	60%	Có thể trúng thầu

Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Xét riêng với chuỗi dự án khí điện Lô B – Ô Môn, PVS hiện đã được trao các gói thầu tại khâu thượng nguồn bao gồm EPCI#1 (thiết kế, xây dựng, lắp đặt cụm giàn công nghệ trung tâm và giàn nhà ở, trị giá ước tính 1.08 tỷ USD) và EPCI#2 (thiết kế, mua sắm, chế tạo và lắp đặt giàn thu gom/ giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mỏ, trị giá ước tính 400 triệu USD). Ngày 22/12/2023 vừa qua, liên danh nhà thầu PVS – Lilama 18 cũng đã được trao hợp đồng EPC bờ của dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn thuộc khâu trung nguồn (tạm gọi là EPCI#3) với tổng mức đầu tư 1.28 tỷ USD, phạm vi công việc bao gồm thiết kế chi tiết cho toàn bộ dự án, mua sắm, thi công lắp đặt tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử cho toàn bộ dự án (EPC). Chúng tôi kỳ vọng quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho đại dự án Lô B sẽ được thông qua trước tháng 6/2024, đồng thời cho rằng khối lượng công việc khổng lồ đến từ dự án quan trọng này sẽ là động lực tăng trưởng doanh thu của PVS trong trung hạn và là yếu tố tích cực tác động đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn.

Hình 19: Các hợp đồng liên quan đến dự án điện gió ngoài khơi hiện tại của PVS

Dự án điện gió ngoài khơi	Phản công việc	Ước tính giá trị HĐ	Ước tính thời gian thực hiện	Ước tính tiến độ đến hết 2024	Ước tính tiến độ đến hết 2025
Điện gió Hai Long	Tổng thầu EPC 2 trạm biến áp ngoài khơi	90 triệu USD	2022 - 2024	100%	
Điện gió Greater Changhua 2b & 4	Cung cấp 33 chân đế trụ điện gió	300 triệu USD	2023 - 2025	60%	100%
Điện gió Baltica 2	Cung cấp 4 trạm biến áp ngoài khơi	200 triệu USD	2023 - 2026	50%	80%
Điện gió Fengmiao	Tổng thầu EPC trạm biến áp ngoài khơi	200 triệu USD	2024 - 2026	30%	60%

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Hình 20: Một số loại chân đế điện gió ngoài khơi và khả năng cung cấp hiện tại của PVS

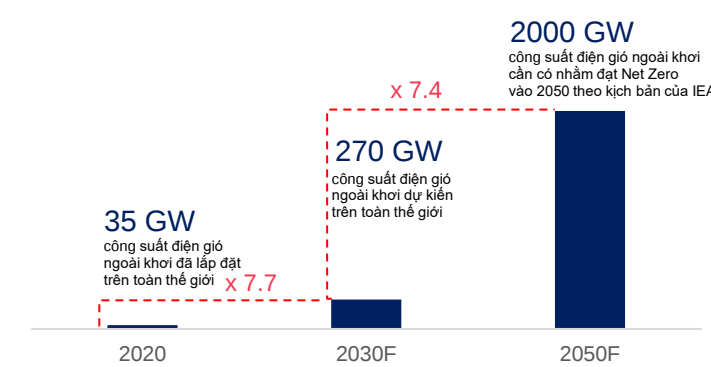
	Chân đế đơn Monopile	Chân đế tháp lưới Jacket	Chân đế tháp 3 chân Tripod
Độ sâu nền biển	20m - 30m	20m - 60m	20m - 50m
Ưu điểm	Dễ sản xuất, thi công nhanh	Độ ổn định cao	Khó bị xô dịch
Nhược điểm	Dễ bị xô dịch do tác động của sóng biển	Thời gian thi công dài	Khối lượng lớn

Loại chân đế PVS cung cấp cho Greater Changhua 2b & 4

Nguồn: MBS Research tổng hợp

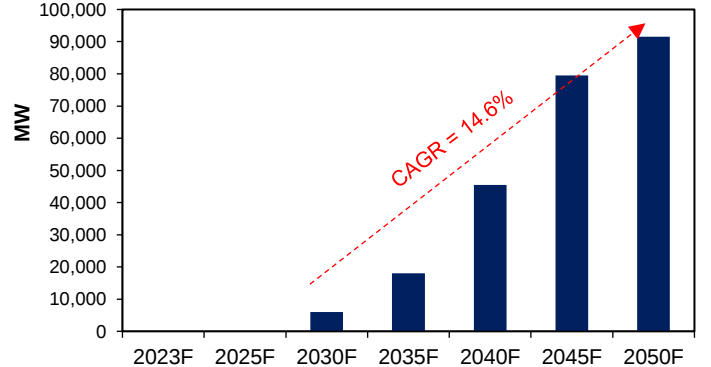
Chúng tôi cho rằng phát triển điện gió ngoài khơi sẽ tiếp tục là động lực để PVS phát triển trong dài hạn, nhất là trong bối cảnh: (1) Thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng đang nỗ lực chuyển dịch sang năng lượng tái tạo nhằm đạt mục tiêu phát thải ròng bằng 0 (Net Zero) vào năm 2050 và (2) PVS đang dần chứng minh năng lực xây lắp của mình qua việc tham gia vào các phản công việc khác nhau của nhiều dự án điện gió ngoài khơi lớn trên thế giới.

Hình 21: Dự kiến công suất điện gió ngoài khơi cần có từ nay đến 2050 nhằm đạt Net Zero



Nguồn: Global Wind Energy Council, MBS Research

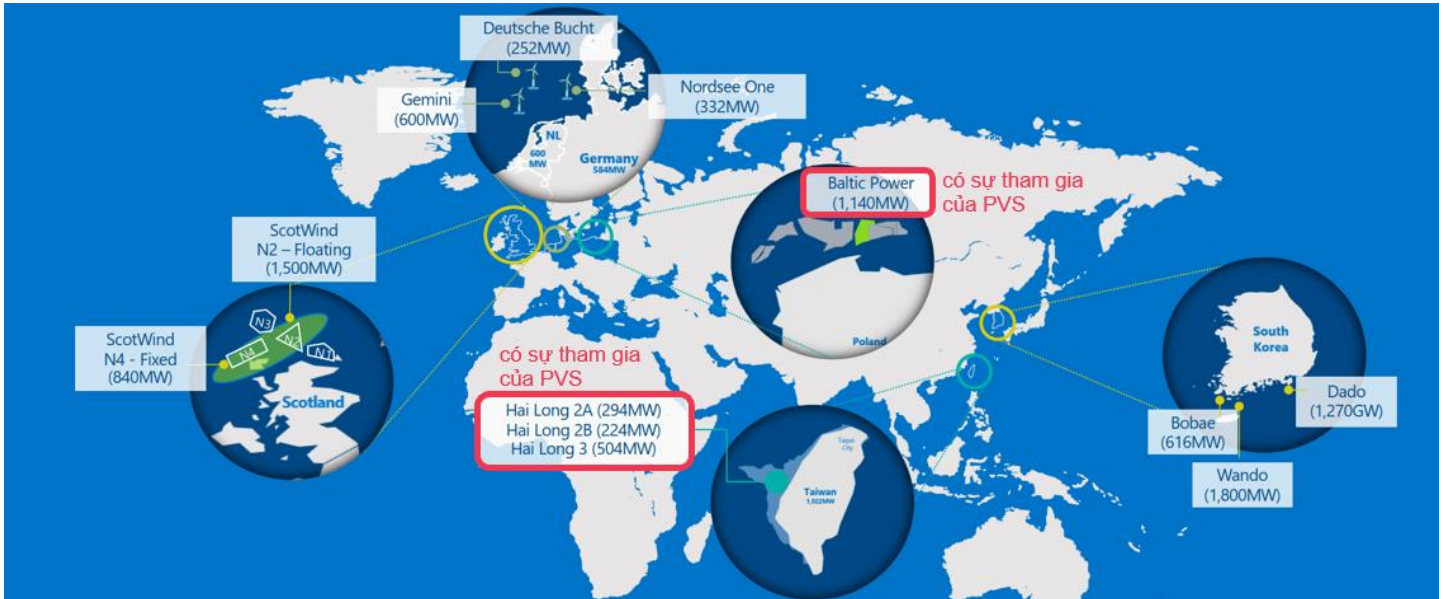
Hình 22: Công suất điện gió ngoài khơi lắp đặt trong nước sẽ tăng mạnh từ sau 2030 theo Quy hoạch Điện 8



Nguồn: Quy hoạch Điện 8, MBS Research

Với việc ghi tên mình lên bản đồ EPC điện gió ngoài khơi thế giới, chúng tôi cho rằng PVS vừa có thêm cơ hội tham gia vào các dự án quốc tế, vừa có thể nâng cao năng lực để chuẩn bị cho quá trình chuyển dịch sang điện gió ngoài khơi ở Việt Nam kể từ sau năm 2030. Theo Quy hoạch Điện 8, tổng công suất điện gió ngoài khơi cần lắp đặt tại Việt Nam vào năm 2030 là 6,000 MW và tiến tới 91,500 MW vào năm 2050, tức là gấp hơn 15 lần. Trong quá trình phát triển điện gió ngoài khơi nói riêng và chuyển dịch sang năng lượng tái tạo nói chung của cả nước, chúng tôi cho rằng vai trò thi công xây lắp của PVS là khá lớn.

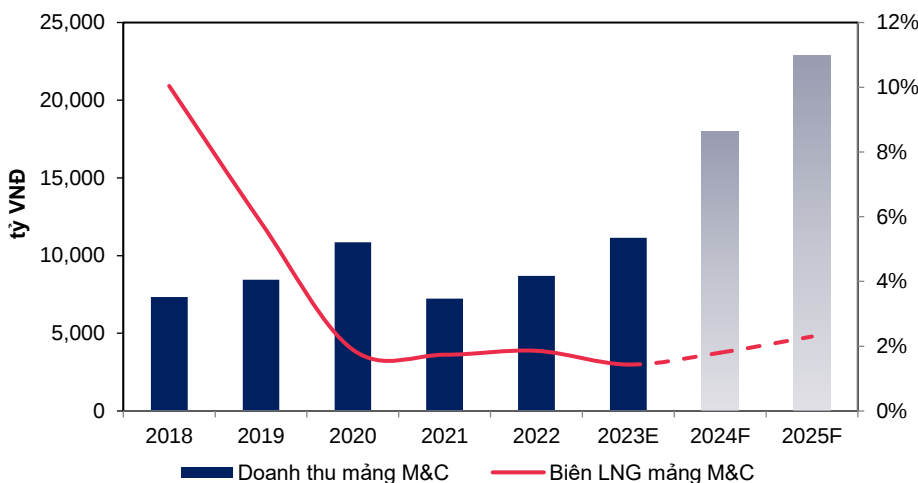
Hình 23: Một số dự án điện gió ngoài khơi trên thế giới



Nguồn: Northland Power, MBS Research

Mặc dù lạc quan với doanh thu mà các dự án khâu thượng nguồn dầu khí và điện gió ngoài khơi nói trên mang lại, chúng tôi cũng lưu ý rằng biên lợi nhuận từ mảng M&C giai đoạn đầu của các dự án này khá không ổn định. Theo báo cáo chương trình Phát triển Điện gió ngoài khơi (Offshore Wind Development Program) của World Bank, biên lợi nhuận của việc cung cấp các trạm biến áp ngoài khơi thường thấp hơn so với hoạt động M&C các dự án dầu khí khâu thượng nguồn. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của PVS sẽ tăng nhẹ từ năm 2024 khi doanh nghiệp đã có kinh nghiệm để hoạt động hiệu quả hơn. Tổng backlog toàn bộ mảng M&C mà chúng tôi đưa vào mô hình dự phóng ước tính vào khoảng 3,427 triệu USD.

Hình 24: Dự phóng doanh thu và biên LNG mảng M&C của PVS



Nguồn: PVS, MBS Research dự phóng

Bên cạnh hoạt động M&C, mảng căn cứ cảng và FSO/FPSO cũng sẽ góp phần tạo động lực tăng trưởng cho PVS

Mảng FSO/FPSO sẽ tiếp tục ổn định trong giai đoạn 2024-2025

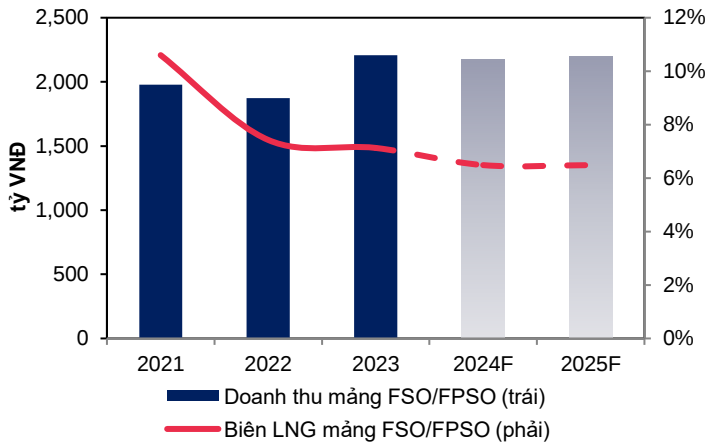
Các hợp đồng cung cấp dịch vụ kho nổi FSO/FPSO được ký với thời gian dài và giá thuê ổn định nếu không có biến động lớn về giá dầu, do đó chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận gộp mảng này duy trì ổn định trong dài hạn. Đồng thời, việc liên doanh, liên kết với các đối tác trong mảng này cũng sẽ giúp PVS ghi nhận lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết tốt và đóng góp tỷ trọng lớn vào lợi nhuận của doanh nghiệp.

Hình 25: Danh sách các kho nổi FSO/FPSO hiện tại của PVS

Tên kho nổi	Công ty liên doanh, liên kết	% sở hữu của PVS
FPSO Ruby II	Vietnam Offshore Floating (Ruby) Limited	60%
FPSO PTSC Lam Sơn	PTSC Asia Pacific Private Limited	51%
FSO PTSC Biển Đông 01	PTSC South East Asia Private Limited	51%
FSO Orkid	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (Labuan) Limited	49%
FSO Golden Star	Malaysia Vietnam Offshore Floating (FSO Orkid)	49%
FSO MV12	Rong Doi MV12 Private Limited	33%

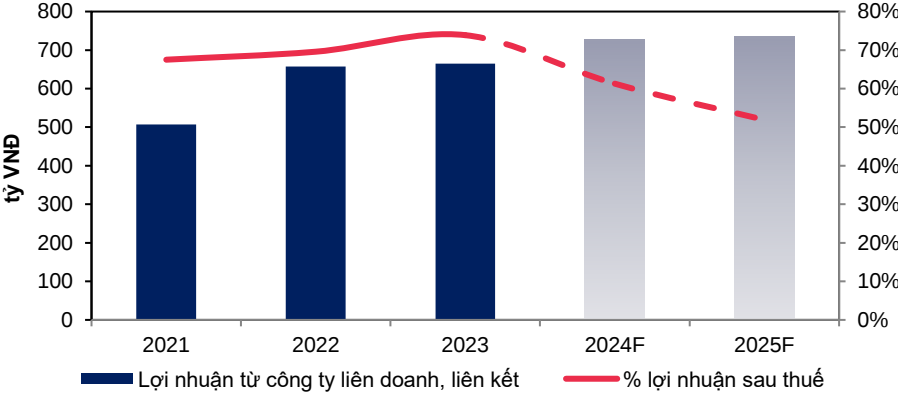
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 26: Dự phóng KQKD mảng FSO/FPSO của PVS



Nguồn: MBS Research

Hình 27: Dự phóng lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết của PVS



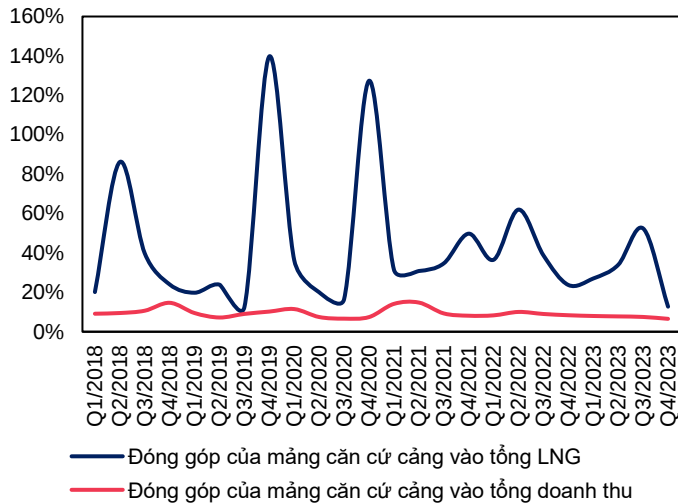
Nguồn: MBS Research

Mảng căn cứ cảng được kỳ vọng hưởng lợi khi các hợp đồng điện gió ngoài khơi triển khai

Mảng căn cứ cảng của PVS có biên lợi nhuận ở mức tương đối cao nhờ lợi thế về mức phí cầu cảng. PVS hiện đang vận hành 8 căn cứ cảng dịch vụ dầu khí trên khắp cả nước với chiều dài cầu bến khoảng 2,700m và khả năng tiếp cận tàu khá đa dạng. Các cảng này góp phần hoàn thiện hệ thống cơ sở vật chất phục vụ công tác xây lắp mảng M&C của PVS. Mảng căn cứ cảng dịch vụ được chúng tôi kỳ vọng sẽ tiếp tục là bộ đệm lợi nhuận vững chắc cho PVS trong thời gian tới trong khi mảng chính là M&C cần thời gian để hoạt động hiệu quả hơn.

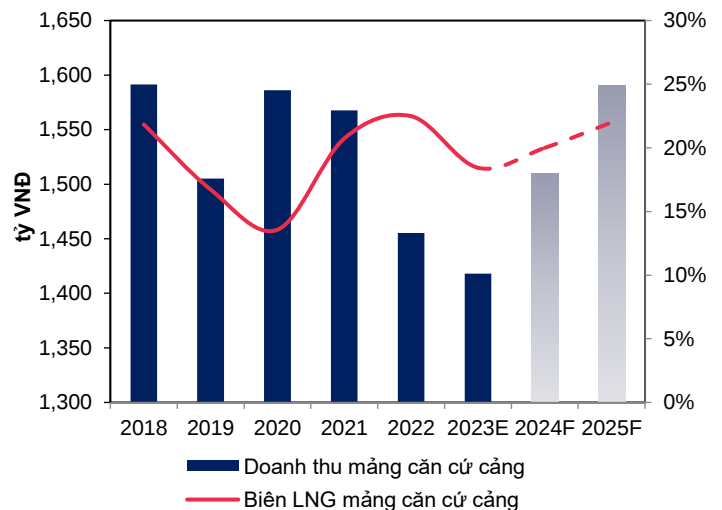
Hệ thống các cảng và nhà xưởng tại Bà Rịa – Vũng Tàu thường xuyên là địa điểm mà PVS sản xuất – chế tạo chi tiết chân đế hoặc trạm biến áp. Mặc dù biên lợi nhuận gộp mảng căn cứ cảng sụt giảm trong Q4/2023 do chịu ảnh hưởng bởi hoạt động xuất khẩu ảm đạm, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với mảng này và cho rằng khi PVS có thêm nhiều hợp đồng EPC điện gió ngoài khơi hơn kể từ năm 2024, doanh thu và lợi nhuận mảng căn cứ cảng sẽ theo đó được hưởng lợi. Chúng tôi kỳ vọng mảng căn cứ cảng sẽ ghi nhận doanh thu tăng trưởng lần lượt 6.5% - 5.3% svck, biên lợi nhuận gộp lần lượt đạt mức 20% và 22% trong giai đoạn 2024 – 2025 (2023: 18.4%).

Hình 28: Tỷ trọng trong lợi nhuận gộp của mảng căn cứ cảng đáng kể hơn nhiều so với tỷ trọng trong tổng doanh thu



Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 29: Dự phóng doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng căn cứ cảng của PVS



Nguồn: PVS, MBS Research

Dự phóng KQKD giai đoạn 2024-2025

Hình 30: Dự phóng KQKD giai đoạn 2023-2025 của PVS

Các tiêu chí KQKD	2023E	2024F	Tăng svck (%)	2025F	Tăng svck (%)	Đánh giá
Doanh thu	19,349	26,301	35.9%	31,649	20.3%	Động lực chủ yếu đến từ mảng cơ khí, xây lắp, đóng mới (M&C) các công trình dầu khí và điện gió ngoài khơi
Tàu kỹ thuật dầu khí	1,607	1,687	5.0%	1,772	5.0%	
FSO/FPSO	2,207	2,177	-1.4%	2,198	1.0%	
Khảo sát địa chất	405	446	10.0%	468	5.0%	
Cần cẩu cảng	1,418	1,510	6.5%	1,590	5.3%	
Cơ khí, xây lắp (M&C)	11,151	17,968	61.1%	22,865	27.3%	Chuỗi dự án Lô B được triển khai dần một số phần công việc cơ bản ngay cả khi chưa có quyết định đầu tư cuối cùng (FID); Kỳ vọng dự án này sẽ có FID vào nửa đầu 2024.
Bảo dưỡng, vận hành (O&M)	1,911	1,747	-8.6%	1,834	5.0%	
Khác	651	766	17.7%	922	20.3%	
Lợi nhuận gộp	948	1,158	22.1%	1,454	25.6%	Kỳ vọng biên LNG mảng M&C sẽ tăng nhẹ từ năm 2024 khi PVS có kinh nghiệm để triển khai hoạt động EPC điện gió ngoài khơi hiệu quả hơn,
Tàu kỹ thuật dầu khí	198	182	-8.2%	205	12.6%	
FSO/FPSO	157	141	-10.3%	143	1.0%	
Khảo sát địa chất	46	42	-8.3%	46	9.9%	
Cần cẩu cảng	261	302	15.6%	350	15.8%	
Cơ khí, xây lắp (M&C)	160	323	102.2%	526	62.6%	Mảng M&C đóng góp lớn vào doanh thu nhưng biên lợi nhuận gộp thấp hơn các mảng khác, dẫn đến khi tỷ trọng doanh thu mảng này tăng lên thì biên LNG chung giảm xuống.
Bảo dưỡng, vận hành (O&M)	68	129	88.4%	135	5.0%	
Khác	57	39	-32.8%	50	28.9%	
Biên lợi nhuận gộp	4.9%	4.4%	-0.5 điểm %	4.6%	0.2 điểm %	Số dư tiền mặt lớn trong khi nợ vay không tăng mạnh.
Chi phí quản lý & bán hàng	1,136	1,052	-7.4%	1,187	12.8%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	5.9%	4.0%	-1.9 điểm %	3.8%	-0.3 điểm %	
Lợi nhuận tài chính ròng	560	470	-16.1%	486	3.3%	Kỳ vọng ghi nhận chi phí hoàn nhập dự phóng một số dự án M&C đã thực hiện.
LN từ công ty liên doanh, liên kết	664	727	9.3%	734	1.0%	
LNTT	1,103	1,482	34.3%	1,768	19.3%	
Thuế TNDN	204	296	45.5%	354	19.3%	
LNST	899	1,186	31.8%	1,414	19.3%	
LN ròng	866	1,142	31.8%	1,362	19.3%	
EPS (VNĐ/cp)	1,812	2,388	31.8%	2,849	19.3%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD					Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25		31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Doanh thu thuần	16,373	19,349	26,301	31,649	LN trước thuế	1,174	1,103	1,482	1,768
Giá vốn hàng bán	15,458	(18,401)	(25,143)	(30,195)	Khấu hao	471	507	537	560
Lợi nhuận gộp	915	948	1,158	1,454	Thuế đã nộp	(286)	(172)	(296)	(354)
Chi phí quản lý DN	(828)	(1,050)	(947)	(1,060)	Các khoản điều chỉnh khác	(727)	(893)	(1,540)	(1,853)
Chi phí bán hàng	(79)	(85)	(105)	(127)	Thay đổi VLD	866	(856)	931	283
LN từ HĐKD	7	(188)	106	267	LCTT từ HĐKD	1,498	(311)	1,114	405
EBITDA thuần	479	319	643	828	Đầu tư TSCĐ	(498)	(901)	(471)	(241)
LN trước thuế & lãi vay	7	(188)	106	267	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	63	5	-	-
Thu nhập lãi	489	776	736	728	Các khoản khác	(1,292)	1,739	(297)	2,249
Chi phí tài chính	(163)	(215)	(266)	(242)	LCTT từ đầu tư	(1,727)	842	(767)	2,008
Thu nhập ròng khác	183	66	179	281	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	657	664	727	734	Tiền vay rộng nhận được	108	348	69	(32)
LN trước thuế	1,174	1,103	1,482	1,768	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(229)	(204)	(296)	(354)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(430)	(378)	(430)	(430)
Lợi nhuận sau thuế	944	899	1,186	1,414	LCTT từ hoạt động TC	(321)	(30)	(362)	(462)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(61)	(33)	(44)	(52)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,747	5,219	5,757	5,872
Lợi nhuận ròng	884	866	1,142	1,362	LC tiền thuần trong năm	(551)	501	(15)	1,951
Chi trả cổ tức	(430)	(378)	(430)	(430)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,219	5,757	5,872	7,961
Lợi nhuận giữ lại	454	488	711	932					
Bảng cân đối kế toán					Các chỉ số cơ bản				
	31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25		31/12/22	31/12/23	31/12/24	31/12/25
Tiền và tương đương tiền	5,219	5,757	5,872	7,961	Tăng trưởng doanh thu thuần	15%	18%	36%	20%
Đầu tư ngắn hạn	4,837	4,329	7,364	7,279	Tăng trưởng EBITDA	-14%	-33%	101%	29%
Phải thu khách hàng	4,158	3,162	7,566	9,105	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-89%	-2646%	-156%	153%
Hàng tồn kho	1,012	1,498	2,404	2,887	Tăng trưởng LN trước thuế	21%	-6%	34%	19%
Các tài sản ngắn hạn khác	1,161	1,551	1,806	2,230	Tăng trưởng LN ròng	31%	-2%	32%	19%
Tổng tài sản ngắn hạn	16,388	16,297	25,011	29,462	Tăng trưởng EPS	31%	-2%	32%	19%
Tài sản cố định	2,973	3,298	3,249	3,066					
Tài sản vô hình	67	63	60	56	Biên LN gộp	5.6%	4.9%	4.4%	4.6%
Xây dựng cơ bản dở dang	172	391	376	244	Biên EBITDA	10.4%	8.7%	8.0%	7.6%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	Biên LN ròng	5.4%	4.5%	4.3%	4.3%
Đầu tư vào công ty LDLK	4,901	4,928	5,073	5,220	ROAE	7.3%	7.0%	8.7%	9.6%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	17	17	17	17	ROAA	3.5%	3.3%	3.7%	3.6%
Tài sản dài hạn khác	1,141	1,243	1,603	1,980	ROIC	6.2%	5.7%	7.1%	7.9%
Tổng tài sản dài hạn	9,439	10,104	10,539	10,739					
Tổng tài sản	25,828	26,401	35,550	40,201	Vòng quay tài sản	64.6%	74.1%	84.9%	83.6%
					Cổ tức chi trả/LN ròng	48.6%	43.6%	37.7%	31.6%
Vay & nợ ngắn hạn	752	1,176	1,160	1,142	Tổng nợ vay/VCSH	10.6%	13.0%	12.7%	11.5%
Phải trả người bán	5,301	3,510	8,779	10,339	Nợ vay ròng/VCSH	-29.7%	-30.0%	-28.5%	-40.1%
Phải trả ngắn hạn khác	3,146	4,519	5,747	6,916	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-14.9%	-15.2%	-11.4%	-15.4%
Tổng nợ ngắn hạn	9,199	9,206	15,686	18,396	Khả năng thanh toán lãi vay	0.1	(2.6)	1.2	3.3
Vay & nợ dài hạn	624	564	648	635					
Các khoản phải trả khác	3,057	3,248	4,939	5,759	Số ngày phải thu	93	60	105	105
Tổng nợ dài hạn	3,680	3,812	5,587	6,394	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	24	30	35	35
Tổng nợ	12,879	13,018	21,273	24,790	Số ngày phải trả tiền bán	125	70	127	125
Vốn điều lệ	4,780	4,780	4,780	4,780	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.8	1.8	1.6	1.6
Thặng dư vốn cổ phần	40	40	40	40	Khả năng thanh toán nhanh	1.7	1.6	1.4	1.4
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.1	1.1	0.8	0.8
LN giữ lại	3,791	3,888	4,367	5,053					
Các quỹ thuộc VCSH	3,214	3,451	3,727	4,025	Định giá				
Chênh lệch tỷ giá	394	516	645	784	EPS (đồng/cp)	1,849	1,812	2,388	2,849
Vốn chủ sở hữu	12,219	12,674	13,558	14,681	BVPS (đồng/cp)	25,564	26,516	28,367	30,716
Lợi ích cổ đông thiểu số	730	710	718	729	P/E (lần)	19.5	19.9	15.1	12.7
Tổng vốn chủ sở hữu	12,949	13,384	14,277	15,410	P/B (lần)	1.4	1.4	1.3	1.2
Tổng nợ và VCSH	25,828	26,401	35,550	40,201					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research dự phóng và tổng hợp

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 CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu Trần Thị Khánh Hiền	Trưởng phòng Nguyễn Tiến Dũng	
Vĩ mô & Chiến lược thị trường Lê Minh Anh Ngô Quốc Hưng	Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính Đinh Công Luyến Đỗ Lan Phương	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