

Kỹ thuật Dầu khí (PVS)

Kỳ vọng Lô B Ô Môn sớm nhận được FID

13/03/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu

hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu năm 2023 tăng trưởng 18.2% yoy trong khi lợi nhuận gộp chỉ tăng 3.7% yoy

Doanh thu năm 2023 tăng 18.2% yoy trong khi lợi nhuận gộp tăng 3.7% yoy. Tăng trưởng chủ yếu đến từ mảng M&C với việc ghi nhận doanh thu từ các dự án Galaff Batch 3, Shwe Phase 3, Hải Long 2&3 và Greater Chanhua 2a&4. Mảng FSO/FPSO vẫn duy trì ổn định. Mảng sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành (O&M) đã khởi sắc trong 2H2023 nhờ các dự án dầu khí nội địa có tiến triển. Cảng dầu khí hoạt động tốt nhưng cảng hàng hóa bị ảnh hưởng bởi xuất khẩu suy yếu.

Mảng M&C và O&M được kỳ vọng hưởng lợi nhờ tăng trưởng dài hạn của ngành dầu khí Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của dự án Lô B Ô Môn sẽ chính thức được trao trong giai đoạn cuối Quý 1-đầu Quý 2/2024, giúp PVS có thể tăng tốc thi công và ghi nhận lượng doanh thu đáng kể ngay trong năm 2024. Các dự án quy mô lớn khác như Lạc Đà Vàng; Nam Du U Minh và Sư Tử Trắng 2B cũng sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn cho PVS trong giai đoạn 2024-2028.

Tiềm năng ghi nhận thêm backlog từ các dự án điện gió ngoài khơi mới

PVS có lợi thế cạnh tranh lớn trong mảng xây lắp điện gió ngoài khơi tại khu vực Đông Á và Đông Nam Á. Trong quý 4/2023, PVS đã trúng hợp đồng M&C cho dự án điện gió ngoài khơi Fengmiao tại Đài Loan với giá trị thi công ước tính khoảng 100 triệu USD. Trong tháng 2/2024, lãnh đạo PVS cũng cho biết công ty đã ký mới các hợp đồng và được trao thầu khoảng 1,5 tỷ USD cho các dự án điện gió ngoài khơi. Chúng tôi tạm thời giả định tổng backlog cho các dự án điện gió ngoài khơi quốc tế tiềm năng cho PVS trong giai đoạn 2024-2028 đạt khoảng 1 tỷ USD.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 47,100 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và xét đến triển vọng của doanh nghiệp, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PVS. Giá mục tiêu là 47,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 27.6% so với giá tại ngày 13/03/2024.

MUA Duy trì

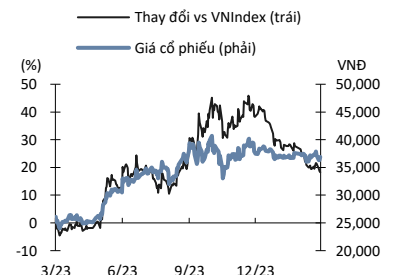
Giá mục tiêu	47,100VND
Tăng/giảm (%)	27.6%
Giá hiện tại (13/03/2024)	VND36,900
Giá mục tiêu đồng thuận	VND43,700
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	17,626/734

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	48.5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	168.79/7.0
Sở hữu nước ngoài (%)	17.8%
Cổ đông lớn	Petrovietnam (51.38%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-3.5	-4.2	1.1	39.1
Tương đối	-7.1	-14.3	-0.6	17.6

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	16,373	19,349	27,759	39,404
Lãi/lỗ từ HĐKD	1,154	1,253	1,517	1,668
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	884	866	1,029	1,131
EPS (VNĐ)	1,575	1,812	2,154	2,366
Tăng trưởng EPS (%)	77.6	15.0	19.0	10.0
P/E (x)	23.4	20.4	17.1	15.6
P/B (x)	1.4	1.3	1.2	1.2
ROE (%)	7.3	6.7	7.6	8.1
Tỷ suất cổ tức (%)	2.4	2.7	2.7	2.7



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá

Kịch bản tích cực	VND 49,500 (Lô B đúng tiến độ, cải thiện mạnh BLNG mảng M&C)
Kịch bản cơ sở (Giá mục tiêu)	VND 47,100
Kịch bản tiêu cực	VND 40,900 (Lô B chậm tiến độ, chưa cải thiện BLNG mảng M&C)
Giá hiện tại	VND 36,900

Kịch bản cơ sở:

- 1) Lô B Ô Môn được cấp FID đúng tiến độ (Doanh thu lô B năm 2024 = 200 triệu USD)
- 2) BLNG mảng M&C cải thiện nhẹ sau thời gian đầu thâm nhập thị trường điện gió (BLNG mảng M&C 2024 = 2.0%)

Kịch bản tích cực:

- 1) Lô B Ô Môn được cấp FID đúng tiến độ (Doanh thu Lô B năm 2024 = 200 triệu USD)
- 2) BLNG mảng M&C cải thiện mạnh (BLNG mảng M&C 2024 = 3.0%)

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Lô B Ô Môn được cấp FID chậm (Doanh thu Lô B năm 2024 = 100 triệu USD)
- 2) BLNG mảng M&C chưa cải thiện (BLNG mảng M&C 2024 = 1.4%)

Nguồn: KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2023

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VNĐ)	4Q2022	4Q2023	YoY%	2022	2023	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	5,331	6,758	26.8%	16,373	19,349	18.2%	
Tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)	370	482	30.4%	1,570	1,607	2.4%	
Vận hành FSO/FPSO	495	710	43.5%	1,874	2,207	17.8%	
Khảo sát/ sửa chữa bằng ROV	76	186	143.4%	510	405	-20.6%	Do (1) gặp khó khăn do khối lượng công việc nội địa ít trong khi chưa thể thâm nhập thị trường quốc tế và (2) đang được tái cơ cấu.
Căn cứ cảng	446	443	-0.8%	1,456	1,418	-2.6%	Cảng dầu khí hoạt động tốt. Sự giảm chủ yếu do các cảng hàng hóa bị ảnh hưởng bởi xuất khẩu suy yếu.
Cơ khí & thầu xây lắp (M&C)	3,252	4,065	25.0%	8,697	11,150	28.2%	Ghi nhận doanh thu từ các dự án Galaff Batch 3, Shwe Phase 3, Hải Long 2&3 và Greater Chanhua 2&4.
DV sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành (O&M)	505	689	36.3%	1,555	1,911	22.9%	Các dự án nội địa nhìn chung trầm lắng trong 1H2023 nhưng tình hình đã cải thiện từ 2H2023
DV Khác	186	183	-1.8%	711	650	-8.6%	
Lợi nhuận gộp	326	376	15.2%	915	948	3.7%	
Tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)	36	76	109.1%	145	198	36.6%	
Vận hành FSO/FPSO	15	98	566.0%	139	157	12.9%	
Khảo sát/ sửa chữa bằng ROV	17	19	13.3%	45	45	1.8%	
Căn cứ cảng	89	48	-46.4%	328	261	-20.4%	
Cơ khí & thầu xây lắp (M&C)	99	72	-27.4%	162	159	-1.4%	
DV sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành (O&M)	31	24	-20.9%	34	69	102.3%	
DV Khác	40	39	-3.0%	63	57	-9.4%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	6.1%	5.6%		5.6%	4.9%		
Chi phí SG&A	-227	-413	81.9%	-907	-1,136	25.2%	Chi phí chuẩn bị cho các dự án lớn bắt đầu thực hiện trong các năm tới
LN từ HĐKD	100	-37	N/A	7	-187	N/A	
Thu nhập tài chính	123	261	112.2%	489	776	58.6%	Do lãi suất và số dư tiền mặt lớn hơn so với cùng kỳ
Lợi nhuận từ liên doanh/liên kết	134	153	14.2%	507	657	29.7%	
Chi phí tài chính	-91	-102	12.1%	-163	-215	32.5%	
Thu nhập khác (ròng)	142	53	-62.7%	183	66	-63.9%	
LN trước thuế	408	328	-19.6%	1,174	1,103	-6.0%	
LN sau thuế	325	293	-9.8%	945	899	-4.8%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	6.1%	4.3%		5.8%	4.6%		

Nguồn: PVS, KBSV

Mảng M&C và O&M được kỳ vọng hưởng lợi nhờ tăng trưởng dài hạn của ngành dầu khí Việt Nam

Chúng tôi duy trì quan điểm rằng ngành dầu khí nội địa Việt Nam sẽ bước vào chu kỳ tăng trưởng dài hạn từ năm 2024 với những tiến triển trong các đại dự án. Trong Quý 4/2023, gói thầu EPC1, EPC2, EPC đường ống dẫn khí thuộc dự án Lô B Ô Môn đã được trao cho PVS với giá trị ước tính vào khoảng 1.05 tỷ USD. Chúng tôi kỳ vọng quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của dự án sẽ chính thức được trao trong giai đoạn cuối Quý 1-đầu Quý 2/2024, giúp PVS có thể tăng tốc thi công và ghi nhận doanh thu trong năm 2024. Các dự án quy mô lớn khác như Lạc Đà Vàng (đã nhận FID); Nam Du U Minh (ký kết thỏa thuận khung mua bán khí) và Sư Tử Trắng 2B (đàm phán Hợp đồng chia sản phẩm dầu khí mới) cũng sẽ tạo ra khối lượng công việc lớn cho PVS trong giai đoạn 2024-2028.

Tiềm năng ghi nhận thêm backlog từ các dự án điện gió ngoài khơi mới

PVS có lợi thế cạnh tranh lớn trong mảng xây lắp điện gió ngoài khơi tại khu vực Đông Á và Đông Nam Á. Trong quý 4/2023, PVS đã trúng hợp đồng M&C cho dự án điện gió ngoài khơi Fengmiao tại Đài Loan với giá trị thi công ước tính khoảng 100 triệu USD. Trong tháng 2/2024, lãnh đạo PVS cũng cho biết công ty đã ký mới các hợp đồng và được trao thầu khoảng 1.5 tỷ USD cho các dự án điện gió ngoài khơi. Chúng tôi tạm thời giả định tổng backlog cho các dự án điện gió ngoài khơi quốc tế tiềm năng cho PVS trong giai đoạn 2024-2028 đạt khoảng 1 tỷ USD.

Tiềm năng trúng các gói thầu FSO/FPSO cho các dự án nội địa sắp tới

Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng mảng FSO/FPSO sẽ được hưởng lợi nhờ sự ấm lên của thị trường E&P nội địa. Hiện PVS đang đấu thầu cho dự án Lạc Đà Vàng. Chúng tôi dự báo PVS sẽ đầu tư một FSO/FPSO trị giá khoảng 300 triệu USD dành riêng cho cả vòng đời dự án (10 năm) dưới hình thức liên kết góp vốn với đối tác. Ngoài ra, PVS cũng đang theo dõi sát sao cơ hội đấu thầu FSO/FPSO cho dự án Lô B Ô Môn.

Biểu đồ 4. Danh sách các dự án tiềm năng của PVS

Dự án	Thời gian dự kiến	Giá trị hợp đồng (triệu USD)
Đang thực hiện		
Galaff Batch 3 (Qatar)	2022-2024	380
Shwe Jacket Phase 3 (Myanmar)	2022-2023	200
Hai Long 2&3 (Taiwan)	2023-2024	80
Greater Changhua 2a & 4 (Taiwan)	2023-2025	300
Thi Vai LPG tanker	2023-2024	32
Dự kiến thực hiện		
Sư Tử trắng Phase 2	2024-2026	250
Lô B Ô Môn	2024-2028	1,600
Lạc Đà Vàng A	2024-2026	245
Lạc Đà Vàng B	2025-2027	38
Nam Du U Minh	2025-2028	850
Cá Voi Xanh	2028-2030	850
Baltica 2 (Poland)	2024-2026	180
Fengmiao (Taiwan)	2024-2026	100
Thi vai LNG Terminal Phase 2	2025-2027	300
Son My LNG Terminal Phase 1	2025-2027	300
Các dự án điện gió tiềm năng khác	2024-2028	1,000

Nguồn: PVS, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 11. Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VNĐ)	2023	2024F	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	19,349	27,759	43.5%	
Tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)	1,607	1,687	5.0%	Kỳ vọng thị trường E&P nội địa ấm lên từ năm 2024
Vận hành FSO/FPSO	2,207	2,317	5.0%	
Khảo sát/ sửa chữa bằng ROV	405	405	0.0%	
Căn cứ cảng	1,418	1,531	8.0%	Kỳ vọng mảng cảng hàng hóa sẽ cải thiện trong năm 2024
Cơ khí & thầu xây lắp (M&C)	11,150	18,628	67.1%	Ghi nhận doanh thu từ các dự án Galaff Batch 3, Hải Long 2&3 và Greater Chanhua 2a&4. Kỳ vọng ghi nhận thêm doanh thu từ các dự án Lô B, Lạc Đà Vàng A, Sư Tử Trắng 2B, Baltica, Fengmiao từ năm 2024
DV sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành (O&M)	1,911	2,553	33.6%	Kỳ vọng cải thiện khi thị trường nội địa ấm lên
DV Khác	650	637	-2.0%	
Lợi nhuận gộp	948	1,431	51.0%	
Tàu kỹ thuật dầu khí (OSV)	198	203	2.2%	
Vận hành FSO/FPSO	157	185	18.0%	
Khảo sát/ sửa chữa bằng ROV	45	36	-19.6%	
Căn cứ cảng	261	345	31.9%	Hồi phục từ mức nền thấp
Cơ khí & thầu xây lắp (M&C)	159	466	192.2%	Doanh thu tăng mạnh, biên lợi nhuận gộp cải thiện do tối ưu hóa được mảng điện gió ngoài khơi
DV sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành (O&M)	69	140	103.5%	Hồi phục từ mức nền thấp
DV Khác	57	56	-1.6%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	4.9%	5.2%		
Chi phí SG&A	-1,136	-1,380	21.5%	Do khối lượng công việc tăng mạnh
LN từ HĐKD	-187	51	N/A	
Thu nhập tài chính	776	776	0.0%	
Lợi nhuận từ liên doanh/liên kết	657	690	5.0%	
Chi phí tài chính	-215	-211	-2.0%	
Thu nhập khác (ròng)	66	66	0.0%	
LN trước thuế	1,103	1,372	24.4%	
LN sau thuế	899	1,098	22.1%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	4.6%	4.0%		

Nguồn: PVS, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 47,100 VNĐ/cổ phiếu

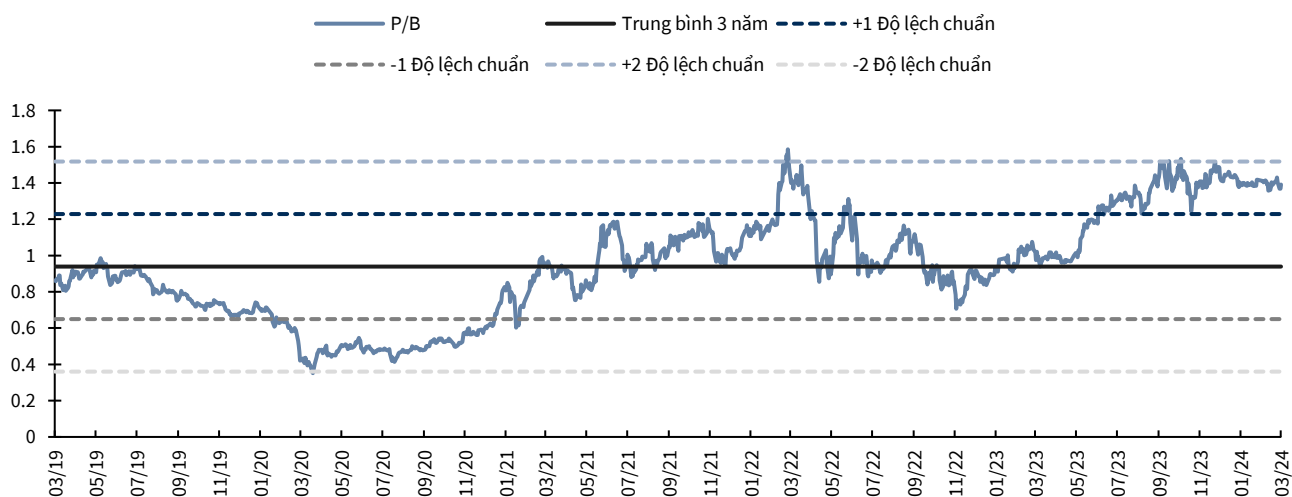
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho PVS với mức giá mục tiêu là 47,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 27.6% so với giá đóng cửa 36,900 VNĐ/cổ phiếu ngày 13/03/2024.

Bảng 12. Giả định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VNĐ)	11,363
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	3,526
Beta	1.15	Tổng giá trị hiện tại	14,889
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	10,086
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-1,740
Chi phí vốn bình quân	11.1%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-710
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	22,525
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	478.00
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	47,100
		Giá hiện tại (13/03/2024)	36,900
		Upside	27.6%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 14. Diễn biến P/B của PVS giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

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

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

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@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

Website: 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.