

Ngành : Dầu khí (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị **MUA** **Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)**
Cập nhật kết quả kinh doanh

Giá hiện tại:	43,800	Ngày viết báo cáo:	03/06/2024	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây:	41,800	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	477,966	PVN	51.38%
Giá mục tiêu mới:	57,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	21,604	VN Investment Property Holdings	3.07%
Tỷ suất cổ tức	%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	7,188,279	CTBC Vietnam Equity Fund	2.62%
Tiềm năng tăng giá	30%	Sở hữu nước ngoài	20.88%	Norges Bank	1.87%

Chuyên viên phân tích ngành:

Nguyễn Cẩm Tú, CFA

(Dầu khí)

tunc@bsc.com.vn

Định giá

- BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVS với giá mục tiêu 2025F là **57,000 VND/CP** (tương đương **upside 30%** so với giá đóng cửa ngày 03/06/2024) dựa trên phương pháp định giá FCFF sau khi điều chỉnh tăng lần lượt 14% và 13% lợi nhuận năm 2024F và 2025F do điều chỉnh tăng (i) dự phóng các mảng Căn cứ cảng, Khảo sát và M&C do Lô B ký được FID thương lượng nhanh hơn kỳ vọng (ii) dự phóng lợi nhuận từ FPSO trong năm 2024F.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo năm 2024, doanh thu thuần của PVS đạt 26,030 tỷ VND (+35% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,177 tỷ VND (+31% YoY), EPS FW = 2,463 VND/CP.

Triển vọng kinh doanh năm 2024

BSC cho rằng năm 2024, tăng trưởng mảng Mảng Cơ khí & xây lắp (M&C) đến từ:

- Các dự án điện gió: BSC kỳ vọng PVS ghi nhận doanh thu liên quan đến 4 dự án trang trại điện gió nước ngoài. Công ty cũng cho biết sắp tới khả năng trúng thầu thêm 2 dự án điện gió quy mô ~ 700 triệu USD. BSC cho rằng các gói thầu thi công cho năng lượng tái tạo của khách hàng nước ngoài vẫn chiếm tỷ trọng chính.
- Các dự án dầu khí: BSC kỳ vọng các dự án dầu khí sẽ triển khai tích cực và có đóng góp vào kết quả kinh doanh từ cuối năm 2024. Trong đó, BSC kỳ vọng PVS ghi nhận dự án Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn. BSC chưa đưa Sư Tử Trắng – GD 2 vào dự phóng.

Rủi ro

- Giá dầu biến động mạnh có thể tác động tiêu cực đến việc gia hạn hợp đồng thuê FSO/FPSO
- Các dự án có thể bị chậm tiến độ ảnh hưởng đến nguồn công việc của PVS.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong quý 1 năm 2024, doanh thu thuần của PVS đạt 3,710 tỷ VND (+0% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 305 tỷ VND (+34% YoY).
- Năm 2024, PVS đặt kế hoạch doanh thu đạt 15,500 tỷ VND (-19.8% YoY), và LNST đạt 858 tỷ VND (-5% YoY).

	2022	2023	2024F	VN-Index
PE (x)	17.8	22.1	18.2	14.3
PB (x)	0.9	1.1	1.5	1.8
PS (x)	0.8	0.7	0.8	1.3
ROE (%)	6.5	7.6	10	13
ROA (%)	3.2	3.5	5	2

	2021	2022	2023	2024F
Doanh thu	14,198	16,413	19,354	26,030
Lợi nhuận gộp	776	865	948	1,377
Lợi nhuận sau thuế	601	773	899	1,177
EPS	911	1,171	1,815	2,463
Tăng trưởng EPS	-13%	29%	-12%	36%

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 1 NĂM 2024

Bảng 1: Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1 năm 2024

(tỷ VND)	Q1.24	Q1.23	% YoY	Cập nhật KQKD
Doanh thu thuần	3,710	3,705	0%	<p>Trong Quý 1 năm 2024, doanh thu thuần của PVS đạt 3,710 tỷ VND (+0% YoY), và LNST đạt 305 tỷ VND (+34% YoY).</p> <p>+ Về doanh thu: các mảng Căn cứ cảng, Khảo sát công trình ngầm đều tăng trưởng mạnh với biên lợi nhuận gộp cao. Trong khi mảng M&C ghi nhận mức sụt giảm do mức nền cao cùng kỳ.</p> <p>+ Về lợi nhuận gộp: Tăng trưởng tại các mảng có biên gộp cao (căn cứ cảng, khảo sát công trình) giúp cho biên gộp tổng của PVS tăng lên 7% từ mức 5.5% cùng kỳ.</p> <p>+ Lợi nhuận gộp và lợi nhuận từ công ty liên kết (chủ yếu từ FPSO Ruby II) tăng khả quan khiến cho lợi nhuận sau thuế ghi nhận 305 tỷ (+34% YoY) vượt dự phóng của BSC.</p> <p>Năm 2024, PVS đặt kế hoạch doanh thu đạt 15,500 tỷ VND (-19.8% YoY), và LNST đạt 858 tỷ VND (-5% YoY) do 2024 không phải là thời điểm ghi nhận chính các dự án đang thực hiện. Tuy nhiên, trong quá khứ, PVS thường đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận khá thận trọng.</p>
Lợi nhuận gộp	258	204	26%	
GPM	7.0%	5.5%		
Lãi/lỗ từ CTLDLK	197	157	25%	
CP bán hàng	-22	-20	12%	
CP QLDN	-205	-170	21%	
SG&A/Rev	6.1%	5.1%		
EBIT	384	286	34%	
DT tài chính	151	123	23%	
CP tài chính	-14	-51	-72%	
LN khác	3	0		
LNTT	368	267	38%	
LNST	305	228	34%	
Doanh thu bộ phận				
DV tàu kỹ thuật dầu khí	422	336	0%	
Vận hành FSO/FPSO	547	447	25%	
DV khảo sát công trình ngầm	105	26	22%	
Căn cứ cảng dầu khí	335	296	308%	
Cơ khí & thầu xây lắp (M&C)	1,802	2,132	-16%	
DV sửa chữa, bảo dưỡng	397	384	3%	
DV Khác	101	83	21%	

Nguồn: PVS, BSC Research

TRIỂN VỌNG KINH DOANH GIAI ĐOẠN 2024 – 2026

So với báo cáo cập nhật trước ([Link](#)), BSC tiếp tục giữ quan điểm cho rằng hoạt động kinh doanh chính của PVS sẽ được hưởng lợi từ (i) Các dự án điện gió (4 dự án trang trại điện gió nước ngoài đang thực hiện) và (ii) Các dự án dầu khí (đặc biệt là Lô B – Ô Môn).

Tuy nhiên, tiến độ dự án Lô B – Ô Môn nhanh hơn BSC kỳ vọng trước đó (Lô B – Ô Môn đạt FID thượng nguồn vào tháng 4 năm 2024). Do đó, PVS có đủ cơ sở để hoàn thành các phần việc theo Chỉ định thầu giới hạn (LLOA) thay vì chỉ thực hiện 15% LLOA trước khi có FID thượng nguồn. Đồng thời, BSC cho rằng tác động của việc có FID thượng nguồn cũng kéo theo doanh thu tăng tại các mảng có biên lợi nhuận gộp cao (vd: Căn cứ cảng, Khảo sát công trình).

ST T	Dự án	Thời gian triển khai HĐ	Giá trị HĐ ước tính (triệu USD)	2024F BSC dự kiến (triệu USD)	2025F BSC dự kiến (triệu USD)
Các dự án năng lượng tái tạo					
1	Điện gió Hai Long 2&3 (Đài Loan)	2024	90	90	0
2	Điện gió Greater Changhua 2a&4 (Đài Loan)	2023 – 2025	300	240	60
3	Điện gió Baltica 2 (Ba Lan)	2023 – 2027	200	80	70
4	Điện gió Fengmiao (Đài Loan)	2023 – 2027	100	30	70
5	2 dự án điện gió khác	N.A	700	36	350
	Tổng cộng		1,390	476	550
Các dự án dầu khí					
1	Lạc Đà Vàng	2024 – 2027	350	11	18
2	Lô B – Ô Môn EPCI#1	2024 – 2026	492	98	246
3	Lô B – Ô Môn EPCI#2	2024 – 2026	300	60	135
4	Lô B – Ô Môn – Đường ống dẫn khí trên bờ	2024 – 2026	254	0	152
5	Gallaf Batch 3	2023 – 2027	380	57	133
	Tổng cộng		1,776	226	684

Nguồn: PVS, BSC

TIẾN ĐỘ CÁC DỰ ÁN DẦU KHÍ TRONG NƯỚC

Dự án	Thời gian triển khai (dự kiến)	Vốn đầu tư (Triệu USD)	Trữ lượng ước tính	Cập nhật tiến độ
Lô B – Ô Môn	2024 – 2026	11,300	100 tỷ m3 khí 12.5 triệu thùng condensate	- Chỉ định trúng thầu hạn chế (LLOA) cho hợp đồng EPC#1 và #2 - Đã có FID cho thượng nguồn và trung nguồn trong cuối tháng 3
Lạc Đà Vàng	2024 – 2026	693	61 triệu thùng dầu	- Đã có FID (ký tháng 11/2023) - Đang triển khai đấu thầu
Sư Tử Trắng 2B	Chưa có thông tin			

Nguồn: BSC tổng hợp

KẾ HOẠCH PHÁT TRIỂN DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN (dự kiến)



Giai đoạn	Giai đoạn đầu (2024- 2025)	Giai đoạn sau (2025- 2026)	Giai đoạn khai thác (2027 trở đi)
Hoạt động	Khoan/ Dịch vụ giếng khoan Thi công EPCI xây lắp giàn	Thi công EPCI đường ống dẫn khí Bọc ống	Xây lắp nhà máy điện Khai thác, vận chuyển và phân phối khí Tiếp tục phát triển mở rộng mỏ
DN hưởng lợi	PVS: (i) EPCI#1 (Q2.24 – Q4.26) 493 triệu USD (ii) EPCI#2 (Q2.24 – Q4.25) 300 triệu USD	PVS (Q4.24 - Q4.26): 268 triệu USD PVB (Q4.24 - Q4.26): 92 triệu USD PVC (Q4.25 – Q4.26): ~ 1 triệu USD/ giếng PVD (Q4.25 – Q4.26: N/A (Lô B dự kiến đấu thầu 2 giàn khoan)	GAS (Q4.26 trở đi): ~9.6 tỷ USD doanh thu vận chuyển khí

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC điều chỉnh dự báo năm 2024F, doanh thu thuần của PVS đạt 26,030 tỷ VND (+35% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,177 tỷ VND (+31% YoY), EPS FW = 2,463 VND/CP, tăng lần lượt 1% và 14% so với dự phóng trước do (i) điều chỉnh tăng doanh thu từ Căn cứ cảng và mảng Khảo sát (+10% so với dự phóng trước) giúp biên lợi nhuận gộp tăng từ 5.1% lên 5.3% (ii) điều chỉnh tăng lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết (tăng +20% lợi nhuận từ FPSO Ruby II).

BSC dự báo năm 2025F, doanh thu thuần đạt 40,435 tỷ VND (+55% YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 1,402 tỷ (+19% YoY), EPS FW = 2,934 VND/CP. Tăng trưởng của doanh nghiệp kỳ vọng tiếp tục đến từ việc ghi nhận các hợp đồng M&C: trong đó, 2025 là điểm rơi chính cho các gói thầu của Lô B – Ô Môn.

Đơn vị: Tỷ VND	2022	2023	2024F cũ	2024F mới	2025F
Doanh thu thuần	16,373	19,354	25,689	26,030	40,435
Cho thuê tàu kỹ thuật dầu khí	1,570	1,607	1,687	1,687	1,856
Vận hành FSO/FPSO	1,874	2,207	2,317	2,428	2,549
DV khảo sát địa chấn/công trình ngầm	510	405	405	446	512
Căn cứ cảng dầu khí	1,455	1,418	1,489	1,631	1,875
Cơ khí & thầu xây lắp (M&C)	8,697	11,150	17,183	17,183	30,854
DV sửa chữa, bảo dưỡng	1,555	1,910	2,006	2,006	2,106
DV Khác	711	650	683	650	683
Lợi nhuận gộp	915	948	1,312	1,377	2,162
<i>Biên LN gộp</i>	<i>5.6%</i>	<i>4.9%</i>	<i>5.1%</i>	<i>5.3%</i>	<i>5.3%</i>
CP bán hàng	-79	-85	-103	-104	-162
CP QLDN	-828	-1,050	-1,310	-1,328	-2,062
EBIT	1,224	1,176	1,357	1,541	1,847
DT tài chính	489	776	809	815	1,121
CP tài chính	-163	-225	-240	-242	-363
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	657	664	664	797	813
Thu nhập khác	183	66	154	154	154
LNTT	1,174	1,287	1,287	1,472	1,753
LNST	944	1,030	1,030	1,177	1,402
<i>Biên LNST</i>	<i>5.8%</i>	<i>4.6%</i>	<i>4.0%</i>	<i>4.5%</i>	<i>3.5%</i>
EPS	2,067	1,815	2,155	2,463	2,934

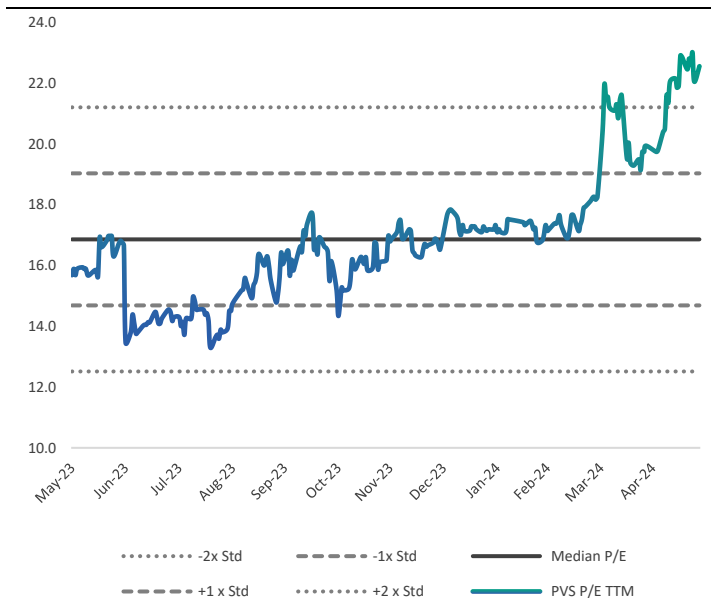
ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVS với giá mục tiêu 2025F là **57,000 VND/cp** (tăng 36% so với giá mục tiêu gần nhất – [Link](#)); tương ứng với mức upside 30% so với mức giá đóng cửa ngày 03/06/2024 dựa trên phương pháp FCFF. Mức định giá tăng do BSC điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận giai đoạn 2024 – 2026 khi tăng (i) dự phóng các mảng Căn cứ cảng, Khảo sát và M&C do Lô B ký được FID thượng nguồn nhanh hơn kỳ vọng (ii) dự phóng lợi nhuận từ FPSO trong năm 2024F.

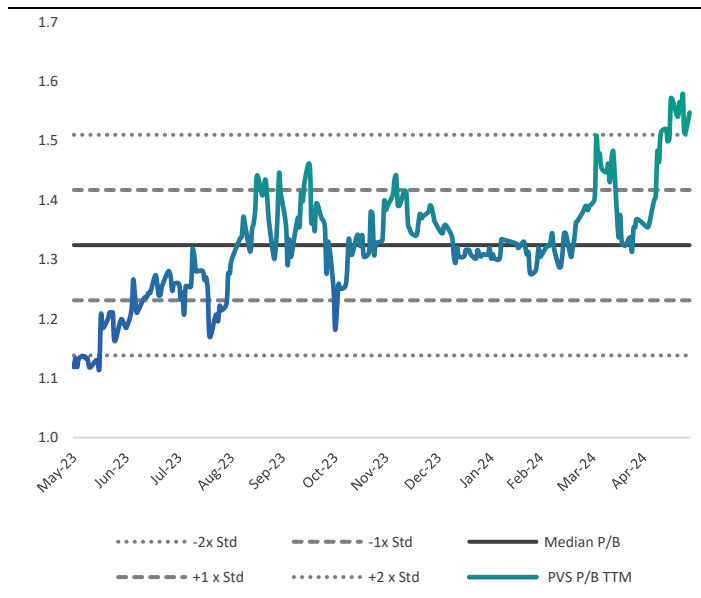
Phương pháp FCFF:

Phương pháp FCFF	2024F	2025F	2026F	2027F	Các giả định	
Giá trị chiết khấu dòng tiền tự do	1,027	923	357	1,360	Rf	5%
PV của giá trị cuối cùng (TV)	13,757				Beta	1.1
Tổng giá trị chiết khấu	18,864				Ke	16.0%
(+) Tiền & đầu tư ngắn hạn	10,087				Kd	11.0%
(-) Nợ	1,740				WACC	12.4%
					g	3%
Tổng giá trị công ty (tỷ VND)	27,210					
SLCP Lưu hành (triệu cp)	478					
Giá trị hợp lý	57,000					
Giá đóng cửa ngày 27/05/2024	45,300					
Upside	26%					

Stock PE



Stock PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

PHỤ LỤC

	2020	2021	2022	2023
Doanh thu thuần	20,180	14,260	16,366	19,349
Giá vốn hàng bán	-19,402	-13,393	-15,352	-18,401
Lợi nhuận gộp	778	867	1,014	948
Chi phí bán hàng	-119	-89	-79	-85
Chi phí QLDN	-798	-712	-827	-1,050
Lãi/lỗ HĐKD	310	756	1,090	1,037
Doanh thu tài chính	400	278	489	776
Chi phí tài chính	-143	-94	-163	-215
Chi phí lãi vay	-56	-46	-50	-73
Lợi nhuận từ CTLD/LK	191	507	657	664
Lãi/lỗ khác	715	214	185	66
Lợi nhuận trước thuế	1,025	969	1,276	1,103
Thuế thu nhập DN	-315	-219	-124	-203
LN sau thuế	710	751	1,050	899
CĐTS	86	76	62	733
LNST - CĐTS	624	675	989	866
EBITDA	1,619	1,506	1,695	1,683
EPS	1,046	887	2,067	1,815

	2020	2021	2022	2023
Tiền & tương đương tiền	5,182	5,754	5,219	5,757
Đầu tư ngắn hạn	3,341	2,670	4,837	4,329
Phải thu ngắn hạn	5,661	4,620	5,043	4,160
Tồn kho	2,190	2,161	1,011	1,498
TS ngắn hạn khác	289	241	276	552
TS ngắn hạn	16,664	15,446	16,388	16,297
TS hữu hình	11,840	12,118	12,401	13,193
Khấu hao	-8,726	-9,150	-9,428	-9,896
TS dở dang dài hạn	236	184	172	391
Đầu tư dài hạn	4,965	4,735	4,918	4,945
TS dài hạn khác	1,038	998	1,016	1,120
TS dài hạn	9,707	9,247	9,439	10,104
Tổng TS	26,371	24,693	25,828	26,401
Phải trả ngắn hạn	6,178	4,282	5,301	3,510
Vay ngắn hạn	734	711	752	1,176
Nợ ngắn hạn khác	2,799	3,622	3,199	4,519
Tổng Nợ ngắn hạn	9,803	8,692	9,199	9,206
Vay dài hạn	474	534	624	564
Nợ dài hạn khác	3,292	3,012	3,067	3,248
Tổng Nợ dài hạn	3,765	3,546	3,691	3,812
Tổng Nợ	13,395	12,263	12,879	13,018
Vốn góp	4,780	4,780	4,780	4,780
Thặng dư vốn cổ phần	40	40	40	40
LN chưa phân phối	3,995	3,622	3,680	3,888
Vốn chủ khác	3,356	3,352	3,608	3,967
Cổ đông thiểu số	739	728	731	710
Tổng Vốn chủ sở hữu	12,909	12,521	12,838	13,384
Tổng nguồn vốn	26,371	24,693	25,777	26,401
Số CP lưu hành (triệu)	478	478	478	478

	2020	2021	2022	2023
(Lỗ)/LNTT	1,042	816	1,080	1,103
Khấu hao	526	500	466	507
Thay đổi VLĐ	-1,193	-540	901	718
Điều chỉnh khác	-1,129	-989	-937	-1,029
LCTT từ HĐ KD	-680	-138	1,498	-311
Tiền chi mua TSCĐ	-461	-248	-515	-901
Tiền từ đầu tư khác	71	1,518	-1,193	1,744
LCTT từ HĐ Đầu tư	-390	1,270	-1,708	842
Tiền chi trả cổ tức	-526	-533	-430	-378
Vay ròng	-147	45	131	348
Tiền thu khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-673	-488	-321	-30
Dòng tiền đầu kỳ	6,949	5,212	5,747	5,219
Tiền trong kì	-1,818	569	-520	501
Dòng tiền cuối kỳ	5,182	5,754	5,219	5,757

	2020	2021	2022	2023
KN thanh toán				
Hố TT ngắn hạn	1.6	1.7	1.7	1.7
Hố TT nhanh	1.4	1.5	1.6	1.5
Cơ cấu vốn				
Hố Nợ/TTS	51%	49%	50%	49%
Hố Nợ/VCSH	104%	97%	99%	97%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	34.1	57.4	36.8	24.9
Số ngày phải thu	72.2	116.2	91.0	69.0
Số ngày phải trả	96.1	142.5	113.1	87.4
CCC	10.2	31.1	14.6	6.5
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	4%	5%	5%	5%
Lợi nhuận LNST	4%	5%	5%	5%
ROE	5%	5%	6%	7%
ROA	3%	3%	3%	3%
Định Giá				
PE	13.63	16.12	13.78	22.11
PB	0.66	0.80	0.78	1.12
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	20%	-30%	16%	18%
Tăng trưởng EBIT	-21%	-15%	22%	6%
Tăng trưởng LNNT	-23%	-14%	23%	-6%
Tăng trưởng EPS	-38%	-13%	29%	-5%

Nguồn: PVS, BSC Research

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa LietvietPostbank
17 Tông Đản, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

