Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam - PVS

KHẢ QUAN

Động lực dài hạn đến từ xu hướng phát triển điện gió ngoài khơi

Dầu khí | CẬP NHẬT

Giá mục tiêu (12T)
VND33.800

Consensus*: Mua:7 Giữ:1 Bán:0

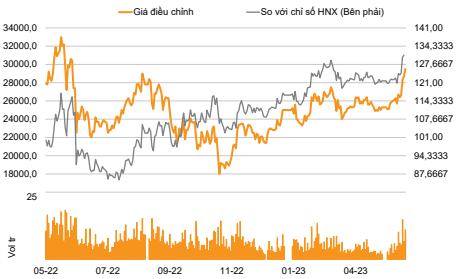
Giá mục tiêu / Consensus: 7,8%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 4,7%/3,8%/10,8%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND31.700
Giá thị trường	VND29.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	33.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	18.000
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	128.532
Thị giá vốn (tỷ VND)	13.712
Free float	49%
Tỷ suất cổ tức	3,18%
P/E trượt (x)	16,0
P/B hiện tại (x)	1,2

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

PVN	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:

Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/23 gần như đi ngang svck, hoàn thành 21,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- QHĐ8 ưu tiên phát triển điện khí nội địa và điện gió ngoài khơi, qua đó sẽ tạo ra khối lượng backlog tiềm năng rất lớn đối với nhà thầu xây lắp công trình ngoài khơi hàng đầu như PVS.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 33.800 đồng.

LN ròng Q1/23 được hỗ trợ bởi LN tài chính cao hơn

PVS công bố doanh thu (DT) thuần Q1/23 giảm nhẹ 1,7% svck xuống 3.704 tỷ đồng. Tuy nhiên, LN gộp Q1/23 tăng 5,8% svck chủ yếu nhờ biên LN gộp mảng Cơ khí & Xây lắp (M&C) cao hơn (+1,6 điểm % svck) khi một số dự án lớn đang đi vào giai đoạn cuối của chu kỳ xây lắp. Kết quả, LN ròng Q1/23 đi ngang svck đạt 215 tỷ đồng (-0,7% svck) do: (1) chi phí QLDN cao hơn (+13% svck), (2) không ghi nhận thu nhập từ thanh lý tài sản như Q1/22, và (3) LN tài chính ròng cao hơn (+48,5% svck).

Doanh nghiệp được hưởng lợi chính từ QHĐ8

Vừa qua, Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch phát triển điện 8 (QHĐ8). Theo đó, QHĐ8 nhấn mạnh việc ưu tiên phát triển điện khí sử dụng các nguồn khí nội địa để giảm sự phụ thuộc vào nguồn LNG nhập khẩu, điều này có thể thúc đẩy các dự án phát triển mỏ khí trị giá nhiều tỷ đô vốn bị đình trệ lâu nay như dự án Lô B và Cá Voi Xanh. Bên cạnh đó, điện gió sẽ trở thành trọng tâm phát triển chính trong cả ngắn và dài hạn. Trong đó, 6.000MW điện gió ngoài khơi đầu tiên dự kiến được đưa vào vận hành từ năm 2030, trước khi đạt tốc độ tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2030-50, chiếm 16% tổng công suất hệ thống năm 2050. Mới đây, PVS vừa ký hợp đồng chế tạo và cung cấp 33 chân đế cho dự án điện gió của Orsted tại Đài Loan. Nhìn chung, chúng tôi cho rằng PVS sẽ là đơn vị hưởng lợi chính từ hai ưu tiên phát triển theo QHĐ8 này với tư cách là nhà thầu xây lắp công trình ngoài khơi hàng đầu tại Việt Nam.

Chúng tôi ước tính LN ròng sẽ tăng trưởng kép 16,7% trong năm 2023-25

Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 4,7%/3,8%/10,8% sau khi: (1) việc lùi thời điểm khởi động dự án Lô B - Ô Môn đến cuối năm 2023 và đưa dự án điện gió Changhua vào dự phóng, (2) nâng LN tài chính ròng năm 2023-25 và (3) giảm thu nhập từ công ty liên doanh. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PVS sẽ tăng trưởng kép 16,7% năm 2023-25, nhờ: (1) mảng M&C tăng trưởng mạnh nhờ các hợp đồng mới được trao cũng như các hợp đồng tiềm năng như Lô B – Ô Môn, và (2) đóng góp ổn định của các liên doanh FSO/FPSO.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 33.800 đồng/cp

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu theo phương pháp DCF cao hơn là 33.800 đồng/cp (+6,6% so với dự báo trước) do nâng dự phóng EPS năm 2023-25 và chuyển mô hình DCF sang năm 2023. Động lực tăng giá tiềm năng là giá dầu cao hơn dự kiến và sự khởi công của dự án Lô B. Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu giảm và sự trì hoãn hơn nữa trong việc trao thầu các dự án lớn.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	14.260	16.373	20.321	22.403
Tăng trưởng DT thuần	(29,3%)	14,8%	24,1%	10,2%
Biên lợi nhuận gộp	6,1%	5,6%	5,7%	6,3%
Biên EBITDA	10,6%	10,4%	9,9%	10,6%
LN ròng (tỷ)	675	884	1.047	1.269
Tăng trưởng LN ròng	8,1%	31,0%	18,5%	21,2%
Tăng trưởng LN cốt lõi	8,1%	31,0%	18,5%	21,2%
EPS cơ bản	1.411	1.849	2.191	2.656
EPS điều chỉnh	1.242	1.627	1.928	2.337
BVPS	24.855	25.564	26.931	29.467
ROAE	5,6%	7,3%	8,3%	9,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực dài hạn đến từ xu hướng phát triển điện gió ngoài khơi

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 33.800 đồng

Chúng tôi ưa thích PVS vì:

- Vị thế dẫn đầu của PVS trong lĩnh vực xây lắp các công trình dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam có thể giúp công ty hưởng lợi từ QHĐ8. Theo đó, QHĐ8 nêu bật ưu tiên phát triển các dự án mỏ khí lớn trong nước để cung cấp khí sản xuất điện như Lô B – Ô Môn và phát triển điện gió ngoài khơi trong cả ngắn và dài hạn.

- Tình hình tài chính rất vững mạnh của PVS với vị thế tiền mặt ròng hơn 8.800 tỷ đồng (tương đương 18.400 đồng/cp) và tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -67% vào cuối Q1/23. Điều này có thể giúp công ty hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu theo phương pháp DCF cao hơn là 33.800 đồng dựa trên: (1) nâng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 4,7%/3,8%/10,8% và (2) chuyển mô hình DCF sang năm 2023.

Động lực tăng giá tiềm năng và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá tiềm năng là giá dầu cao hơn dự kiến và sự khởi công của dự án Lô B.

- Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu giảm và sự trì hoãn hơn nữa trong việc trao thầu các dự án lớn.

Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	6.659
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	1.557
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	8.215
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	10.057
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(1.376)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(730)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	16.166
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	478
Giá trị cổ phiếu (đồng)	33.822
Giá mục tiêu (đồng)	**33.800**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	**18,3%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
Vốn hóa	12.219
Nợ	1.376
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	19,5%
WACC	**16,9%**
Tăng trưởng dài hạn	**1,5%**

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2030	2035	CAGR 2022-35
Tổng doanh thu	**16.373**	**20.321**	**22.403**	**24.041**	**29.330**	**32.631**	**5,4%**
% svck	*14,8%*	*24,1%*	*10,2%*	*7,3%*	*3,1%*	*1,7%*	
GVHB & OPEX	(16.365)	(20.047)	(21.864)	(23.398)	(28.779)	(32.019)	
EBIT	7	274	539	643	550	612	
Biên LN hoạt động KD	*0,0%*	*1,3%*	*2,4%*	*2,7%*	*1,9%*	*1,9%*	
Thuế khả dụng	*19,5%*	*19,5%*	*19,5%*	*19,5%*	*19,5%*	*19,5%*	
EBIT x (1-mức thuế)	6	220	433	518	443	493	
+ Chi phí khấu hao	471	544	591	569	645	682	
% doanh thu	*2,9%*	*2,7%*	*2,6%*	*2,4%*	*2,2%*	*2,1%*	
- Capex	(498)	(1.016)	(896)	(426)	(520)	(447)	
% doanh thu	*-3,0%*	*-5,0%*	*-4,0%*	*-1,8%*	*-1,8%*	*-1,4%*	
+ Thay đổi vốn lưu động	1.145	(326)	(99)	(85)	(513)	(416)	
% doanh thu	*7,0%*	*-1,6%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	*-0,4%*	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.166	1.143	1.189	1.238	1.323	1.472	
% doanh thu	*7,1%*	*5,6%*	*5,3%*	*5,2%*	*4,5%*	*4,5%*	
Dòng tiền tự do (UFCF)	2.290	565	1.219	1.814	1.379	1.784	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ dầu khí

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm (%)	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			Nội tệ	Nội tệ	tr.USD	2023	2024		2023	2024	2023	2024	2023	2024
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	0,52	NA	182	12,1	9,6		0,47	0,4	3,8%	3,8%	2,1%	2,2%
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	2,53	NA	1.607	10,5	8,9		1,34	1,2	13,1%	13,4%	6,2%	6,0%
Seatrium Ltd	STM SP	KKN	0,13	NA	6.538	NA	25,8		1,06	1,0	-1,8%	2,7%	-0,5%	1,2%
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	40.200	NA	3.395	11,4	8,1		0,70	0,5	6,5%	6,7%	2,7%	2,9%
Keppel Corp	KEP SP	KKN	7	NA	8.508	12,7	11,7		0,9	1,0	8,4%	8,8%	2,8%	3,2%
Trung bình						*11,7*	*12,8*		*0,9*	*0,8*	*6,0%*	*7,1%*	*2,7%*	*3,1%*
PTSC	**PVS VN**	**KHẢ QUAN**	**29.500**	**33.800**	**601**	**13,5**	**11,1**	**16,7%**	**1,1**	**1,0**	**8,3%**	**9,4%**	**4,0%**	**4,6%**

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 23/05)

LN ròng Q1/23 được hỗ trợ bởi LN tài chính cao hơn

Hình 6: Tổng quan KQKD Q1/23

ĐVT: Tỷ đồng	Q1/22	Q1/23	% svck	% sv dự phóng 2023	Nhận định
Doanh thu thuần	**3.769**	**3.704**	**-1,7%**	**18,4%**	
Tàu dịch vụ	321	336	4,8%		
FSO/FPSO	433	447	3,4%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	75	26	-65,5%		
Căn cứ cảng	314	296	-5,6%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	2.048	2.131	4,1%		Doanh thu M&C Q1/23 duy trì ổn định svck đến từ các hợp đồng EPC đang thực hiện như Gallaf Batch 3, Shwe Phase 3 và điện gió Hai Long. Chúng tôi kỳ vọng DT M&C sẽ tăng tốc trong các quý tới nhờ dự án mới được trao thầu (điện gió Changhua) và tiềm năng khởi công của dự án Lô B - Ô Môn
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	425	384	-9,7%		
Dịch vụ khác	154	83	-46,2%		
LN gộp	**193**	**204**	**5,8%**	**17,6%**	
Tàu dịch vụ	28	39	40,3%		
FSO/FPSO	52	35	-32,9%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	(12)	(11)	-7,7%		
Căn cứ cảng	70	55	-21,8%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	36	71	95,5%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	5	11	128,2%		
Dịch vụ khác	14	5	-65,8%		
Biên LN gộp	*5,1%*	*5,5%*	*0,4 điểm %*		Biên LN gộp tăng nhẹ 0,4 điểm % svck nhờ biên LN gộp mảng M&C cao hơn
Tàu dịch vụ	*8,6%*	*11,6%*	*2,9 điểm %*		
FSO/FPSO	*12,0%*	*7,8%*	*-4,2 điểm %*		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	*-16,6%*	*-44,5%*	*-27,9 điểm %*		
Căn cứ cảng	*22,5%*	*18,6%*	*-3,8 điểm %*		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	*1,8%*	*3,3%*	*1,6 điểm %*		Biên LN gộp mảng M&C tăng 1,6 điểm % svck khi 1 số dự án lớn đang triển khai đi vào cuối chu kỳ xây lắp
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	*1,1%*	*2,7%*	*1,7 điểm %*		
Dịch vụ khác	*9,2%*	*5,8%*	*-3,3 điểm %*		
Chi phí bán hàng	15	20	29,2%	19,6%	
Chi phí QLDN	150	170	13,0%	21,6%	Chi phí QLDN Q1/23 tăng 13% svck do chi phí nhân công cao hơn (+39% svck), điều này có thể đến từ việc PVS đẩy mạnh hoạt động kinh doanh tại các thị trường nước ngoài
EBIT	27	14	-47,7%		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	64	95	48,5%	30,2%	LN tài chính thuần Q1/23 tăng 48,5% svck nhờ thu nhập tiền gửi tăng mạnh (+134% svck lên 110 tỷ đồng)
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	162	157	-3,0%	20,3%	
Thu nhập khác	58	(0)	-100,4%		Trong Q1/23, PVS không còn ghi nhận khoản LN khác đến từ việc thanh lý tài sản
LNTT	311	267	-14,3%	18,3%	
LN ròng	**216**	**215**	**-0,7%**	**21,5%**	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng năm 2023-25: Triển vọng vững chắc trong những năm tới

Mảng M&C tích cực sẽ là động lực chính trong ngắn hạn

PVS vừa ký hợp đồng tham gia dự án trang trại điện gió ngoài khơi của Orsted tại Đài Loan – dự án điện gió Greater Changhua (với giá trị ước tính 300 triệu USD), trong đó PVS sẽ chịu trách nhiệm chế tạo và cung cấp 33 chân đế tua-bin cho các dự án, dự kiến trong giai đoạn 2023-2025. Đây là một trong những thành quả theo sau việc ký Biên bản ghi nhớ (MoU) giữa Orsted và PVS nhằm triển khai hợp tác trong các dự án điện gió ngoài khơi vào tháng 8 năm 2022. Cùng với các dự án đang triển khai như Gallaf Batch 3, Shwe Phase 3 và tiềm năng khởi công dự án Lô B vào cuối năm nay, chúng tôi cho rằng mảng M&C

sẽ là động lực chính cho PVS với tốc độ tăng trưởng kép doanh thu là 21,3% trong giai đoạn 2023-25, lần lượt đóng góp 60%/64%/65% tổng doanh thu của PVS trong cùng kỳ.

Hình 7: Một số dự án chính trong mảng M&C của PVS (Đơn vị: triệu USD)

STT	Dự án	Giá trị HĐ ước tính của PVS (tr. USD)	DT ước tính ghi nhận năm 2023	GTHĐ còn lại cuối năm 2023	Thời gian triển khai	Tiến độ dự án
1	Kho cảng LNG Thị Vải	78	16	-	Q3/19 - Q1/23	PVS nắm 39% trong liên doanh triển khai thầu EPC cho dự án. Đã hoàn thành thi công vào Q1/23
2	Tổ hợp hóa dầu Long Sơn	81	24	-	Q2/20 - 2023	PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến xây dựng nhà máy olefin
3	Gallaf Batch 3	360	126	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
4	Shwe Phase 3	200	90	-	Q4/21 - Q4/23	PVS là nhà thầu phụ cho Korea Shipbuilding & Offshore Engineering (KSOE) trong dự án này, đảm nhiệm phần thi công phần chân đế với khối lượng lên tới 12.900 tấn
5	Điện gió Hai Long - Đài Loan	90	45	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
6	Điện gió Changhua - Đài Loan	300	60	240	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

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

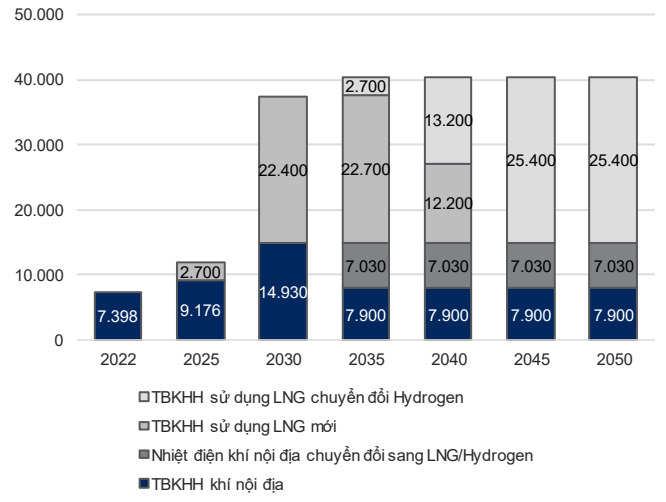
Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ đạt mức tăng trưởng kép LN ròng là 16,7% trong giai đoạn 2023-25, nhờ vào: (1) triển vọng tăng trưởng tích cực của mảng M&C và (2) sự đóng góp ổn định của các liên doanh FSO/FPSO, chiếm tỷ trọng lần lượt là 66%/57%/ 51% LN ròng của PVS trong giai đoạn 2023-25.

Doanh nghiệp được hưởng lợi chính từ QHĐ8

Trong những năm tới, QHĐ8 nêu bật ưu tiên phát triển điện khí nguồn nội địa để giảm sự phụ thuộc vào nguồn LNG nhập khẩu, vốn bị ảnh hưởng bởi các sự kiện toàn cầu không thể đoán định. Công suất điện khí nội địa được dự báo sẽ tăng hơn gấp đôi lên 14.930 MW từ mức 7.076 MW hiện tại, chiếm 9,9% tổng công suất hệ thống vào năm 2030. Vì vậy, chúng tôi kỳ vọng việc QHĐ8 được phê duyệt sẽ là động lực để thúc đẩy các dự án phát triển mỏ khí nhiều tỷ đô vốn bị đình trệ lâu nay như Lô B và Cá Voi Xanh trong những năm tới, qua đó giúp đảm bảo nguồn khí cung cấp cho phát điện tại Việt Nam.

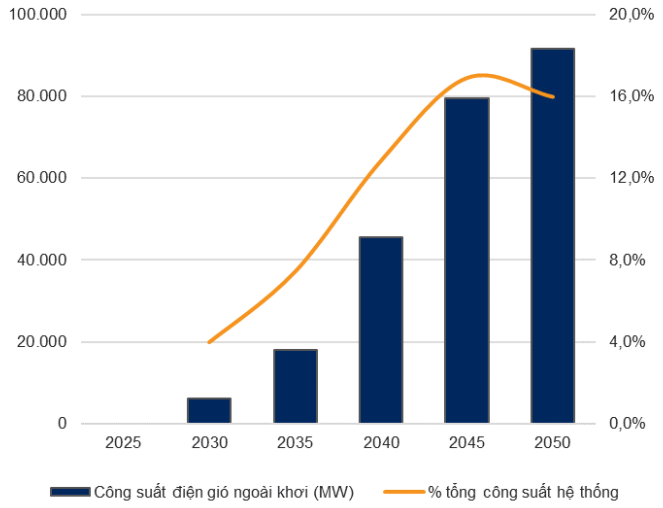
Bên cạnh đó, điện gió sẽ trở thành mục trong tâm phát triển trong cả ngắn hạn và dài hạn. Điện gió trên/gần bờ sẽ tăng đạt trưởng kép 25% trong giai đoạn 2021-30 và 6% trong giai đoạn 2030-50, chiếm lần lượt 14% và 13% tổng công suất hệ thống vào năm 2030 và 2050. Đáng chú y, 6.000MW điện gió ngoài khơi đầu tiên dự kiến được đưa vào vận hành từ năm 2030, trước khi đạt tốc độ tăng trưởng kép 15% trong giai đoạn 2030-50, chiếm 16% tổng công suất hệ thống vào năm 2050.

Hình 8: Công suất điện khí nội địa được dự báo sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn 2022-30 (Đơn vị: MW)



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Công suất điện gió ngoài khơi sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2030-50, đóng góp 16% tổng công suất hệ thống vào năm 2050



Nguồn: QHĐ8, VNDIRECT RESEARCH

Chúng tôi nhận thấy nhiều điểm tương đồng giữa việc sản xuất, chế tạo các công trình dầu khí ngoài khơi và các công trình điện gió ngoài khơi. Ví dụ, những bộ phận chính của công trình điện gió ngoài khơi (chân đế tua-bin và trạm biến áp) là các kết cấu bằng thép được chế tạo trên bờ, sau đó lắp đặt và vận hành ngoài khơi tương tự như các giàn Dầu khí. Tuy nhiên, kích thước và khối lượng của chân đế tuabin điện gió khá nhỏ (~1.000-2.000 tấn) so với công trình Dầu khí (lên tới hơn 20.000 tấn). Theo đó, chúng tôi cho rằng PVS hội tụ nhiều yếu tố (vốn được kế thừa từ chuỗi giá trị xây lắp công trình dầu khí ngoài khơi) có thể giúp công ty vượt trội so với các đối thủ tiềm năng (tại Việt Nam cũng như trong khu vực) và hưởng lợi từ xu hướng phát triển điện gió ngoài khơi với vai trò là nhà thầu EPC, cụ thể như sau:

- Thứ nhất, PVS hiện quản lý và vận hành hệ thống cảng Dầu khí lớn nhất Việt Nam bao gồm 8 cảng và bãi chế tạo trải dài trên cả nước với tổng diện tích hơn 360 ha. Trong đó, bãi chế tạo chính của PVS đặt tại Vũng Tàu (gần 160 ha) với hệ thống cơ sở vật chất hiện đại phục vụ cho các hoạt động chế tạo công trình Dầu khí (chẳng hạn như: ba đường trượt có khả năng chứa vật thể nặng tới 25.000 tấn, cũng như các thiết bị hỗ trợ khác). Điều này giúp công ty đáp ứng các yêu cầu cao và khắt khe trong việc chế tạo các giàn Dầu khí kích thước lớn cho nhiều dự án tại Việt Nam cũng như trên thế giới (như giàn xử lý trung tâm Sao Vàng, dự án Gallaf tại Qatar, dự án Shwe tại Myanmar…). Do đó, chúng tôi tin rằng với cơ sở hạ tầng hiện có, PVS dễ dàng sẵn sàng đáp ứng nhu cầu sản xuất các cấu kiện, công trình điện gió ngoài khơi.

- Thứ hai, PVS có năng lực vận chuyển và lắp đặt công trình ngoài khơi với nguồn lực sẵn có, đơn cử như phương tiện thi công biển (sà lan vận chuyển 5000 tấn, sà lan nhà ở) và đội tàu dịch vụ ngoài khơi (gồm 19 tàu đa dạng về công suất và chủng loại chuyên dụng), được vận hành bởi đội ngũ nhân lực kỹ thuật chất lượng cao và giàu kinh nghiệm.

- Và thứ ba, kinh nghiệm và năng lực của PVS đã được chứng minh qua nhiều dự án xây lắp, chế tạo các công trình Dầu khí ngoài khơi ở cả trong nước và quốc tế như: Dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt (với tổng

trọng lượng lên tới 26.600 tấn), dự án Gallaf (với tổng khối lượng khoảng 26 nghìn tấn).

Những điều này sẽ là tiền đề quan trọng để PVS có thể tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng điện gió ngoài khơi không chỉ tại Việt Nam mà còn trong khu vực. Nhìn chung, xu hướng phát triển nguồn khí nội địa và đầu tư trang trại điện gió ngoài khơi sẽ tạo ra khối lượng backlog tiềm năng khổng lồ cho các nhà thầu xây lắp công trình ngoài khơi trong dài hạn. Và chúng tôi tin rằng PVS sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi chính từ những xu hướng này.

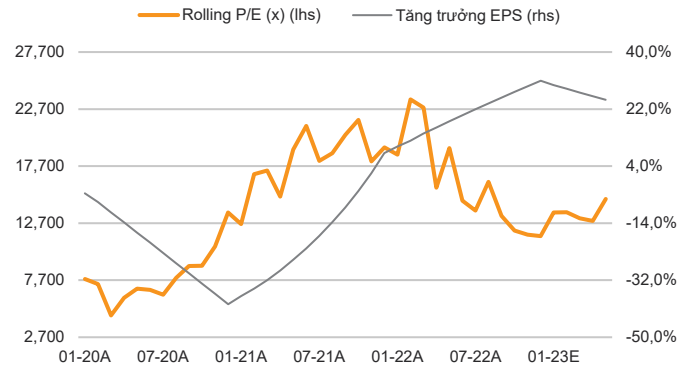
Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 4,7%/3,8%/10,8%

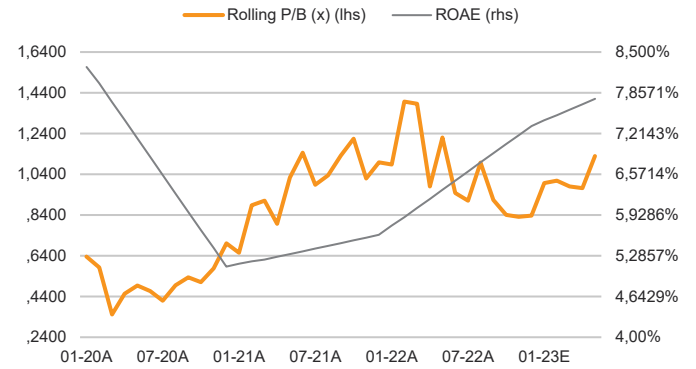
Hình 10: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	**20.129**	**20.321**	**1,0%**	**19.613**	**22.403**	**14,2%**	**20.351**	**24.041**	**18,1%**	Chúng tôi thay đổi dự phóng DT năm 2023-25 chủ yếu do thay đổi thời điểm khởi công dự án Lô B - Ô Môn đến cuối năm 2023 và cập nhật một số dự án mới như điện gió Changhua vào mô hình dự phóng
LN gộp	**1.155**	**1.152**	**-0,3%**	**1.338**	**1.421**	**6,2%**	**1.415**	**1.537**	**8,6%**	
Biên LN gộp (%)	*5,7%*	*5,7%*	*-0,1 điểm%*	*6,8%*	*6,3%*	*-0,5 điểm%*	*7,0%*	*6,4%*	*-0,6 điểm%*	
Chi phí bán hàng	101	96	-5,1%	98	99	0,5%	102	101	-0,8%	
Chi phí QLDN	785	782	-0,3%	745	784	5,2%	773	793	2,6%	
EBIT	270	274	1,5%	495	539	8,8%	540	643	19,1%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	316	362	14,7%	318	352	10,6%	315	370	17,4%	Chúng tôi nâng giả định LN tài chính thuần năm 2023-25 để phản ánh kết quả cao hơn dự kiến trong Q1/23. Chúng tôi lưu ý rằng PVS sẽ được hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao nhờ vị thế tiền mặt ròng dồi dào hơn 8.800 tỷ đồng vào cuối Q1/23 (tương đương 18.400 đồng/cp)
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	774	689	-11,0%	831	726	-12,6%	806	713	-11,6%	Chúng tôi giảm thu nhập của các công ty liên kết năm 2023-25 khi chúng tôi điều chỉnh giảm giả định giá thuê ngày của FPSO Lam Sơn từ 70.000 USD xuống 50.000 USD sau khi cập nhật giá trị hợp đồng hiện tại
LNTT	1.461	1.417	-3,0%	1.761	1.728	-1,9%	1.824	1.881	3,2%	
LN ròng	**1.001**	**1.047**	**4,7%**	**1.223**	**1.269**	**3,8%**	**1.267**	**1.404**	**10,8%**	
EPS (đồng)	2.093	2.191	4,7%	2.559	2.656	3,8%	2.650	2.938	10,8%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá





Báo cáo KQ HĐKD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	16.373	20.321	22.403
Giá vốn hàng bán	(15.458)	(19.170)	(20.982)
Chi phí quản lý DN	(828)	(782)	(784)
Chi phí bán hàng	(79)	(96)	(99)
LN hoạt động thuần	**7**	**274**	**539**
EBITDA thuần	479	818	1.130
Chi phí khấu hao	**(471)**	**(544)**	**(591)**
LN HĐ trước thuế & lãi vay	**7**	**274**	**539**
Thu nhập lãi	489	514	492
Chi phí tài chính	(163)	(152)	(140)
Thu nhập ròng khác	183	91	112
TN từ các Cty LK & LD	657	689	726
LN trước thuế	**1.174**	**1.417**	**1.728**
Thuế	(229)	(298)	(363)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(61)	(72)	(96)
LN ròng	**884**	**1.047**	**1.269**
Thu nhập trên vốn	884	1.047	1.269
Cổ tức phổ thông	(430)	(335)	(478)
LN giữ lại	**454**	**713**	**792**

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	**1.174**	**1.417**	**1.728**
Khấu hao	471	544	591
Thuế đã nộp	(286)	(206)	(252)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.006)	(716)	(803)
Thay đổi VLĐ	**1.145**	**(326)**	**(99)**
LC tiền thuần HĐKD	**1.498**	**713**	**1.166**
Đầu tư TSCĐ	(498)	(1.016)	(896)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	63	6	6
Các khoản khác	(1.292)	526	513
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	**(1.727)**	**(484)**	**(377)**
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	108	48	19
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(430)	(335)	(478)
LC tiền thuần HĐTC	**(321)**	**(287)**	**(459)**
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.747	5.219	5.161
LC tiền thuần trong năm	**(551)**	**(58)**	**330**
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.196	5.161	5.491

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	5.219	5.161	5.491
Đầu tư ngắn hạn	4.837	5.079	5.333
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.043	4.899	5.401
Hàng tồn kho	1.012	1.471	1.610
Các tài sản ngắn hạn khác	276	342	378
Tổng tài sản ngắn hạn	**16.388**	**16.953**	**18.213**
Tài sản cố định	3.040	3.512	3.817
Tổng đầu tư	5.042	4.979	4.985
Tài sản dài hạn khác	1.358	1.255	1.161
Tổng tài sản	**25.828**	**26.699**	**28.175**
Vay & nợ ngắn hạn	752	784	816
Phải trả người bán	5.301	5.289	5.831
Nợ ngắn hạn khác	3.146	3.313	2.981
Tổng nợ ngắn hạn	**9.199**	**9.387**	**9.627**
Vay & nợ dài hạn	624	640	627
Các khoản phải trả khác	3.057	3.057	3.057
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.791	4.277	5.284
Vốn chủ sở hữu	**12.219**	**12.872**	**14.084**
Lợi ích cổ đông thiểu số	730	743	780
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	**25.828**	**26.699**	**28.175**

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	5,4%	5,2%	5,7%
Vòng quay TS	0,65	0,77	0,82
ROAA	3,5%	4,0%	4,6%
Đòn bẩy tài chính	2,10	2,09	2,04
ROAE	7,3%	8,3%	9,4%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	112,4	88,0	88,2
Số ngày nắm giữ HTK	23,9	28,0	28,1
Số ngày phải trả tiền bán	125,2	100,7	101,7
Vòng quay TSCĐ	5,43	6,20	6,11
ROIC	6,2%	7,0%	7,8%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,8	1,9
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	1,6	1,7
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,1	1,1	1,1
Vòng quay tiền	11,2	15,3	14,6
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	14,8%	24,1%	10,2%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	(88,8%)	3.617,8%	96,7%
Tăng trưởng LN ròng	31,0%	18,5%	21,2%
Tăng trưởng EPS	31,0%	18,5%	21,2%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

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.

Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích
Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng
Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp
Email: hai.nguyenngoc2@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
Website: https://vndirect.com.vn