

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

MUA +29,7%

Ngành	Dầu khí
Ngày báo cáo	06/05/2024
Giá hiện tại	39.400 VND
Giá mục tiêu	50.400 VND
Giá mục tiêu gần nhất	47.800 VND
TL tăng	+27,9%
Lợi suất cổ tức	1,8%
Tổng mức sinh lời	+29,7%

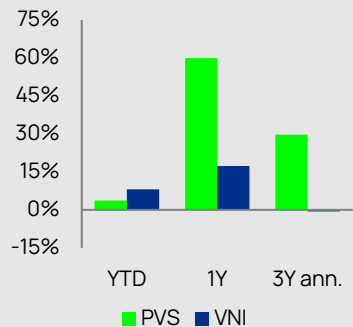
GT vốn hóa	18,8 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	307,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51,4%
SL cổ phiếu lưu hành	478,0 tr
Pha loãng	478,0 tr
PEG 3 năm	0,6

	PVS	VNI
P/E (trượt)	19,2x	15,1x
P/B	1,4x	1,7x
ROA	8,0%	12,2%
ROE	4,4%	1,9%

Tổng quan Công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan), PVS chiếm thị phần áp đảo ở các ngành liên quan, như thị phần dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ căn cứ cảng (mảng cảng, 100%), và dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 21 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO.

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Đình Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(Tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	19.374	28.856	39.659	53.241
% YoY	18,4%	48,9%	37,4%	34,2%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.026	1.216	1.741	2.296
% YoY	3,7%	18,5%	43,2%	31,9%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	1.026	1.216	1.741	2.296
EPS % YoY	3,7%	18,5%	43,2%	31,9%
Biên lợi nhuận gộp	5,4%	6,0%	6,3%	6,0%
Biên EBITDA	2,5%	4,6%	5,1%	4,9%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-0,1%	2,2%	3,4%	3,7%
Biên lợi nhuận ròng	5,5%	4,5%	4,6%	4,5%
ROE	7,7%	8,7%	11,4%	13,5%
EV/EBITDA	23,3x	8,4x	5,0x	3,1x
P/E	20,8x	17,6x	12,3x	9,3x
P/B	1,5x	1,4x	1,2x	1,1x

Sẵn sàng ký đầy đủ hợp đồng EPCI#1,2,3 cho dự án Lô B

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu cho Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) thêm 4% lên 50.400 đồng/cổ phiếu và giữ nguyên khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn do chúng tôi tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 thêm 3,5% (tương ứng +7%/+3%/+3%/+3%/+3% cho các năm 2024/25/26/27/28) và tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2025.
- Chúng tôi nâng dự báo chủ yếu do tăng lợi nhuận từ mảng kho dầu nổi thêm 5% được thúc đẩy bởi lợi nhuận gộp dự phóng cao hơn từ FSO Biển Đông (+53%), FPSO Ruby 2 (+3%) và chi phí tài chính năm 2024 giảm đáng kể dựa theo LNST quý 1 tích cực đạt 301 tỷ đồng (+40% YoY).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng 18,5% YoY do chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng Cơ khí & Xây dựng (M&C) sẽ tăng khoảng 70% YoY, nhờ sự phục hồi của hoạt động thăm dò và khai thác trong nước, dự án điện gió ngoài khơi mới và giả định biên lợi nhuận gộp của M&C sẽ tăng lên 3,5% so với 1,6% trong năm 2023.
- Tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS dự kiến giai đoạn 2023-2026 của chúng tôi là 31%, được hỗ trợ bởi dự báo backlog M&C giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi là 6,4 tỷ USD và lợi nhuận trung bình từ các liên doanh FSO/FPSO là khoảng 507 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2028.
- Định giá của PVS có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 17,6 lần, tương ứng PEG 3 năm là 0,6 và số dư tiền mặt là 376 triệu USD tính đến cuối quý 1/2024 (48% giá trị vốn hóa).
- Yếu tố hỗ trợ:** Dự án điện gió ngoài khơi trị giá 5 tỷ USD xuất khẩu điện sang Singapore. **Rủi ro:** Dự án Lô B chậm tiến độ và chi phí tăng cao.

Dự án Lô B đã đạt nhiều cột mốc đảm bảo triển khai thương nguồn & trung nguồn. 1) Vào ngày 28/03/2024, Công ty TNHH Thăm dò và Khai thác Dầu khí Mitsui (MOECO) đã công bố quyết định đầu tư cuối cùng. Khoản tiền đầu tư 740 triệu USD bao gồm cả thương nguồn và trung nguồn của giai đoạn 1 của dự án Lô B (chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư XD/CB là 3,4 tỷ USD). 2) Vào ngày 02/04, Chính phủ đã phê duyệt Kế hoạch thực hiện Quy hoạch Điện VIII, đặt mục tiêu ngày vận hành thương mại (COD) của các nhà máy điện Ô Môn II, III & IV sẽ lần lượt vào các năm 2027/2030/2028 để sử dụng nguồn nguyên liệu khí của dự án Lô B. 3) Ngoài ra, trong ĐHCĐ gần đây của VCB, ngân hàng đã công bố các kế hoạch giải ngân khoảng 1 tỷ USD tiền vốn cho dự án Lô B bắt đầu từ quý 2 trở đi. 4) Theo Tổng Giám đốc PVS, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam có thể tiến hành dự án mà không cần phải công bố quyết định đầu tư cuối cùng. 5) Theo các công ty trong ngành, các bên liên quan đã thống nhất giá khí của Lô B là 12-14 USD/triệu BTU. Khối lượng khí theo hợp đồng là khoảng 90%. Trong khi đó, sản lượng điện theo hợp đồng sẽ được giải quyết thông qua việc sửa đổi một số thông tư cho phép các nhà máy điện Ô Môn nằm ngoài thị trường phát điện cạnh tranh.

Chúng tôi kỳ vọng việc ký kết đầy đủ các hợp đồng EPCI (Hợp đồng thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ và lắp đặt & nghiệm thu) #1,2,3 sẽ diễn ra vào nửa đầu năm 2024 sau khi việc nhận trao thầu hạn chế (LLOA) đáo hạn vào cuối tháng 4. Trước đó, trong quý 4/2023, PVS đã được trao 3 hợp đồng của Lô B (EPCI#1,2,3, với tổng giá trị 1,1 tỷ USD cho PVS) thông qua việc nhận LLOA (EPCI#1-2 do PQPOC trao, EPCI#3 do SWPOC trao) (chi tiết tại trang 10). LLOA này có hiệu lực từ ngày 31/10/2023, cho phép giải ngân ngay 20 triệu USD cho hợp đồng EPCI #1 và bắt đầu khởi công xây dựng vào nửa đầu năm 2024. Tính đến cuối quý 1, PVS đã giải ngân 129 tỷ đồng cho dự án Lô B. Chúng tôi dự báo PVS sẽ ký được 6 hợp đồng từ Lô B với lợi nhuận tối thiểu 338 triệu USD trong giai đoạn 2024-2050. Chúng tôi cho rằng các hợp đồng này sẽ đóng góp 15%-40% vào LNST sau lợi ích CBTS giai đoạn 2024-2028.

Triển vọng năm 2024: Mảng M&C dự kiến thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận tích cực

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ	Giải thích: (1) Tăng trưởng YoY (2) % dự báo cũ
Doanh thu thuần	19.374	28.856	49%	2,0%	(1) Được thúc đẩy bởi backlog mảng M&C gần gấp đôi so với cùng kỳ và mức tăng trưởng trong tất cả các mảng.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	1.607	1.647	2%	0,0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.207	2.251	2%	0,0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	405	547	35%	0,0%	
Cần cù cảng dịch vụ	1.412	1.525	8%	0,0%	
Cơ khí và xây dựng (M&E)	11.172	19.635	76%	3,0%	(1) Được thúc đẩy bởi các dự án dầu khí mới trong nước bao gồm Lô B, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B cũng như dự án trang trại điện gió ngoài khơi Fengmiao (Đài Loan), bên cạnh các dự án đang triển khai như Gallaf - Lô 3 (Qatar) và dự án trang trại điện gió ngoài khơi. (2) Chúng tôi đưa diễn biến tỷ giá USD/VND tăng trong năm 2024 vào trong dự báo (so với mức 0% trong dự báo cũ)
Vận hành và bảo trì (O&M)	1.913	2.200	15%	0,0%	
Khác	657	1.050	60%	0,0%	
LN gộp	1.039	1.726	66%	1,2%	
OSV	213	198	-7%	0,0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	172	180	5%	0,0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	46	49	8%	0,0%	
Cần cù cảng dịch vụ	264	351	33%	0,0%	
M&C	175	687	293%	3,0%	
O&M	70	209	197%	0,0%	
Khác	99	53	-47%	0,0%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-85	-115	35%	2,0%	
Chi phí quản trị doanh nghiệp	-967	-967	0%	0,0%	Chi phí quản lý (G&A) của quý 1 là 205 tỷ đồng.
LN từ HĐKD	-13	644	N.M.	2,8%	
Thu nhập tài chính ròng	790	479	-39%	0,0%	
Chi phí tài chính ròng	-216	-183	-15%	-23,2%	(2) Theo KQKD quý 1/2024. Chi phí tài chính quý 1/2024 đạt 14 tỷ đồng (-73% YoY), tương đương với 5,9% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi. (2) Vì (a) chúng tôi dự báo lợi nhuận của FSO Biển Đông tăng do KQKD quý 1 cao hơn so với dự báo của chúng tôi, cùng với (b) tính thêm việc tỷ giá USD/VND tăng 3% trong năm 2024.
Thu nhập từ FSO/FPSO JVs	651	728	12%	5,1%	
Thu nhập/lỗ ròng khác	66	0	-100%	N.M.	
LN TT	1.277	1.668	31%	6,9%	
LNST sau lợi ích CĐTS	1.060	1.301	23%	6,9%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.026	1.216	18%	7,5%	(1) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng doanh thu khoảng 70% của mảng M&C, được hỗ trợ bởi sự phục hồi dự kiến của mảng E&P trong nước và sự đóng góp của các dự án trang trại điện gió ngoài khơi. Ngoài ra, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận M&C sẽ cải thiện lên 3,5% so với mức trung bình lịch sử là 4%. (2) Do chúng tôi điều chỉnh giảm 23% chi phí tài chính và nâng lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO thêm 5% sau KQKD quý 1/2024. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo đạt 301 tỷ đồng (+40% YoY) trong quý 1/2024, tương đương 27% dự báo cả năm trước đó của chúng tôi. LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo cao hơn dự kiến chủ yếu do thu nhập cao hơn dự kiến từ các liên doanh FSO/FPSO, và chi phí tài chính thấp hơn dự kiến.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)	1.026	1.216	18%	7,5%	
			Điểm % thay đổi		
Biên lợi nhuận gộp %	5,4%	6,0%	0,6		
OSV	13,3%	12,0%	-1,3		
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	7,8%	8,0%	0,2		
Khảo sát địa chấn và ROV	11,2%	9,0%	-2,2		
Cần cù cảng dịch vụ	18,7%	23,0%	4,3		
M&C	1,6%	3,5%	1,9		
O&M	3,7%	9,5%	5,8		

Nguồn: PVS, Vietcap. Note: (*) LNST sau lợi ích CĐTS định kỳ không bao gồm lợi nhuận bất thường. Chúng tôi coi chi phí/lợi nhuận từ các khoản dự phòng/hoàn nhập bảo hành M&C là một khoản mục định kỳ.

Giả định backlog M&C

Chúng tôi duy trì giả định backlog M&C ở mức 7,2 tỷ USD cho giai đoạn 2024-2030 và 6,4 tỷ USD cho giai đoạn 2024-2028, Như đã nêu trong [Báo cáo cập nhật PVS](#) (ngày 27/03/2024).

Chúng tôi lưu ý rằng giả định backlog M&C ở mức 7,2 tỷ USD trong giai đoạn 2024-2030 bao gồm mức đóng góp 43% từ các dự án dầu khí (giá trị hợp đồng của dự án Lô B chiếm 51% các dự án dầu khí) và mức đóng góp 47% từ các hợp đồng M&C của các trang trại điện gió ngoài khơi.

Tính đến cuối năm 2023, PVS cho biết công ty đã ký được hợp đồng trị giá 2,5 tỷ USD, trong đó 1,5 tỷ USD từ điện gió ngoài khơi và 1 tỷ USD từ Lô B.

Hình 2: Dự báo của Vietcap cho đơn hàng M&C của PVS

TT	Hợp đồng M&C (triệu USD)	Tổng giá trị hợp đồng	Dự báo doanh thu M&C năm 2024	Backlog ước tính cho giai đoạn 2024-2028	Backlog ước tính cho giai đoạn 2024-2030
Dự án ngoài khơi		7.241	750	5.630	6.484
Dự án dầu khí		3.573	382	3.073	3.073
1	Gallaf - Giai đoạn 3 (ở Qatar)	380	80	80	80
2	Shwe (Myanmar)	200	0	0	0
3	Sư Tử Trắng - giai đoạn 2B	250	75	250	250
4	Lô B*	1.557	202	1.557	1.557
5	Cá Voi Xanh	830	0	830	830
6	Lạc Đà Vàng*	356	25	356	356
Dự án điện gió ngoài khơi		3.668	368	2.558	3.411
1	Hải Long 2 & 3 (Đài Loan)	68	0	0	0
2	Greater Changhua 2b & 4 (Đài Loan)	320	144	176	176
3	Baltica 2 (Ba Lan)	180	54	135	135
4	Fengmiao (Đài Loan)	100	30	100	100
5	Các dự án điện gió ngoài khơi nước ngoài khác	2.000	140	1.547	2.000
6	Dự án điện gió ngoài khơi trong nước	1.000	0	600	1.000
Dự án trên bờ		732	36	716	716
1	Tàu chở LPG Thị Vải	32	16	16	16
2	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	100	20	100	100
3	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	300	0	300	300
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	300	0	300	300
Tổng cộng (triệu USD)		7.973	785	6.346	7.200

Nguồn: PVS, Vietcap (*tổng giá trị hợp đồng thành phần)

Hình 3: Dự báo của Vietcap đối với backlog M&C đã ký và chưa ký của PVS

Backlog M&C (triệu USD)	Tổng giá trị hợp đồng	Dự báo doanh thu M&C năm 2024	Backlog ước tính cho giai đoạn 2024-2028	Backlog ước tính cho giai đoạn 2024-2030
Đã ký	1.280	324	896	1.082
<i>% trên tổng</i>	16%	41%	14%	15%
Chưa ký	6.693	462	5.451	6.117
<i>% trên tổng</i>	84%	59%	86%	85%
Tổng	7.973	785	6.346	7.200

Nguồn: PVS, Vietcap

Cập nhật dự báo dài hạn

Hình 4: Cập nhật dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	83	75	75	75	75	
						Tổng cộng
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS mới	1.216	1.741	2.296	2.297	1.790	9.340
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cũ	1.132	1.686	2.227	2.232	1.742	9.020
% thay đổi dự báo	7,5%	3,2%	3,1%	2,9%	2,7%	3,5%

Nguồn: Vietcap

Định giá

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục sử dụng mô hình định giá chiết khấu dòng tiền 100% (CKDT) vì chúng tôi tin rằng phương pháp CKDT là phương pháp phù hợp nhất để phản ánh giá trị nội tại của PVS. Ngoài ra, chúng tôi duy trì 'chiết khấu 5% vì tính minh bạch hạn chế' đối với định giá của chúng tôi.

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 4% lên 50.400 đồng/cổ phiếu đối với PVS và duy trì khuyến nghị MUA của chúng tôi. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi phản ánh (1) tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2028 tăng 3,5% và (2) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá của chúng tôi đến giữa năm 2025.

Hình 5: Tổng hợp định giá

Định giá chiết khấu dòng tiền	
Giá trị phù hợp (đồng/cổ phiếu)	53.000
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế	5%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	50.400
Dự phóng P/E báo cáo năm 2024 tại giá mục tiêu	22,5x

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

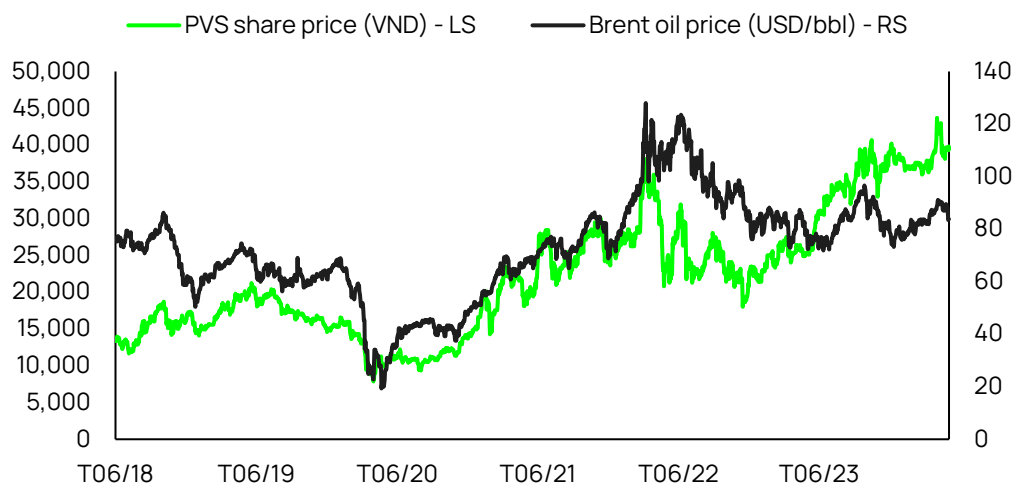
Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
LN từ HĐKD	1.372	2.072	2.710	2.570	1.768
Từ PVS	644	1.335	1.976	2.029	1.230
Từ liên doanh FSO/FPSO (*)	728	637	633	342	338
+ Khấu hao	1.172	1.142	1.089	1.331	1.402
Từ PVS	677	683	630	713	784
Từ liên doanh FSO/FPSO	495	459	459	618	618
- Thuế	-302	-456	-596	-566	-389
- Vốn XDCB	-1.850	-650	-650	-650	-700
Từ PVS	-1.550	-650	-650	-650	-650
Từ liên doanh FSO/FPSO	-300	0	0	0	-50
- Thay đổi vốn hoạt động	578	-66	200	-28	148
Dòng tiền tự do (DTTD)	970	2.043	2.753	2.657	2.228
Giá trị HT của DTTD	907	1.670	1.968	1.661	1.218
Tổng GTHT của DTTD	907	2.577	4.546	6.207	7.425

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,3	1,3	GTHT của DTTD	7.425
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)	11.494
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTHT của DTTD và GT cuối	18.918
Chi phí VCSH %	16,4	16,4	Tăng: Tiềm mặt + Tiềm gửi ngắn hạn	11.123
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	Giảm: Nợ	3.248
Mức thuế doanh nghiệp %	22,0	22,0	Giảm: Lợi ích CĐTS	1.467
Nợ vay %	20,0	20,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	25.326
VCSH %	80,0	80,0	Pha loãng (triệu)	478
WACC %	14,4	14,4	Giá trị CKDT/CP (đồng)	53.000

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Báo cáo tài chính của PVS không phản ánh tài sản và nợ của các liên doanh FPSO/FSO vì các liên doanh này không được hợp nhất vào PVS. Do đó, chúng tôi tính đến tài sản và nợ của các liên doanh này trong mô hình CKDT để phản ánh được tác động của các khoản này đối với PVS; (*) Lợi nhuận ròng từ liên doanh.

Phân tích độ nhạy

Hình 7: Giá cổ phiếu PVS và giá dầu Brent

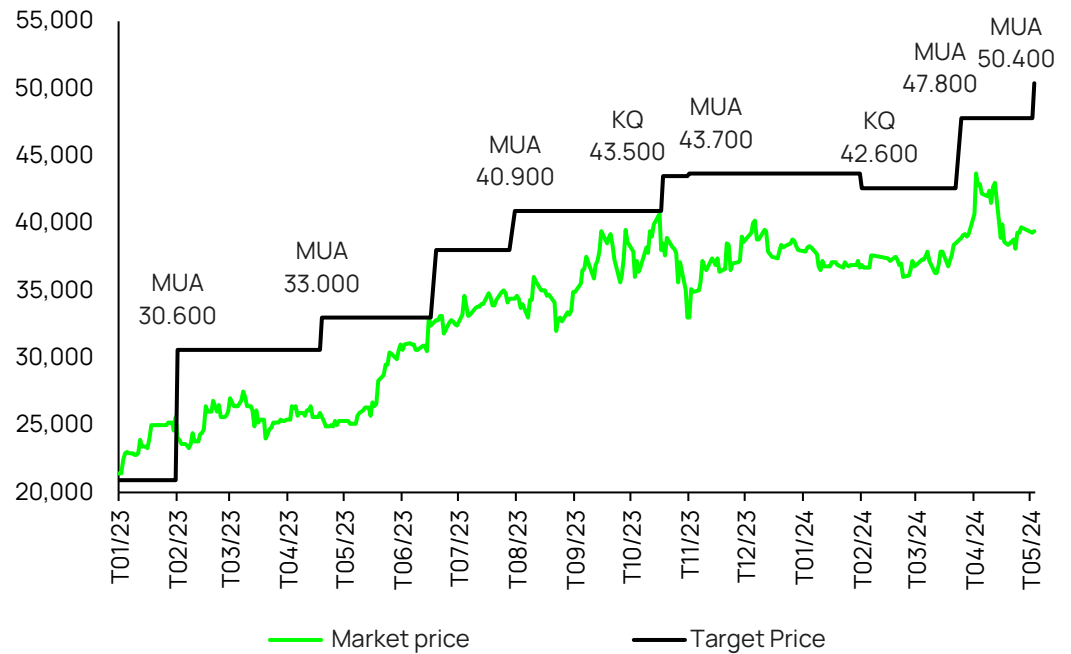


Nguồn: Fiinpro, Vietcap

Giá cổ phiếu của PVS trong quá khứ cho thấy mối tương quan đồng biến cao với giá dầu thô. Chúng tôi tin rằng điều này là do kỳ vọng của nhà đầu tư rằng giá dầu cao hơn có thể khiến giá dịch vụ cao hơn cũng như tạo thêm nhiều việc làm cho PVS. Chúng tôi cho rằng trong tương lai, mối tương quan giữa giá cổ phiếu của PVS và giá dầu sẽ giảm khi đóng góp vào thu nhập từ hoạt động kinh doanh M&C điện gió ngoài khơi tăng lên. Thời gian gần đây, giá cổ phiếu PVS đã tăng đáng kể so với giá dầu Brent do công bố một số hợp đồng M&C điện gió ngoài khơi và tiến độ tích cực của dự án Lô B.

Diễn biến khuyến nghị

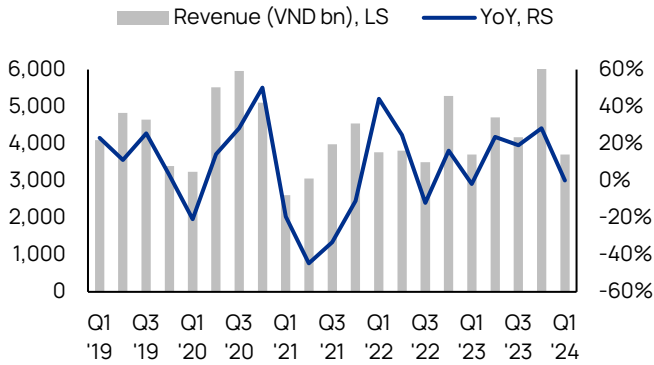
Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu của PVS (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap

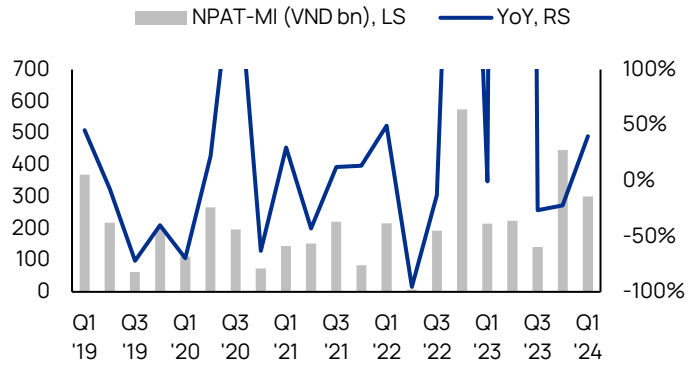
KQKD theo quý

Hình 9: Doanh thu theo quý của PVS



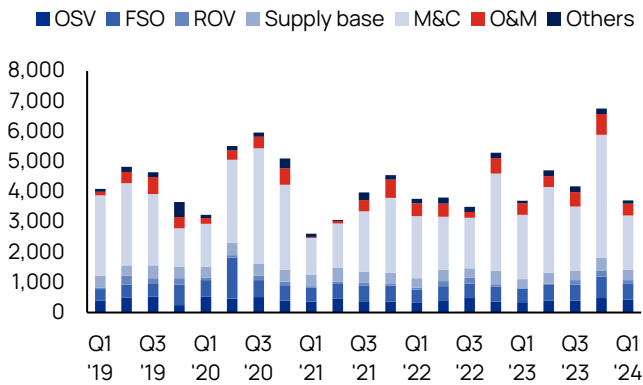
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 10: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của PVS



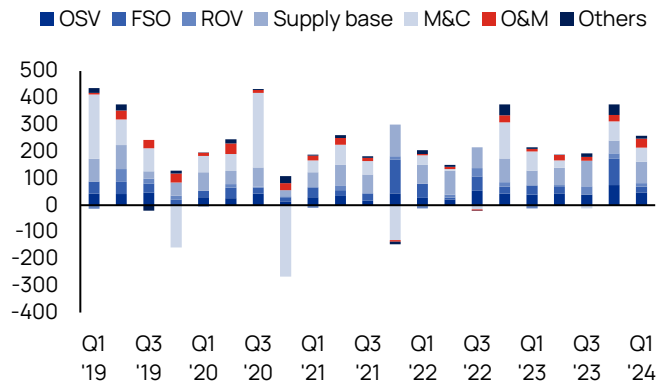
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 11: Cơ cấu doanh thu của PVS theo mảng (tỷ đồng)



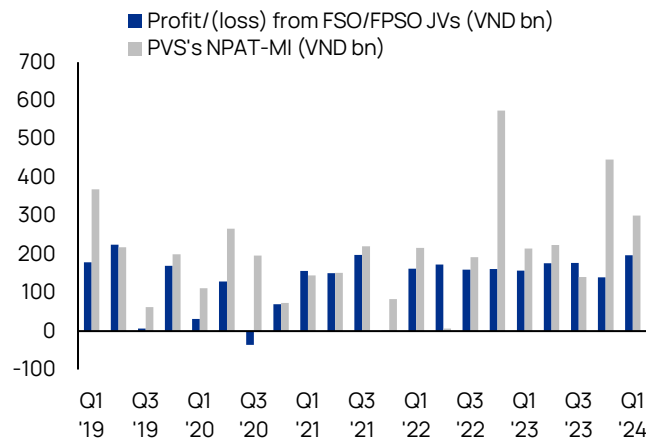
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 12: Cơ cấu LN gộp của PVS theo mảng (tỷ đồng)



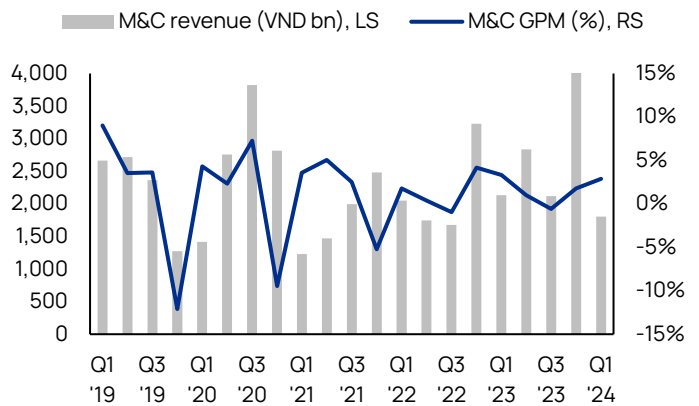
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 13: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: Doanh thu và biên LN gộp mảng M&C (*)



Nguồn: PVS, Vietcap. (*) Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 4/2019 và quý 4/2021 là do việc hoàn nhập dự phòng được đảm bảo M&C của một số dự án đã được ghi nhận vào danh mục không hoạt động. Biên lợi nhuận gộp quý 4/2020 âm là do ghi nhận lỗ từ dự án Gallaf 1 (Qatar).

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	19.374	28.856	39.659	53.241
Giá vốn hàng bán	-18.335	-27.129	-37.180	-50.046
Lợi nhuận gộp	1.039	1.726	2.480	3.195
Chi phí bán hàng	-85	-115	-159	-213
Chi phí quản lý DN	-967	-967	-986	-1.006
LN thuần HĐKD	-13	644	1.335	1.976
Doanh thu tài chính	790	479	552	648
Chi phí tài chính	-216	-183	-283	-305
Trong đó, chi phí lãi vay	-73	-83	-128	-150
Lợi nhuận từ công ty LDLK	651	728	637	633
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	66	0	100	100
LNTT	1.277	1.668	2.341	3.053
Thuế TNDN	-217	-367	-515	-672
LNST trước CĐTS	1.060	1.301	1.826	2.381
Lợi ích CĐ thiểu số	-34	-85	-85	-85
LNST sau CĐTS, báo cáo	1.026	1.216	1.741	2.296
EBITDA	480	1.321	2.018	2.607
EPS báo cáo, VND	1.890	2.239	3.205	4.227
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	1.890	2.239	3.205	4.227
EPS pha loãng, VND	1.890	2.239	3.205	4.227
DPS, VND	700	700	700	700
DPS/EPS (%)	37%	31%	22%	17%

(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	18,4%	48,9%	37,4%	34,2%
Tăng trưởng LN HĐKD	-112,4%	N.M.	107,2%	48,1%
Tăng trưởng LNTT	0,1%	30,6%	40,3%	30,4%
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	9,4%	18,5%	43,2%	31,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	5,4%	6,0%	6,3%	6,0%
Biên LN từ HĐ %	-0,1%	2,2%	3,4%	3,7%
Biên EBITDA %	2,5%	4,6%	5,1%	4,9%
Biên LNST sau CĐTS %	5,3%	4,2%	4,4%	4,3%
ROE %	7,7%	8,7%	11,4%	13,5%
ROA %	3,9%	4,1%	4,9%	5,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	25	30	30	30
Số ngày phải thu	87	95	90	85
Số ngày phải trả	88	110	110	110
TG luân chuyển tiền	25	15	10	5
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,6	1,6	1,6
CS thanh toán nhanh	1,6	1,5	1,4	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,5	0,5	0,5
Nợ/Tài sản	6,6%	7,7%	7,4%	6,5%
Nợ/Vốn sử dụng	11,4%	14,9%	14,8%	13,6%
Nợ/Vốn CSH	-65,0%	-62,6%	-64,2%	-67,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,2x	7,7x	10,5x	13,2x

Nguồn: PVS, Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.757	6.793	8.170	10.119
Đầu tư TC ngắn hạn	4.329	4.329	4.329	4.329
Các khoản phải thu	4.185	7.510	9.779	12.399
Hàng tồn kho	1.470	2.230	3.056	4.113
TS ngắn hạn khác	548	548	548	548
Tổng TS ngắn hạn	16.290	21.411	25.882	31.508
TS dài hạn (gộp)	13.401	14.951	15.601	16.251
- Khấu hao lũy kế	-10.009	-10.687	-11.370	-12.000
TS dài hạn (ròng)	3.391	4.264	4.231	4.251
Đầu tư TC dài hạn	4.945	5.373	5.710	6.043
TS dài hạn khác	1.790	1.790	1.790	1.790
Tổng TS dài hạn	10.126	11.427	11.731	12.084
Tổng Tài sản	26.416	32.837	37.613	43.592
Phải trả ngắn hạn	3.513	8.176	11.205	15.082
Nợ ngắn hạn	1.176	500	500	300
Nợ ngắn hạn khác	4.371	4.371	4.371	4.371
Tổng nợ ngắn hạn	9.060	13.047	16.076	19.753
Nợ dài hạn	564	2.032	2.287	2.542
Nợ dài hạn khác	3.248	3.248	3.248	3.248
Tổng nợ	12.872	18.327	21.611	25.543
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	4.780	4.780	4.780	4.780
Thặng dư vốn CP	40	40	40	40
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	8.015	8.897	10.303	12.264
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	710	795	880	965
Vốn chủ sở hữu	13.544	14.511	16.002	18.049
Tổng cộng nguồn vốn	26.416	32.837	37.613	43.592
CP lưu hành cuối năm (tr)	478	478	478	478

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	5.219	5.757	6.793	8.170
Lợi nhuận sau thuế	1.026	1.216	1.741	2.296
Khấu hao	493	677	683	630
Thay đổi vốn lưu động	-312	578	-66	200
Điều chỉnh khác	-1.492	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-285	2.471	2.358	3.127
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-897	-1.550	-650	-650
Đầu tư, ròng	1.714	-428	-337	-333
Tiền từ HĐ đầu tư	818	-1.978	-987	-983
Cổ tức đã trả	-378	-335	-335	-335
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	424	-676	0	-200
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-60	1.468	255	255
Tiền từ các hoạt động TC khác	-19	85	85	85
Tiền từ hoạt động TC	-32	542	6	-194
Tổng lưu chuyển tiền tệ	538	1.036	1.377	1.949
Tiền cuối năm	5.757	6.793	8.170	10.119

Phụ lục

Phụ lục 1: Tổng hợp hợp đồng thuê FSO/FPSO

Hình 15: Tổng hợp hợp đồng thuê FSO/FPSO (cập nhật)

	FSO Orkid	FPSO Lam Sơn	FSO Biển Đông 01	FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt	FPSO Ruby II
% sở hữu của PVS	49%	51%	51%	51%	60%
Chi phí đầu tư (triệu USD)	169	400	149	120	300
Trữ lượng (thùng dầu)	745.000	350.000	350.000	777.695	645.000
Mỏ	PM3 CAA	Thăng Long – Đông Đô	Hải Thạch – Mộc Tinh	Sao Vàng – Đại Nguyệt	Hồng Ngọc
Loại thuê	Thuê tài chính	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành
Giá thuê ngày (USD/ngày)	~45.000	50.000	~41.000	~68.900	92.500
Thời gian hợp đồng	2018-2024	Đến cuối năm 2024, đang đàm phán cho các năm tới	2023-2028	2021-2027	Đến cuối năm 2024, đang đàm phán cho các năm tới
Dự báo lợi nhuận trung bình/năm giai đoạn 2024- 2028	18 tỷ đồng	24 tỷ đồng	39 tỷ đồng	134 tỷ đồng	320 tỷ đồng
Dự báo % LNST sau lợi ích CDTS/năm của PVS giai đoạn 2024-2028	1,0%	1,3%	2,1%	7,2%	17,1%

Nguồn: PVS, Vietcap

FPSO Ruby II là kho nổi đóng góp lợi nhuận chính trong số các liên doanh FSO/FPSO

Giá thuê ngày của FPSO Ruby II là 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2023. PVS đã gia hạn hợp đồng này với giá thuê ngày hiện tại là 92.500 USD cho đến cuối năm 2024. Chúng tôi duy trì giá định giá thuê ngày ở mức 92.500 USD trong giai đoạn 2025-2026 như đã công bố trong [Báo cáo Cập nhật PVS](#) (ngày 27/03/2024). Giá định này là do chúng tôi nhận thấy khả năng cao công ty sẽ gia hạn hợp đồng với cùng giá thuê ngày (+0% YoY), được hỗ trợ bởi các điều kiện thị trường thuận lợi và giá dầu Brent duy trì ở mức cao. Đối với giai đoạn 2027-2028, chúng tôi duy trì giá định giá thuê ngày là 40.000 USD. Chúng tôi nâng dự báo tổng lợi nhuận cho FPSO Ruby 2 thêm 3% sau KQKD quý 1/2024.

Do đó, chúng tôi dự báo FPSO Ruby II sẽ đóng góp trung bình 17% vào LNST sau lợi ích CDTS mỗi năm của PVS trong giai đoạn 2024-2028. Ngoài ra, theo PVS, nếu FPSO Ruby II có thể ký được hợp đồng mới dài hạn thì công ty có thể chuyển từ thuê vận hành sang thuê tài chính, PVS sẽ ghi nhận lợi nhuận bất thường.

FPSO Lam Sơn là yếu tố hỗ trợ đối với dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 của chúng tôi nhờ do kho nổi này chốt được hợp đồng dài hạn

Ngày 16/3/2020, PVS thông báo đã ký gia hạn hợp đồng cho FPSO Lam Sơn. Thời hạn hợp đồng là 4 năm từ tháng 7/2017 đến tháng 7/2021 và có thể được gia hạn đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, có một điều kiện trong hợp đồng quy định rằng cả hai bên có thể chấm dứt hợp đồng với thông báo trước 90 ngày, điều này tương ứng rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu giá dầu xuống thấp. Chúng tôi lưu ý rằng PVS đã ghi nhận quá mức chi phí khấu hao khoảng 300 tỷ đồng vào năm 2020 và khoảng 200 tỷ đồng vào năm 2021 do công ty tính đến rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu hợp đồng dài hạn không được hoàn tất.

Hiện tại, PVS và các khách hàng đã thống nhất giá thuê ngày của FPSO Lam Sơn là 50.000 USD cho đến cuối năm 2024. Mặc dù quá trình đàm phán hợp đồng dài hạn vẫn đang diễn ra, chúng tôi

cho rằng PVS sẽ có thể gia hạn hợp đồng cho FPSO này, tương ứng yếu tố hỗ trợ đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025-2028 của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý rằng hiện tại chúng tôi dự báo giá dầu Brent trung bình là 75-83 USD/thùng trong giai đoạn 2024-2028, điều này thuận lợi cho các hoạt động E&P.

PVS ghi nhận khoản lỗ ròng khác 20 tỷ đồng trong quý 3/2023 do chấm dứt hợp đồng với FPSO Lam Sơn. Việc chấm dứt hợp đồng này xảy ra vào tháng 6/2017; tuy nhiên, số tiền bồi thường cho các bên liên quan đã được chốt vào quý 3/2023. Năm 2014, PVS đã ký được hợp đồng 10 năm cho Công ty Điều hành Liên doanh Lam Sơn (JOC) (đơn vị điều hành dầu Thăng Long – Đông Đô), liên doanh giữa Petronas của Malaysia và Tổng công ty Thăm dò Khai thác Dầu khí Việt Nam - PVEP) từ năm 2014 đến năm 2024. Tuy nhiên, hợp đồng này bất ngờ bị chấm dứt vào tháng 6/2017 do Lam Sơn JOC giải thể. PVEP sau đó trở thành nhà điều hành mỏ Thăng Long – Đông Đô.

Hợp đồng FSO Biển Đông 01 gia hạn đến năm 2028

Ngày 2/6/2023, PTSC South East Asia Pte Ltd – công ty liên doanh trong đó PVS sở hữu 51% cổ phần – đã gia hạn hợp đồng cung cấp và vận hành FSO Biển Đông 01 cho Công ty Điều hành Dầu khí Biển Đông (Bien Dong POC). Theo PVS, hợp đồng này có thời hạn 5 năm, từ tháng 6/2023 đến tháng 6/2028 và giá thuê ngày cố định là khoảng 41.000 USD. Hiện tại, chúng tôi dự báo giá thuê ngày cho FSO này ở mức khoảng 41.000 USD trong giai đoạn 2024-2028. Chúng tôi ước tính FSO Biển Đông 01 sẽ đóng góp trung bình 2,1% vào LNST sau lợi ích CĐTTS mỗi năm của PVS trong giai đoạn 2024-2028.

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi nâng dự báo lợi nhuận của chúng tôi đối với FSO Biển Đông 1 thêm 53% từ 25 tỷ đồng lên 39 tỷ đồng mỗi năm. Trong quý 1/2024, FSO Biển Đông 1 đã lãi gần 1 triệu USD (theo PVS, do giá thuê ngày được điều chỉnh từ mức giá thuê ngày trước đó kể từ tháng 6/2023 là 23.000 USD lên 41.000 USD), cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi là 0,5 triệu USD. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận cao hơn dự kiến này là do tỷ giá USD/VND tăng cao hơn dự kiến và các chi phí tiền mặt khác của FSO Biển Đông 1.

Phụ lục 2: Các hợp đồng M&C dầu khí tiềm năng trong nước; tiềm năng của Lô B đối với PVS.

Hình 16: Các hợp đồng M&C tiềm năng cho các dự án dầu khí trong nước (cập nhật)

	Lô B	Cá Voi Xanh	Lạc Đà Vàng	Sư Tử Trắng – giai đoạn 2B
Địa điểm	Bể Malay-Thổ Chu	Bể Sông Hồng	Bể Cửu Long	Bể Cửu Long
Nhà đầu tư	PVN (42,9%), PVEP (26,8%), MOECO (22,6%), PTTEP (7,7%)	ExxonMobil (64%), PVN (36%)	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKI (25%)	PVEP (50%), ConocoPhillips (23,25%), KNOC (14,25%), SKI (9%), Geopetrol (3,5%)
Trữ lượng khí/dầu đã được xác nhận	107 tỷ m ³	150 tỷ m ³	63 triệu thùng	24 tỷ m ³
Tổng vốn XDCB	5,2 tỷ USD*	4,6 tỷ USD*	700 triệu USD	1,1 tỷ USD
Tiến độ	Kỳ vọng nhận FID trong nửa đầu năm 2024	Chuẩn bị kế hoạch phát triển mỏ	Đã nhận FID vào cuối năm 2023	Kỳ vọng nhận FID trong nửa đầu năm 2024
Dự kiến đón dòng khí/dầu đầu tiên	2027	2030	2027	2026
Thời gian dự kiến của hợp đồng EPC	2024-2027	2025-2028	2024-2027	2024-2026
Ước tính giá trị hợp đồng	5,8 tỷ USD**	830 triệu USD	356 triệu USD	250 triệu USD

Nguồn: PVS, truyền thông đại chúng, Vietcap (* Vốn XDCB ước tính của Vietcap cho phân khúc thượng nguồn và trung nguồn trong giai đoạn 2023-2033; ** Doanh thu tiềm năng của PVS từ Lô B)

PVS đã ký 3 trên 6 hợp đồng từ Lô B

Vui lòng tham khảo thêm thông tin chi tiết về dự án Lô B trong [báo cáo Ngành Năng lượng](#) của chúng tôi.

Đối với phân khúc thượng nguồn, vốn đầu tư XDCB ước tính ở mức 8 tỷ USD từ 4 nhà đầu tư, bao gồm PVN (42,9%), PVEP (26,8%), Công ty TNHH Thăm dò và Khai thác Dầu khí Mitsui của Nhật Bản (MOECO; 22,6%), và Công ty TNHH thăm dò và khai thác dầu khí PTTEP của Thái Lan (PTTEP; 7,7%). Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC), công ty con của PVN, là đơn vị vận hành phân khúc thượng nguồn của dự án Lô B.

Vốn đầu tư XDCB ước tính cho mảng trung nguồn là 1,3 tỷ đồng và được tài trợ bởi Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS) (51%), PVN (28,7%) và MOECO & PTTEP (20,3%). Đơn vị vận hành đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn là một công ty con khác của PVN, Công ty Điều hành Đường ống Tây Nam (SWPOC).

EPCI#1: Vào ngày 30/10/2023, PVS đã được trao hợp đồng đầu tiên của Lô B (EPCI#1) thông qua việc nhận trao thầu hạn chế (LLOA). LLOA này có hiệu lực từ ngày 31/10/2023, cho phép giải ngân ngay 140 triệu USD cho hợp đồng EPCI#1 vào tháng 11/2023 và khởi công xây dựng vào nửa đầu năm 2024.

EPCI#2: Ngày 29/11, Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC, đơn vị điều hành phân đoạn thượng nguồn của dự án Lô B) đã trao LLOA của hợp đồng Lô B thứ hai (EPCI#2) cho PTSC M&C (công ty con 100% cổ phần của PVS). Hợp đồng EPCI#2 bao gồm việc xây dựng bốn giàn đầu giếng và đường ống dẫn khí liên mỏ với tổng giá trị hợp đồng ước tính đối với PVS là 400 triệu USD. Theo PVS, LLOA này cho phép giải ngân 15 triệu USD cho hợp đồng EPCI#2 bắt đầu từ ngày 30/11/2023 và khởi công xây dựng vào năm 2024.

EPCI#3: Ngày 22/12, Công ty Điều hành Đường ống Tây Nam (SWPOC, đơn vị điều hành phân đoạn trung nguồn của dự án Lô B) đã ký hợp đồng thứ ba Lô B (EPCI#3) với liên danh PVS và Lilama 18. Theo PVS, EPCI #3 liên quan đến việc xây dựng đường ống dẫn khí đốt trên bờ với giá trị hợp đồng cho PVS là 257 triệu USD. Ngoài ra, LLOA được trao cho phép giải ngân 8 triệu USD bắt đầu từ tháng 12/2023 và khởi công xây dựng vào năm 2024.

Hình 17: Ước tính doanh thu và LNST của PVS Lô B (triệu USD) (cập nhật)

Công ty hưởng lợi	Doanh thu tiềm năng	LNST tiềm năng	Chi tiết
PVS	5.757	338	<p>Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ sáu hợp đồng dưới đây ít nhất là 338 triệu USD trong giai đoạn 2024-2050. Chúng tôi cũng dự báo các hợp đồng này sẽ đóng góp 15%-40% vào LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2028 của PVS. Chúng tôi chưa tính đến bất kỳ giá trị hợp đồng nào từ việc xử lý khí tồn khi kết thúc vòng đời dự án.</p> <p>Chi tiết hợp đồng:</p> <ol style="list-style-type: none"> EPCI #1 của 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) + 1 giàn sinh hoạt + 1 tháp đốt khí thừa (500 triệu USD) EPCI #2 trong số 4 WHP (400 triệu USD) EPCI #3 của đường ống dẫn khí ngoài khơi (257 triệu USD) EPCI #4 của đường ống dẫn khí trên bờ (400 triệu USD) EPCI là 42 WHP (4,2 tỷ USD) Hợp đồng thuê FSO

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: EPCI: Kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và lắp đặt; WHP: giàn đầu giếng; FSO: kho dầu nổi.

Hình 18: Potential M&C contracts for domestic LNG terminals

	Kho cảng LNG Thị Vải	Kho cảng LNG Sơn Mỹ
Địa điểm	Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu	Tỉnh Bình Thuận
Nhà đầu tư	GAS	GAS
Công suất	- Giai đoạn 1: 1 triệu TPA - Giai đoạn 2: 3 triệu TPA - Giai đoạn 3: 6 triệu TPA	3-6 triệu TPA
Tổng vốn XD/CB	- Giai đoạn 1: 286 triệu USD - Giai đoạn 2: 200 triệu USD - Giai đoạn 3: N/A	1,4 tỷ USD
Trạng thái	- Phase 1: The MoIT finished inspection. - Phase 2: Waiting for MoIT's approval of a feasibility. - Phase 3: N/A	- Waiting for MoIT's approval of a feasibility study.
Năm hoạt động dự kiến	- Giai đoạn 1: 2024 - Giai đoạn 2: 2025-2026 - Giai đoạn 3: N/A	2026
Ước tính giá trị hợp đồng	- 100 triệu USD cho giai đoạn 1&2 - 300 triệu USD cho giai đoạn 3	300 triệu USD

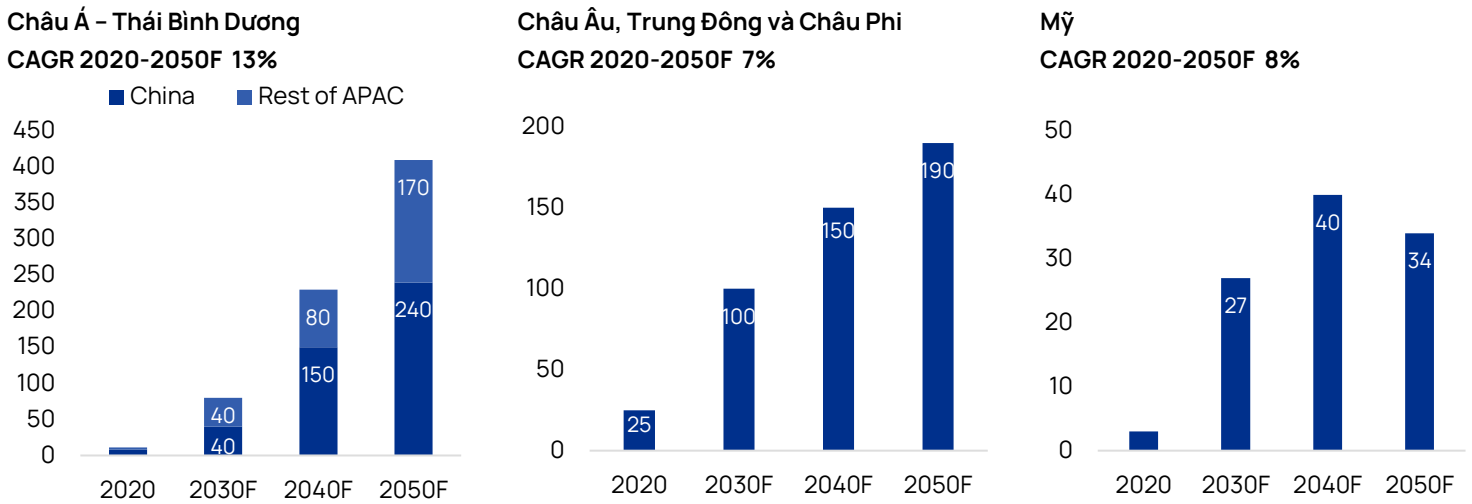
Nguồn: GAS, truyền thông đại chúng, Vietcap

Phụ lục 3: Tiềm năng điện gió ngoài khơi

Châu Á-Thái Bình Dương dẫn đầu ngành công nghiệp điện gió ngoài khơi toàn cầu

Các chính phủ ở khu vực Châu Á - Thái Bình Dương đã thực hiện những bước đi chưa từng có để đẩy nhanh quá trình phát triển điện gió ngoài khơi của quốc gia. McKinsey dự báo công suất điện gió lắp đặt ngoài khơi toàn cầu sẽ tăng 16 lần từ 40 GW vào năm 2020 lên 630 GW vào năm 2050. McKinsey cũng kỳ vọng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương sẽ có tiềm năng tăng trưởng dài hạn lớn nhất với công suất lắp đặt gió ngoài khơi tăng 37 lần từ 11 GW trong năm 2020 lên 410 GW vào năm 2050 trong kịch bản cơ sở.

Hình 19: Dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi (GW), kịch bản cơ sở năm 2021



Nguồn: McKinsey, Vietcap

Orsted mang lại tiềm năng lớn trong phát triển điện gió ngoài khơi

Theo sau việc sử dụng năng lượng tái tạo ngày càng tăng, nhiều công ty dầu khí toàn cầu như Equinor (Na Uy) và Orsted (Đan Mạch) đã chuyển đổi thành các nhà phát triển năng lượng tái tạo. Orsted - một công ty điện lực đa quốc gia của Đan Mạch - đã thoái vốn hoạt động kinh doanh dầu khí vào năm 2017 để tập trung hoàn toàn vào năng lượng xanh. Phạm vi dịch vụ của công ty bao gồm phát triển, xây dựng và vận hành các trang trại gió ngoài khơi và trên đất liền, trang trại điện mặt trời, cơ sở lưu trữ năng lượng, cơ sở nhiên liệu hydro & nhiên liệu xanh cũng như các nhà máy năng lượng sinh học. Orsted hiện là nhà phát triển năng lượng gió ngoài khơi lớn nhất thế giới với tổng công suất lắp đặt là 7,5 GW trong đó 11,8 GW đang được xây dựng hoặc trao tặng trên toàn thế giới. Công ty đặt mục tiêu lắp đặt 30 GW công suất gió ngoài khơi vào năm 2030. Ngoài ra, công ty con có trụ sở tại Đài Loan có một dự án có công suất 128 MW đang hoạt động, hai dự án với tổng công suất 900 MW đang được xây dựng và năm dự án với tổng công suất 6.590 MW đang được phát triển.

Hình 20: Đường ống dự án điện gió ngoài khơi của Orsted ở Đài Loan

Trạng thái	Dự án	Công suất (MW)	Năm dự kiến hoạt động
Đang vận hành (128 MW)	Formosa 1	128 ⁽¹⁾	2020
Đang thi công (900 MW)	Greater Changhua 1	605 ⁽²⁾	2023
	Greater Changhua 2a	295 ⁽²⁾	2023
Đang phát triển (6.590 MW)	Greater Changhua 2b	337 ⁽³⁾	2025
	Greater Changhua 4	583 ⁽³⁾	2025
	Greater Changhua 3	570 ⁽⁴⁾	N/A
	Xu Feng 1, 2, 3	2.100 ⁽⁴⁾	N/A
	Wo Neng 1, 2	3.000 ⁽⁴⁾	N/A

Nguồn: Orsted, Vietcap. Lưu ý: (1) công suất lắp đặt; (2) công suất tổng thể; (3) công suất được trao; (4) công suất tiềm năng.

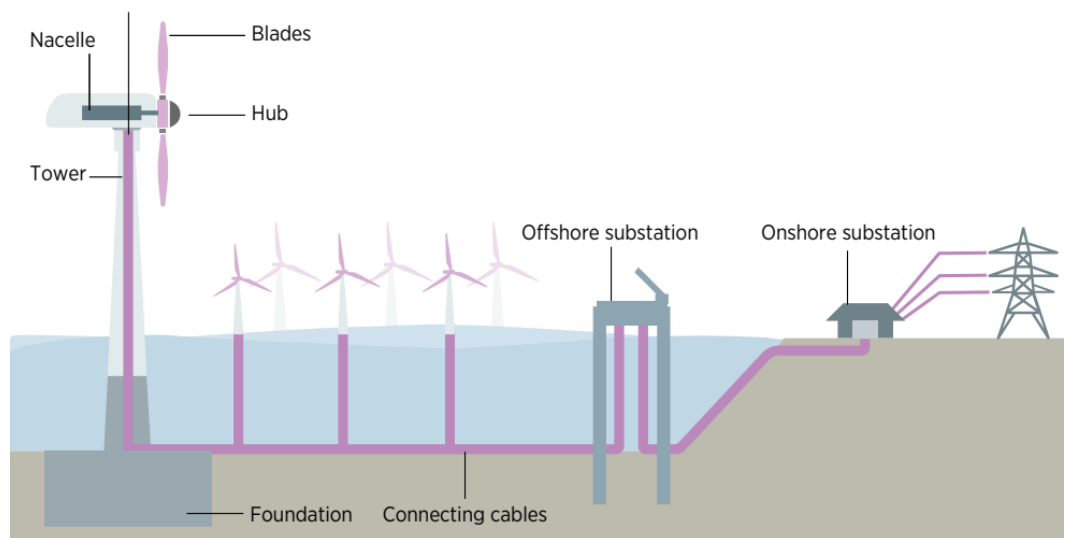
Xây dựng trang trại điện gió ngoài khơi có những điểm tương đồng với xây dựng dầu khí

Các dự án dầu khí ngoài khơi và các dự án điện gió ngoài khơi có những điểm tương đồng trong quá trình M&C xây dựng cơ sở vật chất, giúp tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty dầu khí chuyển đổi sang trở thành nhà phát triển điện gió ngoài khơi. Các lĩnh vực chính có thể đạt được sự phối hợp giữa việc lắp đặt các dự án gió và dầu khí ngoài khơi là chế tạo và lắp đặt các tháp cũng như nền móng/chân đế do sự liên kết của các cơ sở đã được thiết lập và kiến thức cần thiết cho cả hai ngành. Ngoài ra, các nhà thầu M&C có thể sử dụng những kinh nghiệm và kỹ năng tốt nhất từ kinh nghiệm của họ trong lĩnh vực dầu khí ngoài khơi.

Theo Hội đồng Năng lượng Gió Toàn cầu (GWEC), quá trình xây dựng trang trại gió ngoài khơi có bốn giai đoạn chính: 1) lập kế hoạch và phát triển dự án, 2) chế tạo & sản xuất, 3) lắp đặt & vận hành, và 4) vận hành & bảo trì. Quá trình này rất phức tạp và thường được thực hiện trong môi trường nhiều thách thức. Ngoài ra, hầu hết các trang trại điện gió ngoài khơi không chỉ được thực hiện bởi một nhà thầu kỹ thuật, mua sắm và xây dựng (EPC). Điều này có nghĩa là thường có nhiều hợp đồng xây dựng của cùng một bộ phận hoặc các bộ phận khác nhau (ví dụ: tháp, dây cáp, móng và trạm biến áp), liên quan đến một số nhà thầu EPC. Thực tiễn này nhằm đảm bảo các nhà thầu đáp ứng thời hạn và cung cấp các thành phần đủ tiêu chuẩn.

Việc xây dựng một trang trại gió ngoài khơi ước tính mất từ 7 đến 11 năm, nếu xét đến tất cả các giai đoạn của quá trình. Cụ thể, 3 đến 5 năm dành cho giai đoạn phát triển, 1 đến 3 năm dành cho giai đoạn chuẩn bị xây dựng và 2 đến 4 năm dành cho giai đoạn xây dựng. Ngoài ra, tuổi thọ tiêu chuẩn của ngành cho một tuabin gió là 20-25 năm, do đó cần phải thay thế tuabin để kéo dài tuổi thọ hoặc ngừng hoạt động hoàn toàn các tài sản này. Tuy nhiên, các tuabin gió ngoài khơi dự kiến sẽ vẫn hoạt động được tới 35 năm. Với quy mô hoạt động lớn và thời gian phát triển & xây dựng dự án dài hơn các dạng năng lượng khác, các dự án gió ngoài khơi có thể tạo ra việc làm bền vững trên toàn bộ chuỗi giá trị của ngành.

Hình 21: Các thành phần chính của trang trại gió ngoài khơi



Nguồn: Siemens Gamesa, Cơ quan Năng lượng Tái tạo Quốc tế

Cạnh tranh thấp trong việc xây dựng trang trại điện gió ngoài khơi ở châu Á

Nhà thầu M&C ở Châu Á khá ít, bao gồm 1) các công ty có hợp đồng được bảo đảm như PVS (Việt Nam), SK Ocean Plant (Hàn Quốc) và Sing Da Marine Structure (Đài Loan) và 2) các công ty tiềm năng như Petronas (Malaysia), Malaysia Marine và Heavy Engineering Holdings Berhad (Malaysia). Hiện tại, PVS, SK Ocean Plant và Sing Da Marine Structure là nhà thầu M&C cho các trang trại điện gió ngoài khơi của Orsted tại Đài Loan. Mặc dù Nhà máy SK Ocean và Sing Da Marine Structure tham gia vào ngành điện gió ngoài khơi sớm hơn PVS nhưng PVS lại sở hữu cơ sở sản xuất lớn nhất trong số ba nhà thầu. Ngoài ra, PVS còn cung cấp dịch vụ M&C trọn gói và có năng lực chế tạo mạnh trong lĩnh vực xây dựng ngoài khơi. Năm 2022, công ty con của PVS trong mảng M&C là PTSC M&C được Tạp chí Tài chính Thế giới vinh danh là “Nhà thầu Dầu khí Tốt nhất Châu Á”. Do đó, chúng tôi tin rằng PVS có rất nhiều tiềm năng để trở thành một trong những công ty mạnh nhất trong lĩnh vực này ở châu Á nhờ có kinh nghiệm xây dựng các trang trại điện gió ngoài khơi.

Hình 22: Nhà thầu điện gió ngoài khơi làm việc tại Đài Loan

Công ty	PVS (Việt Nam)	Nhà máy SK Ocean (Trước đây có tên Samkang M&T) (Hàn Quốc)	Sing Da Marine Structure (Đài loan)
Tổng quan	<ul style="list-style-type: none"> - Nhà thầu dầu khí hàng đầu Việt Nam. - Là nhà thầu nổi tiếng ở Châu Á. - Đã thực hiện hơn 60 dự án công nghiệp và ngoài khơi tại Việt Nam và quốc tế. 	<ul style="list-style-type: none"> - Bãi chế tạo lớn nhất Hàn Quốc cho các dự án ngoài khơi. 	<ul style="list-style-type: none"> - Công ty đầu tiên ở Đài Loan khởi công xây dựng nhà máy thi công chân đế. - Nhận được hỗ trợ kỹ thuật từ DNV (Na Uy) – đơn vị tư vấn được công nhận cho ngành hàng hải. - EPC các dự án ngoài khơi (phụ kiện chuyển tiếp chân đế).
Ngành nghề kinh doanh chính	<ul style="list-style-type: none"> - M&C - FSO/FPSO 	<ul style="list-style-type: none"> - EPC các dự án ngoài khơi - Đóng tàu - Sản xuất ống 	<ul style="list-style-type: none"> - Khu đổi mới công nghiệp công nghệ biển Cao Hùng - Địa điểm: Cảng Singda, Đài Loan - Diện tích: 27 ha - Sản lượng: Lên tới 50 chân đế/năm
Bãi chế tạo	<ul style="list-style-type: none"> - Bãi chế tạo PTSC - Địa điểm: Vũng Tàu, Việt Nam - Diện tích: 82 ha (trung tâm logistics và bãi chế tạo lớn nhất khu vực). - Năng lực sản xuất: Giá trị hợp đồng 2 tỷ USD/năm 	<ul style="list-style-type: none"> - Nhà máy đóng tàu Goseong - Địa điểm: Gyeongnam, Hàn Quốc - Diện tích: 42 ha 	<ul style="list-style-type: none"> - Khu đổi mới công nghiệp công nghệ biển Cao Hùng - Địa điểm: Cảng Singda, Đài Loan - Diện tích: 27 ha - Sản lượng: Lên tới 50 chân đế/năm
Các hợp đồng đã ký cho dự án điện gió ngoài khơi Hải Long	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án: Hải Long 2 & 3 - Công suất: 1.044 MW - Ký: tháng 8/2022 - Tổng thầu EPC: PTSC M&C & Semco Maritime - Cấu phần: 2 trạm biến áp ngoài khơi - Giá trị hợp đồng của PVS: 68 triệu USD - Lắp đặt: 2024 - Hoàn thành vận hành: 2026 	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án: Hải Long 2B&3 - Công suất: 744 MW - Ký: tháng 8 năm 2022 - Thành phần: 52 chân đế - Lắp đặt: 2024-2025 - Hoàn thành vận hành: 2025-2026 	<ul style="list-style-type: none"> - Không có hợp đồng với Hải Long.
Các hợp đồng đã ký cho dự án điện gió ngoài khơi Greater Changhua	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án: Greater Changhua 2b & 4 - Ký: Tháng 5/2023 - Thành phần: 33 chân đế - Giá trị hợp đồng của PVS: 320 triệu USD - Hoàn thành xây dựng: 2025 	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án: Greater Changhua 1 & 2a - Công suất: 900MW - Ký kết: Tháng 6/2019 - Thành phần: 28 chân đế - Hoàn thành xây dựng: Tháng 8/2021 - Giao hàng: Tháng 8-Tháng 10/2021 	<ul style="list-style-type: none"> - Dự án: Greater Changhua 1 & 2a - Công suất: 900MW - Ký: Tháng 11 năm 2018 - Thành phần: 56 chân đế - Hoàn thành: 2020-2021 - Lắp đặt: 2021

Nguồn: Các công ty trên, truyền thông đại chúng, Vietcap

Giả định backlog M&C điện gió của chúng tôi

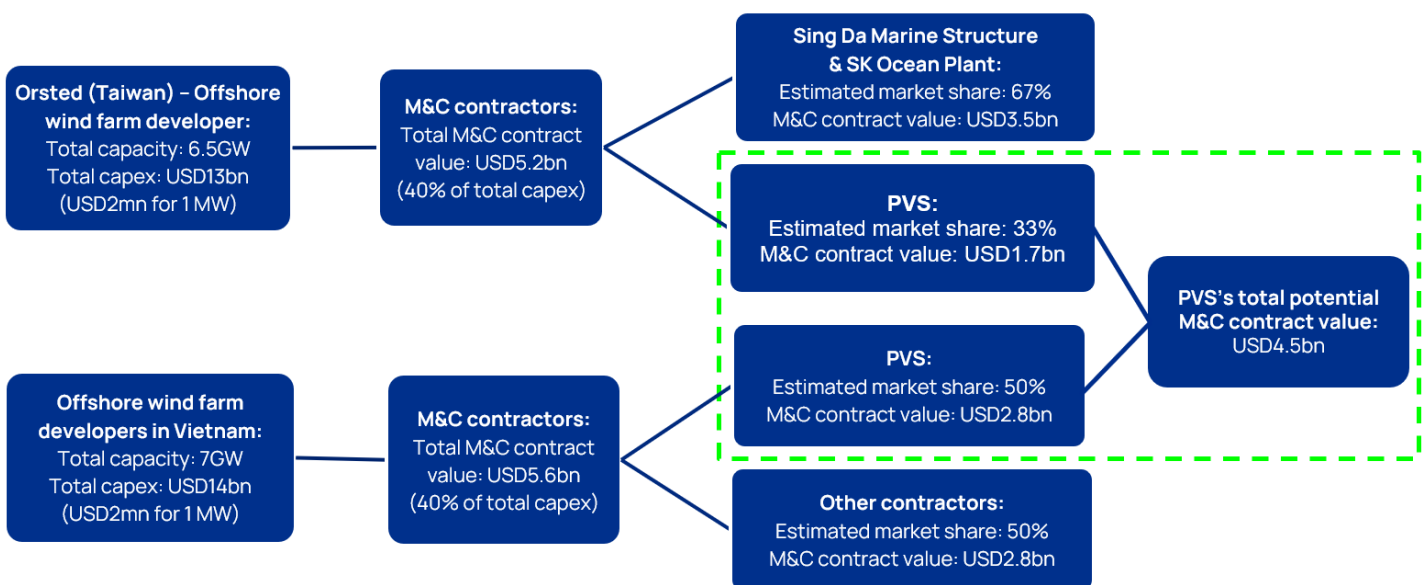
Theo công ty tư vấn năng lượng tái tạo BVG Associates, việc xây dựng, lắp đặt và vận hành các bộ phận (bao gồm tháp, trạm biến áp và nền móng) chiếm khoảng 40% tổng vốn đầu tư của một trang trại gió ngoài khơi. Điều này có nghĩa là giá trị hợp đồng tiềm năng mà các nhà thầu M&C có thể nhận được từ trang trại gió ngoài khơi là khoảng 40% tổng vốn đầu tư.

Với mục tiêu phát triển 6,5 GW trang trại gió ngoài khơi ở Đà Loan của Orsted, chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư cho các dự án này là 13 tỷ USD (tức là chúng tôi giả định 2 triệu USD vốn đầu tư cho mỗi MW trang trại gió ngoài khơi). Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng M&C từ các trang trại gió của Orsted ở Đà Loan là khoảng 5,2 tỷ USD. Do các dự án điện gió ngoài khơi thường có sự tham gia của nhiều nhà thầu nên chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng tiềm năng ở Đà Loan mà PVS có thể nhận được là ~1,7 tỷ USD (giả định thị phần là 33% trong bối cảnh cạnh tranh được minh họa trong **Hình 23**).

Ngày 15/5/2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch điện giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 (QHĐ VIII). Mặc dù mục tiêu điện gió ngoài khơi trong nước là 6.000 MW vào năm 2030 (thấp hơn 1.000 MW so với dự thảo tháng 11/2022) (Hình 25), PVS vẫn sẽ được hưởng lợi từ công suất điện gió ngoài khơi mà công ty sẽ hợp tác phát triển với công ty Sembcorp của Singapore (công ty không nằm trong quy hoạch tổng thể, theo PVS). Vào ngày 10/2/2023, PVS đã ký thỏa thuận hợp tác phát triển với Sembcorp để cùng phát triển các dự án điện gió ngoài khơi (công suất ban đầu là 2.300 MW và vốn đầu tư khoảng 5 tỷ USD) và xuất khẩu điện từ các trang trại điện gió này sang Singapore thông qua đường cáp điện ngầm cao thế, bắt đầu từ năm 2030. Do đó, chúng tôi cho rằng PVS có thể đạt được giá trị hợp đồng điện gió ngoài khơi là 2,8 tỷ USD – 50% thị trường điện gió ngoài khơi của Việt Nam.

Do đó, chúng tôi kỳ vọng PVS có tiềm năng đạt được tổng giá trị hợp đồng cho các trang trại gió ngoài khơi là 4,5 tỷ USD trong giai đoạn 2023-2030. Chúng tôi duy trì giả định khoảng 1,7 tỷ USD cho giai đoạn 2024-2028 và khoảng 1,0 tỷ USD cho giai đoạn 2029-2030 - tương đương với khoảng 60% backlog tiềm năng. Chúng tôi ước tính PVS có thể ký được các hợp đồng ở các thị trường khác như Châu Âu với tổng trị giá 0,8 tỷ USD và có tổng backlog tiềm năng là 3,7 tỷ USD (trang 5).

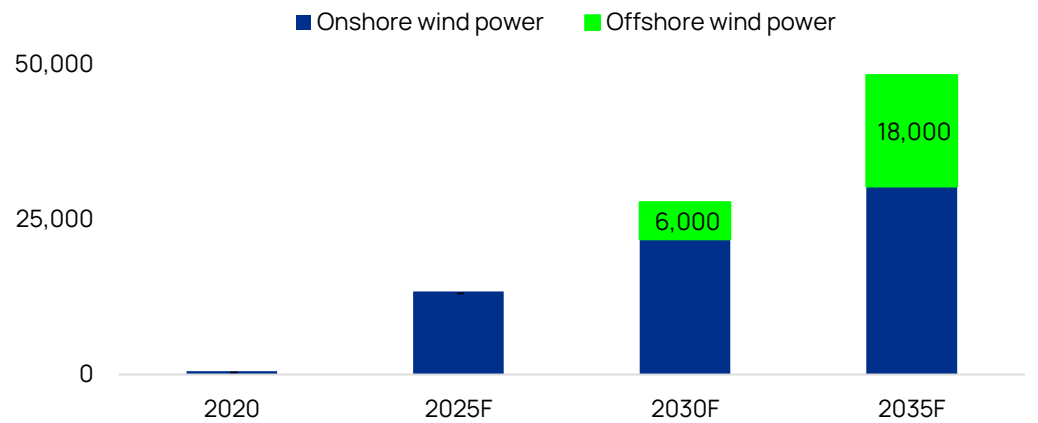
Hình 23: Tóm tắt các giả định backlog M&C của chúng tôi cho các dự án điện gió ngoài khơi



Nguồn: Vietcap

Phụ lục 4: Tiềm năng điện gió ngoài khơi của Việt Nam

Hình 24: Các mục tiêu điện gió của Việt Nam trong QHĐ VIII (MW)



Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

Vào ngày 24/10/2023, Bộ trưởng Bộ Công Thương của Singapore thông báo Cơ quan Thị trường Năng lượng (EMA) của quốc gia này đã phê duyệt có điều kiện cho phép Sembcorp nhập khẩu 1,2 GW điện tái tạo (10% nhu cầu điện hàng năm của Singapore) từ Việt Nam thông qua tuyến cáp điện ngầm dài 1.000 km. Lượng điện này sẽ được sản xuất từ các nông trại điện gió ngoài khơi của Việt Nam (công suất ban đầu 2.300 MW; khoảng 5 tỷ USD vốn đầu tư XDCB) mà PVS và Sembcorp sẽ cùng hợp tác xây dựng sau khi ký thỏa thuận hợp tác phát triển. Dự án này không nằm trong 6.000 MW kế hoạch kể trên của Bộ Công Thương.

Theo quan điểm của chúng tôi, việc phê duyệt có điều kiện cho thấy dự án của PVS và Sembcorp đã được đánh giá sơ bộ là khả thi về mặt kỹ thuật và thương mại. Đó đó, diễn biến này tạo nền tảng vững chắc cho PVS tiếp tục thực hiện dự án này. Bên cạnh doanh thu từ các hợp đồng EPC, PVS cũng sẽ đóng vai trò là nhà đầu tư có cổ phần chưa quyết định trong trang trại điện gió. Diễn biến này phản ánh khả năng điều chỉnh tăng đối với dự báo lợi nhuận và định giá của chúng tôi.

Phụ lục 5: Cơ cấu doanh nghiệp

PVS có 12 công ty con, 7 công ty liên doanh (JV) và 7 chi nhánh.

Hình 25: Cơ cấu doanh nghiệp của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: Các công ty con và liên doanh đáng chú ý được trình bày. Dữ liệu tính đến cuối năm 2022.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Dương Tấn Phước, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của tôi đối với các công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3,
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Alastair Macdonald
Giám đốc điều hành, ext 105
alastair.macdonald@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Phó Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản

Lưu Bích Hồng,
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng
khoán - Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán -
Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.