

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

MUA +31,3%

Ngành	Dầu khí
Ngày báo cáo	06/11/2024
Giá hiện tại	37.700 VND
Giá mục tiêu	48.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	51.000 VND
TL tăng	+29,4%
Lợi suất cổ tức	1,9%
Tổng mức sinh lời	+31,3%

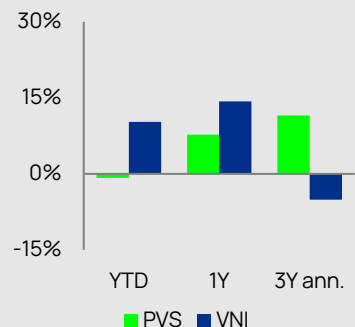
GT vốn hóa	17,9 nghìn tỷ đồng
Room KN	4,9 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	92,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51,4%
SL cổ phiếu lưu hành	478,0 tr
Pha loãng	478,0 tr
PEG 3 năm	0,8

	PVS	VNI
P/E (trượt)	19,0x	14,7x
P/B	1,3x	1,7x
ROE	7,7%	12,5%
ROA	3,9%	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	21.361	31.705	37.110
% YoY	18,4%	10,3%	48,4%	17,0%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.026	1.073	1.412	1.727
% YoY	3,7%	4,5%	31,6%	22,3%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	1.026	1.073	1.412	1.727
EPS	-6,7%	16,3%	31,6%	22,3%
% YoY				
Biên lợi nhuận gộp	5,4%	6,4%	6,0%	6,4%
Biên EBITDA	2,5%	4,4%	4,5%	4,9%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-0,1%	1,2%	2,3%	3,1%
Biên lợi nhuận ròng	5,5%	5,4%	4,7%	4,9%
ROE	7,7%	7,7%	9,4%	10,6%
EV/EBITDA	21,6x	10,8x	7,5x	6,6x
P/E	22,2x	19,1x	14,5x	11,9x
P/B	1,4x	1,3x	1,2x	1,1x

Lợi nhuận dự kiến tăng tốc từ quý 4 nhờ backlog cơ khí & xây dựng (M&C) đáng kể

- Chúng tôi điều chỉnh giảm 4% giá mục tiêu cho Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) xuống còn 48.800 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn chủ yếu do (1) chúng tôi điều chỉnh giảm 9% dự báo tổng LNST sau lợi ích cổ đông thiểu số giai đoạn 2024-2028 (tương ứng -4%/-9%/-23%/-16%/+11% cho dự báo các năm 2024/25/26/27/28), được bù đắp một phần bởi (2) tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến cuối năm 2025.
- Chúng tôi giảm dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS do (1) giả định backlog M&C giai đoạn 2024-2028 giảm 19% do (a) loại bỏ hợp đồng đường ống dẫn khí ngoài khơi trị giá 310 triệu USD của Lô B trong định giá, (b) và việc trì hoãn một năm đối với dự án Cá Voi Xanh đến giai đoạn 2027-2030 và Kho cảng LNG Sơn Mỹ đến giai đoạn 2027-2030 (xem chi tiết tại trang 4). Các yếu tố này ảnh hưởng nhiều hơn so với (2) mức tăng 8% trong dự báo tổng lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng trưởng 5% so với cùng kỳ, được thúc đẩy bởi (1) lợi nhuận gộp M&C tăng 93% và (2) lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO tăng 29%. Trong 9T 2024, LNST sau lợi ích CĐTS đạt 631 tỷ đồng (+9% YoY). Chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ ghi nhận lợi nhuận đáng kể trong quý 4/2024 trở đi, do PVS đã nhận được 587 tỷ đồng tiền ứng trước cho dự án Lạc Đà Vàng vào ngày 30/9 và gói thầu EPCI 1 của Lô B đã chính thức khởi công vào đầu tháng 9. Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ tăng 32% YoY, nhờ lợi nhuận gộp M&C tăng 1,2 lần (với doanh thu tăng 80% và biên lợi nhuận gộp tăng lên 3,5%).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2026 là 19%, được thúc đẩy bởi giả định backlog M&C đã ký và chưa ký của chúng tôi là 5,1 tỷ USD và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO là 822 tỷ đồng mỗi năm trong giai đoạn 2024-2028.
- PVS có vẻ hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 14,5 lần, tương ứng PEG 3 năm là 0,8 và số dư tiền mặt là 460 triệu USD vào cuối quý 3/2024 (64% giá trị vốn hóa).
- Yếu tố hỗ trợ:** Thành công của dự án điện gió ngoài khơi trị giá 5 tỷ USD nhằm xuất khẩu điện sang Singapore. **Rủi ro:** Trì hoãn và chi phí vượt mức cho dự án Lô B.

Chúng tôi lần lượt giảm 19%/4,4% dự báo backlog M&C các giai đoạn 2024-2028/2024-2030, sau khi loại bỏ hợp đồng đường ống ngoài khơi trị giá 310 triệu USD của dự án Lô B. Theo các chuyên gia trong ngành, dự án đường ống ngoài khơi này có biên lợi nhuận thấp hơn so với đường ống trên bờ. Ngoài ra, PVS đã đảm bảo được một lượng backlog lớn và có nhiều cơ hội để mở rộng backlog trong mảng điện gió ngoài khơi. Do đó, PVS có khả năng sẽ ưu tiên các dự án có biên lợi nhuận cao hơn và duy trì hiệu suất đối với các hợp đồng hiện có thay vì tập trung quá nhiều vào dự án này.

Dự án Lô B đã chính thức khởi công vào tháng 09/2024, đưa PVS trở thành bên hưởng lợi sớm nhất. Vào ngày 03/09/2024, Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC) đã trao toàn bộ Hợp đồng tư vấn, thiết kế - mua sắm thiết bị - xây dựng, vận chuyển lắp đặt (EPCI) #1 trị giá 1,1 tỷ USD cho các nhà thầu McDermott của Mỹ và PVS (phần của PVS ước tính trị giá 550 triệu USD). Ngoài ra, vào ngày 18-19/09, PQPOC đã bắt đầu gia công chế tạo HUB/các giàn đầu giếng (WHP) theo hợp đồng EPCI#2, với giá trị hợp đồng của PVS là 400 triệu USD. Chúng tôi ước tính lợi nhuận từ các hợp đồng đã ký (EPCI#1, #2, và #3), cùng với các hợp đồng EPCI tiềm năng cho 42 giàn đầu giếng, và các hợp đồng cho thuê FSO, có thể sẽ tạo ra 393 triệu USD LNST trong giai đoạn 2024-2050, và đóng góp trung bình 24% vào LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2028 của PVS.

Triển vọng năm 2024: Thu nhập cao hơn từ mảng M&C và liên doanh sẽ bù đắp cho mức giảm của thu nhập tài chính

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới s/v trước đây	Giải thích: (1) Tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước (2) Các thay đổi trong dự báo
Doanh thu thuần	19.374	21.361	10%	-18%	(a) Chúng tôi dự báo tổng doanh thu sẽ tăng 10% YoY, nhờ (1) mức tăng 8% YoY của doanh thu mảng M&C. Ngoài ra, (2) sự phục hồi của các hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) và đà tăng trưởng của mảng dịch vụ khảo sát điện gió ngoài khơi, cũng giúp thúc đẩy doanh thu của mảng OSV, khảo sát địa chấn, và ROV.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	1.607	2.089	30%	0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.207	2.251	2%	0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	405	547	35%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.412	1.525	8%	0%	
Cơ khí và xây dựng (M&C)	11.172	12.068	8%	-25%	(a) Được thúc đẩy bởi các dự án đầu tư mới trong nước, bao gồm dự án trung nguồn của Lô B, Lạc Đà Vàng, và trang trại điện gió ngoài khơi Fengmiao của Đài Loan, cùng với các dự án đang được triển khai như Gallaf - Lô 3 (Qatar), và các dự án trang trại điện gió ngoài khơi khác. (b) Do (1) chúng tôi dời thời gian khởi công dự án Sư tử trắng - Giai đoạn 2B sang nửa cuối năm 2025, và kỳ vọng PVS sẽ đảm bảo việc ký kết hợp đồng này vào nửa đầu năm 2025 (so với dự báo trước đây của chúng tôi là vào quý 4/2024), và (2) chúng tôi loại bỏ hợp đồng đường ống dẫn khí ngoài khơi EPCI#4 cho dự án Lô B. Kết quả 9 tháng đầu năm đạt 6,8 nghìn tỷ đồng (-4% YoY; 42% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi). Chúng tôi lưu ý rằng doanh thu và lợi nhuận mảng M&C thường sẽ được ghi nhận vào quý 4. Tính đến ngày 30/09, PVS đã nhận được 587 tỷ đồng từ Lạc Đà Vàng, trong khi sự kiện chính thức khởi công hợp đồng EPCI 1 của dự án Lô B vào đầu tháng 9 dự kiến sẽ có đóng góp đáng kể hơn vào doanh thu trong quý 4.
Vận hành và bảo trì (O&M)	1.913	2.200	15%	0%	
Khác	657	680	4%	-50%	(b) Kết quả 9 tháng đầu năm 2024 là 489 tỷ đồng (+5% YoY; 36% dự báo trước đây của chúng tôi). Mức doanh thu này thấp hơn dự kiến, do PVS đã tái phân loại mục doanh thu của các mảng khác vào doanh thu mảng M&C trong báo cáo tài chính kiểm toán nửa đầu năm 2024 của công ty. Do đó, doanh thu của các mảng khác đã giảm 299 tỷ đồng (từ mức 863 tỷ đồng trước khi kiểm toán), và doanh thu mảng M&C tăng lên mức 4.898 tỷ đồng (từ mức 4.403 tỷ đồng).
LN gộp	1.039	1.374	32%	-11%	
OSV	213	230	8%	0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	172	135	-21%	0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	46	49	8%	-30%	(b) Kết quả 9 tháng đầu năm 2024 đạt 30 tỷ đồng (+12% YoY; 42% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).
Cần cẩu cảng dịch vụ	264	351	33%	0%	
M&C	175	338	93%	-30%	(b) Do (1) chúng tôi giảm dự báo doanh thu và (2) chúng tôi giảm 0,2 điểm % biên lợi nhuận gộp mảng M&C xuống mức 2,8%. Cần lưu ý rằng do tính chất doanh thu của mảng M&C, nên lợi nhuận thường được ghi nhận vào quý 4. Kết quả 9 tháng đầu năm 2024 là 108 tỷ đồng (+24% YoY; 22% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).
O&M	70	198	182%	0%	
Khác	99	73	-26%	-3%	(b) Kết quả 9 tháng đầu năm 2024 là 100 tỷ đồng (gấp 5,5 lần YoY; 133% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).
Chi phí bán hàng và Marketing	-85	-85	0%	-18%	
Chi phí quản trị doanh nghiệp (G&A)	-967	-1.035	7%	0%	
LN từ HĐKD	-13	254	N.M.	-37%	
Thu nhập tài chính	790	502	-36%	5%	
Chi phí tài chính	-216	-112	-48%	0%	
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	651	841	29%	8%	(b) Kết quả 9 tháng đầu năm 2024 là 648 tỷ đồng (+27% YoY; 83% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	66	0	-100%	N.M.	
Lợi nhuận trước thuế (LNST)	1.277	1.485	16%	-4%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.060	1.158	9%	-4%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.026	1.073	5%	-4%	(a) Chủ yếu do (1) lợi nhuận gộp mảng M&C tăng 93%, với doanh thu tăng 8% YoY và biên lợi nhuận gộp cải thiện 2,8%, (2) kết hợp với mức tăng 29% YoY của lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO, giúp bù đắp cho mức giảm của thu nhập tài chính. (b) Dựa theo kết quả 9 tháng đầu năm 2024, (1) chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận đối với các liên doanh FSO/FPSO, điều này bù đắp cho (2) mức giảm dự kiến của lợi nhuận gộp mảng M&C, cùng với mảng khảo sát địa chấn và ROV. Mức giảm của chúng tôi đối với lợi nhuận gộp mảng M&C là do việc hoãn thời gian thi công dự án Sư tử Trắng Giai đoạn 2B sang nửa cuối năm 2025 và loại bỏ hợp đồng đường ống dẫn khí ngoài khơi của Lô B, cùng với mức giảm dự kiến từ mức 3% xuống mức 2,8% đối với dự báo biên lợi nhuận gộp mảng M&C. (b) Kết quả 9 tháng đầu năm 2024 là 631 tỷ đồng (+9% YoY; 56% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)	1.026	1.073	5%	-4%	

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi 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 cốt lõi.

Triển vọng năm 2025: Lợi nhuận tăng trưởng mạnh nhờ lượng backlog M&C lớn

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới s/v cũ	Giải thích: (1) Tăng trưởng so với cùng kỳ năm trước (2) Các thay đổi trong dự báo
Doanh thu thuần	21.361	31.705	48%	-20%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng 80% YoY của doanh thu mảng M&C và mức tăng doanh thu của các mảng khác nhờ đà tăng trưởng của các hoạt động E&P.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	2.089	2.298	10%	0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.251	2.296	2%	0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	547	602	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.525	1.601	5%	0%	
Cơ khí và xây dựng (M&C)	12.068	21.664	80%	-26%	(a) Được thúc đẩy bởi các đóng góp từ các dự án mới, bao gồm Lô B, Lạc đà Vàng, Sư tử Trắng - Giai đoạn 2B, và các dự án đang triển khai như Greater Changhua 2b & 4, Baltica 2, và các dự án trang trại điện gió ngoài khơi. (b) Do (1) chúng tôi loại bỏ hợp đồng EPCI#4 đối với đường ống dẫn khí ngoài khơi cho dự án Lô B. Ngoài ra, (2) Chúng tôi tạm hoãn ghi nhận một phần (367 triệu USD) trong tổng số 2 tỷ USD giá trị hợp đồng giả định giai đoạn 2024-2030 của các dự án điện gió ngoài khơi quốc tế, từ giai đoạn 2025-2027 sang giai đoạn 2029-2030.
Vận hành và bảo trì (O&M)	2.200	2.530	15%	0%	
Khác	680	714	5%	-50%	(b) Dựa theo KQKD 9 tháng đầu năm 2024.
LN gộp	1.374	1.904	39%	-12%	
OSV	230	230	0%	0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	135	184	36%	0%	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận sẽ cải thiện lên mức 8% (+2 điểm % YoY)
Khảo sát địa chấn và ROV	49	54	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	351	368	5%	0%	
M&C	338	758	124%	-26%	(b) Do chúng tôi giảm dự báo doanh thu
O&M	198	240	21%	0%	
Khác	73	69	-5%	-3%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-85	-127	48%	-20%	
Chi phí quản trị doanh nghiệp (G&A)	-1.035	-1.055	2%	0%	
LN từ HĐKD	254	722	185%	-24%	
Thu nhập tài chính	502	535	7%	-3%	
Chi phí tài chính	-112	-189	69%	0%	
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	841	851	1%	8%	(b) Dựa theo KQKD 9 tháng đầu năm 2024
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	0	0	N.M.	N.M.	
Lợi nhuận trước thuế (LNST)	1.485	1.919	29%	-9%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.158	1.497	29%	-9%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.073	1.412	32%	-9%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng lợi nhuận gộp gấp 1,2 lần YoY của mảng M&C, với doanh thu tăng 80% YoY và biên lợi nhuận gộp tăng 3,5% (+0,7 điểm% YoY; từ mức 4% trước đây) do sự phục hồi của các hoạt động E&P trong nước và các đóng góp của các dự án điện gió ngoài khơi. PVS kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trong năm 2025, do lượng backlog lớn của mảng M&C (tính đến cuối năm 2023, PVS tuyên bố đã ký một hợp đồng trị giá 2,5 tỷ USD, trong đó 1,5 tỷ USD đến từ điện gió ngoài khơi và 1 tỷ USD đến từ dự án Lô B). (b) Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS do: (1) chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận gộp của mảng M&C, từ đó gây ảnh hưởng lên mức tăng lợi nhuận của các liên doanh FSO/FPSO. Sự điều chỉnh này phản ánh việc loại bỏ hợp đồng đường ống dẫn khí ngoài khơi của dự án Lô B và hoãn ghi nhận 100 triệu USD doanh thu từ các dự án điện gió ngoài khơi khác.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)	1.073	1.412	32%	-9%	

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm lợi nhuận bất thường. Chúng tôi coi chi phí/lợi nhuận từ các khoản dự phòng/hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình của mảng M&C là một khoản mục cốt lõi.

Giả định backlog M&C

Chúng tôi giảm 4,4% giả định backlog M&C giai đoạn 2024-2030 xuống còn 6,8 tỷ USD (so với mức trước đây là 7,1 tỷ USD) và giảm 19% đối với backlog giai đoạn 2024-2028 xuống còn 5,1 tỷ USD (so với mức trước đây là 6,3 tỷ USD).

- Việc giảm backlog M&C dự kiến của giai đoạn 2024-2030 chủ yếu đến từ việc chúng tôi loại bỏ hợp đồng trị giá 310 triệu USD đối với đường ống dẫn khí ngoài khơi của dự án Lô B.
- Việc giảm backlog M&C dự kiến của giai đoạn 2024-2028 chủ yếu đến từ việc (1) tạm dời dự án Cá voi Xanh sang giai đoạn 2027-2030, do tiến độ hiện tại cho thấy ExxonMobil có khả năng sẽ rút lui và PVN có thể sẽ vào tiếp quản dự án này (giai đoạn dự kiến trước đây là 2026-2028); (2) dời việc ghi nhận 367 triệu USD trong tổng số 2 tỷ USD dự kiến của các dự án điện gió ngoài khơi khác từ giai đoạn 2025-2027 sang giai đoạn 2029-2030; và (3) tạm dời dự án kho cảng LNG Sơn Mỹ sang giai đoạn 2027-2030 (trước đây là giai đoạn 2025-2027).

Tính đến cuối quý 3/2024, PVS tuyên bố đã ký được hợp đồng trị giá 2,5 tỷ USD (tương đương 49% giả định backlog M&C của chúng tôi trong giai đoạn 2024-2028), trong đó 1,5 tỷ USD đến từ điện gió ngoài khơi (chiếm 68% giả định backlog từ các dự án điện gió ngoài khơi trong giai đoạn 2024-2028) và 1 tỷ USD đến từ Lô B (chiếm 86% giả định backlog của Lô B trong giai đoạn 2024-2028).

Chúng tôi lưu ý rằng giả định backlog M&C ở mức 6,8 tỷ USD trong giai đoạn 2024-2030 của chúng tôi bao gồm 43% từ các dự án dầu khí, 50% từ các dự án điện gió ngoài khơi và 11% từ các dự án trên bờ khác. Giá trị hợp đồng của dự án Lô B chiếm 43% các dự án dầu khí, tương đương với khoảng 17% backlog M&C của PVS trong giai đoạn 2024-2030.

Hình 3: Dự báo của Vietcap cho đơn hàng M&C của PVS

Hợp đồng M&C (triệu USD)		Tổng giá trị hợp đồng	Dự báo doanh thu M&C năm 2024	Backlog ước tính giai đoạn 2024-2028	Dự báo doanh thu M&C năm 2025	Backlog ước tính giai đoạn 2025-2029	Backlog ước tính giai đoạn 2024-2030
A = I + II	Dự án ngoài khơi	6.841	447	4.476	837	5.006	6.084
I	Dự án dầu khí	3.173	139	2.285	521	2.423	2.673
1	Gallaf - Giai đoạn 3 (Qatar)	380	80	80	0	0	80
2	Shwe (Myanmar)	200	0	0	0	0	0
3	Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B	250	0	250	75	250	250
4	Lô B*	1.157	35	1.157	289	1.122	1.157
5	Cá Voi Xanh	830	0	443	0	719	830
6	Lạc Đà Vàng*	356	25	356	156	332	356
II	Dự án điện gió ngoài khơi	3.668	308	2.191	316	2.583	3.411
1	Hải Long 2 & 3 (Đài Loan)	68	0	0	0	0	0
2	Greater Changhua 2b & 4 (Đài Loan)	320	144	176	32	32	176
3	Baltica 2 (Ba Lan)	180	54	135	54	81	135
4	Fengmiao (Đài Loan)	100	30	100	30	70	100
5	Các dự án điện gió ngoài khơi nước ngoài khác	2.000	80	1.180	200	1.600	2.000
6	Dự án điện gió ngoài khơi trong nước	1.000	0	600	0	800	1.000
B	Dự án trên bờ	732	36	596	30	680	716
1	Tàu chở LPG Thị Vải	32	16	16	0	0	16
2	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	100	20	100	30	80	100
3	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	300	0	300	0	300	300
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	300	0	180	0	300	300
C = A+B	Tổng cộng (triệu USD)	7.573	483	5.072	867	5.686	6.800

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

Cập nhật dự báo dài hạn

Trong Báo cáo cập nhật lần này, chúng tôi giảm 9,2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi, chủ yếu do: (1) mức giảm 15,7% của dự báo tổng doanh thu dựa theo mức giảm 19% của giả định backlog M&C giai đoạn 2024-2028, gây ảnh hưởng đến (2) mức tăng 8,3% đối với tổng lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO dựa trên KQKD 9 tháng đầu năm của công ty.

Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo năm 2028 chủ yếu đến từ việc chúng tôi đã tạm hoãn giả định ghi nhận backlog đối với các dự án Cá voi Xanh và Kho cảng LNG Sơn Mỹ (xem chi tiết tại trang 4).

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)	80	78	75	75	75	
						Tổng cộng
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS mới	1.073	1.412	1.727	2.078	2.309	8.598
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS trước đây	1.121	1.555	2.231	2.478	2.082	9.467
% thay đổi dự báo	-4,3%	-9,2%	-22,6%	-16,1%	10,9%	-9,2%

Nguồn: Vietcap

Định giá

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

Chúng tôi giảm 4,3% giá mục tiêu của chúng tôi đối với PVS xuống mức 48.800 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn tiếp tục duy trì khuyến nghị MUA. Mức giảm giá mục tiêu của chúng tôi chủ yếu đến từ mức giảm 9,2% của dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2028, được bù đắp một phần bởi tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật giá mục tiêu sang cuối năm 2025. Theo quan điểm của chúng tôi, định giá của PVS có vẻ khá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2025 là 14,5 lần, và PEG tương ứng 3 năm là 0,8 lần (với CAGR EPS giai đoạn 2023-2026 là 19%).

Hình 5: Tổng hợp định giá

Định giá CKDT	
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	51.400
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế	5%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	48.800
Dự phóng P/E báo cáo các năm 2024/2025 tại giá mục tiêu	24,7x/18,8x

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Giá định và định giá CKDT

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,3	1,3	GTHT của DTTD	6.538
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)	11.479
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTTH của DTTD và GT cuối	18.018
Chi phí VCSH %	16,4	16,4	Tăng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	11.252
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	Giảm: Nợ vay	3.248
Mức thuế doanh nghiệp %	22,0	22,0	Giảm: Lợi ích CĐTS	1.439
Nợ vay %	20,0	20,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	24.582
VCSH %	80,0	80,0	Pha loãng (triệu)	478
WACC %	14,4	14,4	Giá trị CKDT/CP (đồng)	51.400

Nguồn: Dự báo của Vietcap

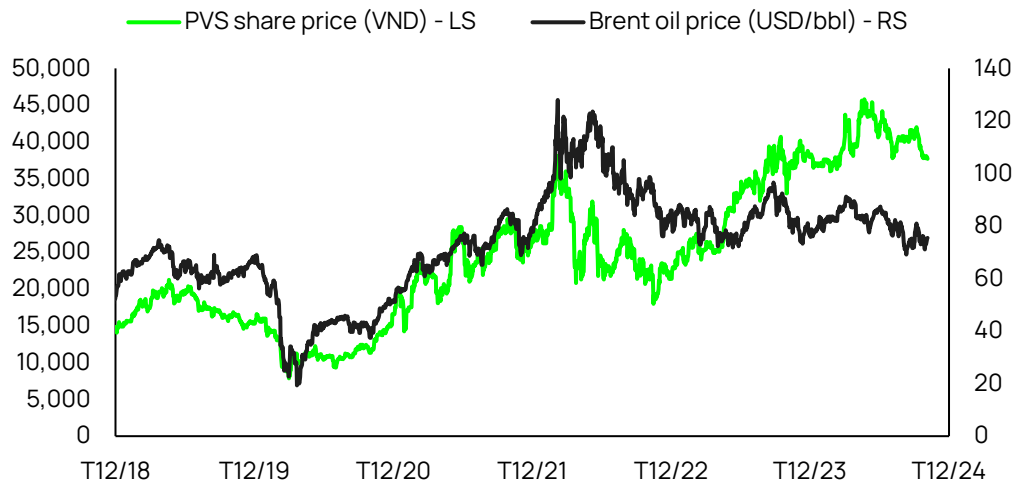
Hình 7: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD	1.095	1.573	1.967	2.487	2.587	2.273
Từ PVS	254	722	1.149	1.442	1.532	1.198
Từ liên doanh FSO/FPSO (*)	841	851	718	845	855	874
+ Khấu hao	1.172	1.152	1.119	1.359	1.470	1.565
Từ PVS	677	693	660	773	884	979
Từ liên doanh FSO/FPSO	495	459	459	586	586	586
- Thuế	-241	-346	-433	-547	-569	-500
- Vốn đầu tư XDCB	-1.550	-850	-850	-850	-850	-1.290
Từ PVS	-1.550	-850	-850	-850	-850	-1.250
Từ liên doanh FSO/FPSO	0	0	0	0	0	-40
- Thay đổi vốn hoạt động	964	-950	-1.377	2.308	-423	361
Dòng tiền tự do (DTTD)	1.439	580	426	4.757	2.215	2.409
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		507	326	3.180	1.295	1.231
Tổng GTHT của DTTD		507	833	4.012	5.307	6.538

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Báo cáo tài chính của PVS không phản ánh tài sản và nợ vay của các liên doanh FPSO/FSO vì các liên doanh này không được hợp nhất vào PVS. Do đó, chúng tôi bao gồm tài sản và nợ vay 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 8: Giá cổ phiếu PVS và giá dầu Brent

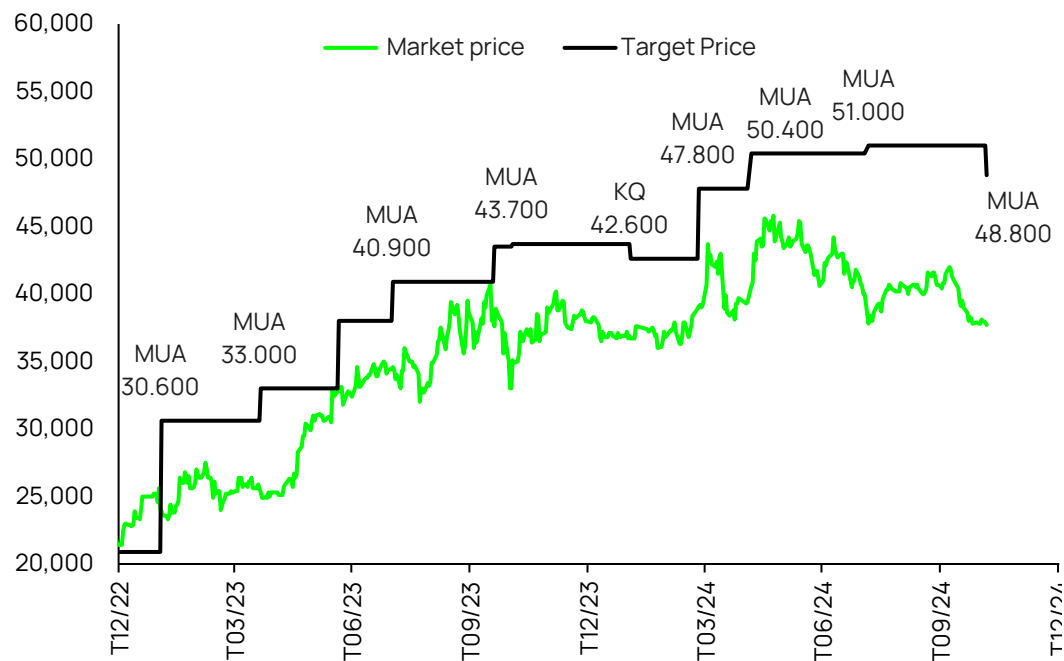


Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến giá cổ phiếu của PVS cho thấy mối tương quan đồng biến cao với giá dầu thô. Chúng tôi tin rằng điều này đến từ 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 PVS và giá dầu sẽ giảm khi đóng góp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh M&C điện gió ngoài khơi tăng. Trong 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

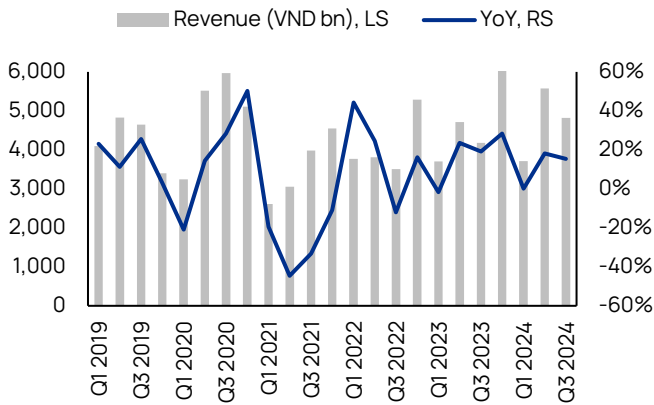
Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu PVS (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

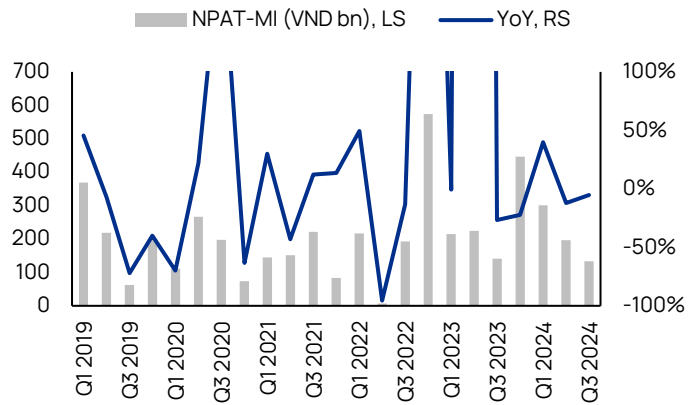
KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu theo quý của PVS



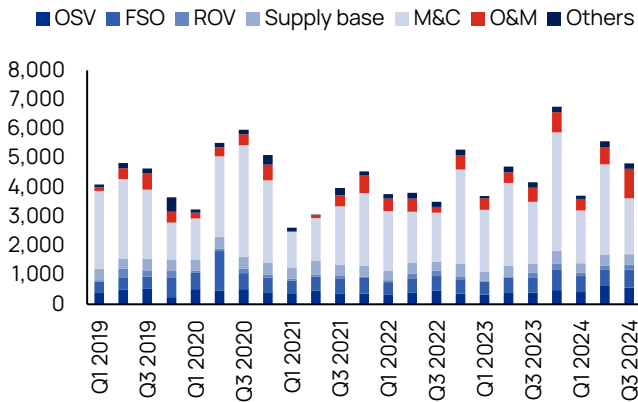
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của PVS



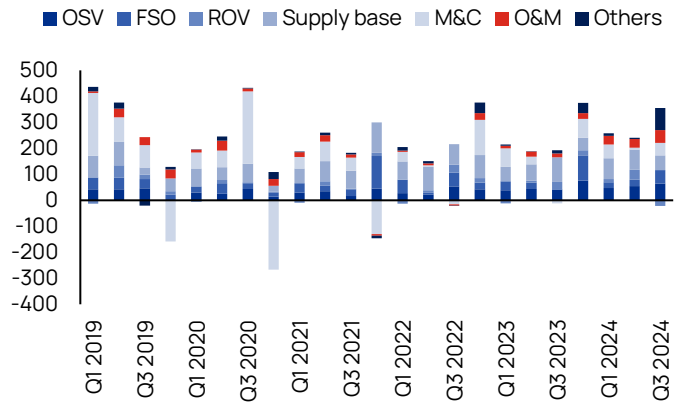
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 12: Cơ cấu doanh thu của PVS theo mảng (tỷ đồng)



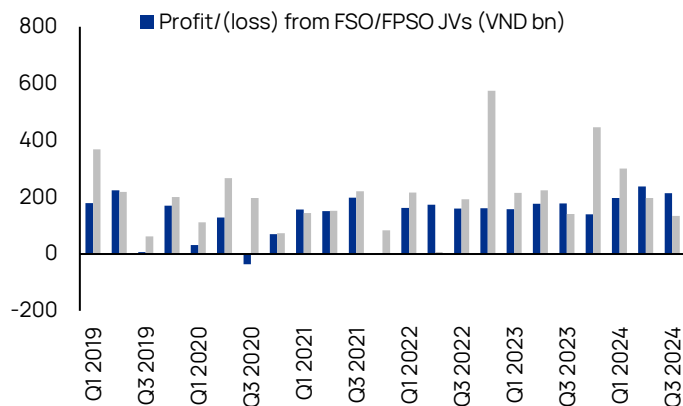
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 13: Cơ cấu lợi nhuận gộp của PVS theo mảng (tỷ đồng)



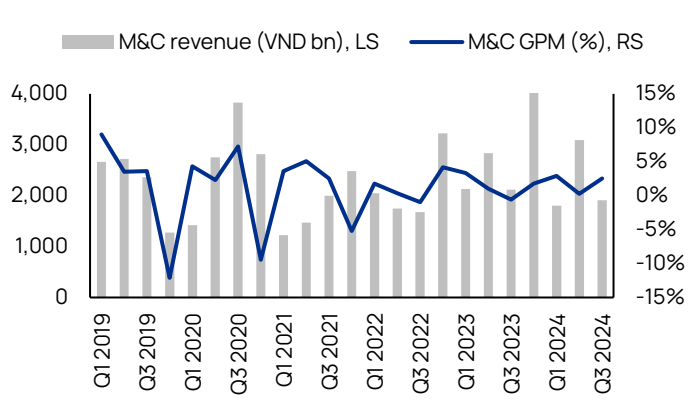
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 15: Doanh thu và biên LN gộp của mảng M&C (*)



Nguồn: PVS, Vietcap. (*) Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 4/2019 và quý 4/2021 do các khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình của mảng M&C từ một số dự án được ghi nhận vào danh mục ngoài HĐKD. Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 4/2020 do ghi nhận lỗ từ dự án Gallaf 1 (Qatar). Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 2/2024 do ban lãnh đạo ước tính chi phí một cách thận trọng.

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	19.374	21.361	31.705	37.110
Giá vốn hàng bán	-18.335	-19.987	-29.801	-34.737
Lợi nhuận gộp	1.039	1.374	1.904	2.373
Chi phí bán hàng	-85	-85	-127	-148
Chi phí quản lý DN	-967	-1.035	-1.055	-1.076
LN thuần HĐKD	-13	254	722	1.149
Doanh thu tài chính	790	502	535	563
Chi phí tài chính	-216	-112	-189	-207
Trong đó, chi phí lãi vay	-73	-58	-89	-107
Lợi nhuận từ công ty LDLC	651	841	851	718
Lợi nhuận/(chi phí) khác	66	0	0	100
LNTT	1.277	1.485	1.919	2.323
Thuế TNDN	-217	-327	-422	-511
LNST trước lợi ích CĐTS	1.060	1.158	1.497	1.812
Lợi ích CĐTS	-34	-85	-85	-85
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.026	1.073	1.412	1.727
EBITDA	480	931	1.415	1.809
EPS báo cáo, VND	1.699	1.975	2.599	3.179
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	1.699	1.975	2.599	3.179
EPS pha loãng, VND	1.699	1.975	2.599	3.179
DPS, VND	700	700	700	700
DPS/EPS (%)	41%	35%	27%	22%

(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	18,4%	10,3%	48,4%	17,0%
LN từ HĐKD	-112,4%	N.M.	184,7%	59,1%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (1)	9,4%	4,5%	31,6%	22,3%
EPS cốt lõi (1)	-1,7%	16,3%	31,6%	22,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	5,4%	6,4%	6,0%	6,4%
Biên LN từ HĐKD %	-0,1%	1,2%	2,3%	3,1%
Biên EBITDA %	2,5%	4,4%	4,5%	4,9%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	5,3%	5,0%	4,5%	4,7%
ROE %	7,7%	7,7%	9,4%	10,6%
ROA %	3,9%	3,8%	4,3%	4,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	25	30	35	40
Số ngày phải thu	87	95	95	100
Số ngày phải trả	88	110	110	110
TG luân chuyển tiền	25	15	20	30
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,8	1,7	1,6	1,6
CS thanh toán nhanh	1,6	1,6	1,4	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,6	0,5	0,4
Nợ/Vốn sử dụng	6,6%	8,3%	8,3%	8,2%
Nợ/Vốn sử dụng	11,4%	15,0%	15,9%	15,5%
Nợ/Vốn CSH	-65,0%	-64,2%	-56,1%	-43,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	-0,2x	4,4x	8,1x	10,7x

Nguồn: PVS, Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.757	6.922	6.822	5.775
Đầu tư TC ngắn hạn	4.329	4.329	4.329	4.329
Các khoản phải thu	4.185	5.560	8.252	10.167
Hàng tồn kho	1.470	1.643	2.858	3.807
TS ngắn hạn khác	548	548	548	548
Tổng TS ngắn hạn	16.290	19.002	22.809	24.626
TS dài hạn (gộp)	13.401	14.951	15.801	16.651
- Khấu hao lũy kế	-10.009	-10.687	-11.380	-12.040
TS dài hạn (ròng)	3.391	4.264	4.421	4.611
Đầu tư TC dài hạn	4.945	5.486	6.037	7.190
TS dài hạn khác	1.790	1.790	1.790	1.790
Tổng TS dài hạn	10.126	11.540	12.248	13.591
Tổng Tài sản	26.416	30.542	35.057	38.217
Phải trả ngắn hạn	3.513	6.024	8.981	10.469
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	10.894	13.852	15.140
Nợ dài hạn	564	2.032	2.427	2.822
Nợ dài hạn khác	3.248	3.248	3.248	3.248
Tổng nợ	12.872	16.174	19.527	21.209
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	8.754	9.831	11.223
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	710	795	880	965
Vốn chủ sở hữu	13.544	14.368	15.530	17.007
Tổng cộng nguồn vốn	26.416	30.542	35.057	38.217
CP lưu hành cuối năm (tr)	478	478	478	478

LCTT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	5.219	5.757	6.922	6.822
Lợi nhuận sau thuế	1.026	1.073	1.412	1.727
Khấu hao	493	677	693	660
Thay đổi vốn lưu động	-312	964	-950	-1.377
Điều chỉnh khác	-1.492	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	-285	2.714	1.155	1.010
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-897	-1.550	-850	-850
Đầu tư, ròng	1.714	-541	-551	-1.153
Tiền từ HĐ đầu tư	818	-2.091	-1.401	-2.003
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	395	395
Tiền từ các hoạt động TC khác	-19	85	85	85
Tiền từ hoạt động TC	-32	542	146	-54
Tổng lưu chuyển tiền tệ	538	1.165	-100	-1.048
Tiền cuối năm	5.757	6.922	6.822	5.775

Phụ lục

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

Hình 16: 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	FSO Lạc Đà Vàng	FSO Lô B
Tỷ lệ sở hữu của PVS	49%	51%	51%	51%	60%	51%*	51%*
Chi phí đầu tư (triệu USD)	169	400	149	120	300	200*	200*
Trữ lượng (thùng dầu)	745.000	350.000	350.000	777.695	645.000	450.000	N/A
Mỏ	PM3 CAA	Thăng Long - Đông Đô	Hải Thạch - Mộc Tinh	Sao Vàng - Đại Nguyệt	Hồng Ngọc		
Loại hợp đồng thuê	Thuê tài chính	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	N/A	N/A
Giá thuê ngày (USD/ngày)	~45.000	50.000	~41.000	~68.900	92.500	100.000*	100.000*
Thời hạn hợp đồng	2018-2024	Sau khi hết hạn vào cuối năm 2024, PVS dự kiến tiếp tục cho thuê FPSO này dài hạn, đàm phán 1 năm.	2023-2028	2021-2027	Sau khi hết hạn vào cuối năm 2024, PVS dự kiến sẽ đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.	Từ năm 2026 trở đi *	Từ năm 2027 trở đi *
Dự báo lợi nhuận trung bình hàng năm trong giai đoạn 2024-2028	18 tỷ đồng	55 tỷ đồng	39 tỷ đồng	134 tỷ đồng	445 tỷ đồng	29 tỷ đồng	127 tỷ đồng
% dự báo LNST sau lợi ích CĐTST trung bình hàng năm trong giai đoạn 2024-2028 của PVS	1,1%	3,2%	2,3%	7,8%	25,9%	1,7%	7,4%

Nguồn: PVS, Vietcap (*giá định của Vietcap)

FPSO Ruby II là kho nổi đóng góp lợi nhuận chính

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. Tại ĐHCĐ của công ty vào tháng 6/2024, PVS cho biết công ty đang đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm. Chúng tôi hiểu rằng khi ký hợp đồng cố định, PVS có thể gia hạn với mức giá thuê ngày hiện tại là 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2024. Chúng tôi dự báo rằng hợp đồng mới sẽ duy trì mức giá ngày này cho đến năm 2029. Do đó, chúng tôi vẫn sẽ duy trì giá định giá thuê ngày trong giai đoạn 2025-2029 của FPSO này ở mức 92.500 USD.

Chúng tôi dự báo FPSO Ruby II sẽ đóng góp trung bình 25,9%/năm vào LNST sau lợi ích CĐTST 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, dẫn đến việc PVS có khả năng sẽ ghi nhận thêm khoản lợi nhuận bất thường.

FPSO Lam Sơn mang lại tiềm năng tăng trưởng cho dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2029 của chúng tôi nhờ hoàn tất việc ký kết hợp đồng dài hạn

Ngày 16/3/2020, PVS thông báo đã ký hợp đồng gia hạn đối với FPSO Lam Sơn. Thời hạn hợp đồng là 4 năm với hiệu lực bắt đầu từ tháng 7/2017 đến tháng 7/2021 và có thể được gia hạn đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, hợp đồng này bao gồm 1 điều kiện rằng cả 2 bên có thể chấm dứt hợp đồng với thời hạn thông báo trước 90 ngày, điều này tương ứng với rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu giá dầu giảm xuống mức thấp. Chúng tôi lưu ý rằng PVS đã ghi nhận mức chi phí khấu hao cao vượt mức là 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.

Tại ĐHCĐ năm 2024, PVS cho biết hợp đồng FPSO Lam Sơn sẽ hết hạn vào cuối năm 2024 và sau đó sẽ tiếp tục được gia hạn. PVS có kế hoạch tiếp tục cho thuê FPSO này trên cơ sở đàm phán dài hạn trong 1 năm. Chúng tôi cho rằng PVS và các khách hàng của PVS có thể đồng ý gia hạn hợp đồng với mức giá thuê ngày hiện tại là 50.000 USD/ngày. Chúng tôi cho rằng PVS sẽ có thể gia

hạn hợp đồng cho FPSO này do hoạt động E&P thuận lợi, với giá dầu Brent dài hạn dự kiến ở mức 75-83 USD/thùng (theo giả định của chúng tôi).

Chúng tôi hiện kỳ vọng hợp đồng đối với FPSO Lam Sơn sẽ được gia hạn ít nhất là đến cuối năm 2025 và ước tính FPSO Lam Sơn sẽ đóng góp trung bình 3,2%/năm vào LNST sau lợi ích CDTS giai đoạn 2024-2028 của PVS.

FSO Lạc Đà Vàng & FSO Lô B

Tại ĐHCĐ năm 2024, PVS đã lên kế hoạch đầu tư cho giai đoạn 2024-2030, bao gồm tổng vốn đầu tư XDCB là 10 nghìn tỷ đồng (400 triệu USD, khoảng 200 triệu USD mỗi dự án) cho 2 dự án FSO (FSO Lạc Đà Vàng & FSO Lô B), từ đó cho thấy niềm tin mạnh mẽ vào khả năng thăng thẩu của công ty.

Chúng tôi ước tính giá thuê ngày sẽ ở mức 100.000 USD và kỳ vọng các FSO này sẽ đóng góp vào lợi nhuận của PVS từ năm 2027 trở đi vì (1) Murphy Oil đặt mục tiêu khai thác lượng dầu đầu tiên từ FSO Lạc Đà Vàng trong nửa cuối năm 2026 và (2) chúng tôi kỳ vọng FSO Lô B sẽ khai thác dòng khí đầu tiên trong năm 2027.

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

Hình 17: 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	Bắt đầu khởi công vào tháng 9/2024, sau khi được trao toàn bộ hợp đồng EPCI#1 và EPCI#2	Chuẩn bị kế hoạch phát triển mỏ	Đã nhận FID vào cuối năm 2023	Kỳ vọng PVS sẽ thắng thầu hợp đồng vào nửa đầu 2025.
Dự kiến đón dòng khí/dầu đầu tiên	2027	2030	2027	2027
Thời gian dự kiến của hợp đồng EPC	2024-2027	2027-2030	2024-2027	2025-2026
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)

Tổng quan về dự án 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 phân khúc 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).

Dự án Lô B đã chính thức được khởi công vào tháng 09/2024, đưa PVS trở thành đơn vị được hưởng lợi sớm nhất nhờ thắng thầu được 3 trong 6 hợp đồng lớn.

Phần thượng nguồn của Lô B đã chính thức được khởi công vào tháng 09/2024, với việc công ty đã (1) được trao toàn bộ hợp đồng EPCI#1 và (2) tổ chức lễ khởi công cho hợp đồng EPCI#2.

- **EPCI#1:** Vào ngày 03/09/2024, PQPOC đã trao toàn bộ hợp đồng EPCI 1 (trị giá khoảng 1,1 tỷ USD) cho nhà thầu McDermott (có trụ sở tại Mỹ) và PVS. Theo PVS, phần giá trị mà công ty nhận được từ hợp đồng này ước tính rơi vào khoảng 550 triệu USD, dựa theo Thư Thỏa thuận nhận trao thầu hạn chế (LLOA) ký từ tháng 10/2023.
- **EPCI#2:** Vào ngày 18-19/09/2024, PQPOC đã tổ chức lễ khởi công để bắt đầu gia công chế tạo phần chân đế và khối kết cấu thượng tầng cho HUB/WHP theo hợp đồng EPCI#2. Theo PVS, hợp đồng này có giá trị là 400 triệu USD và toàn bộ hợp đồng đã được PQPOC trao cho Công ty TNHH MTV Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC (công ty con do PVS sở hữu 100% cổ phần), dựa trên LLOA được ký vào tháng 11/2023.

Đối với các phân khúc trung nguồn của Lô B:

- **EPCI#3 (đường ống dẫn khí trên bờ):** PVS đã ký được hợp đồng xây dựng đường ống dẫn khí trên bờ. Hợp đồng này đã cho phép liên danh PVS-Lilama 18 bắt đầu khởi động thi công sau khi nhận được LLOA vào tháng 12/2023. Theo PVS, hợp đồng EPCI#3 bao gồm việc xây dựng đường ống dẫn khí trên bờ với giá trị hợp đồng cho PVS là 257 triệu USD.
- **EPCI#4 (đường ống dẫn khí ngoài khơi):** Đối với hợp đồng đường ống dẫn khí ngoài khơi (EPCI#4), các nguồn tin trong ngành cho biết hợp đồng này không có sự tham gia của PVS.

Hình 18: Doanh thu và LNST ước tính cho PVS từ dự án Lô B (triệu USD) (cập nhật)

Doanh thu tiềm năng	LNST tiềm năng	Chi tiết
5.357	393	<p>Chúng tôi dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2050 từ 5 hợp đồng dưới đây sẽ đạt ít nhất 393 triệu USD. Chúng tôi cũng dự báo rằng các hợp đồng này sẽ đóng góp trung bình 24% 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 vào cuối vòng đời của dự án.</p> <p>Chi tiết hợp đồng:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. EPCI#1 của 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) + 1 giàn sinh hoạt + 1 tháp đốt khí thừa (500 triệu USD) 2. EPCI #2 của 4 WHP (400 triệu USD) 3. EPCI #3 của đường ống dẫn khí trên bờ (257 triệu USD) 4. EPCI #4 của đường ống dẫn khí ngoài khơi (310 triệu USD) 5. EPCI của 42 WHP (4,2 tỷ USD) 6. Hợp đồng cho thuê FSO

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: EPCI: Kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và lắp đặt; WHP: giàn đầu giếng; FSO: kho dầu nổi. (Lưu ý: Các hợp đồng tô màu đỏ là hợp đồng đã được bảo đảm; hợp đồng được đánh dấu xanh thể hiện giá định của chúng tôi đối với hợp đồng chưa được đảm bảo)

Hình 19: Các hợp đồng M&C tiềm năng cho các kho cảng LNG trong nước

	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 XDCB	- Giai đoạn 1: 286 triệu USD - Giai đoạn 2: 200 triệu USD - Giai đoạn 3: N/A	1,4 tỷ USD
Trạng thái	- Giai đoạn 1: Bộ Công Thương hoàn thành việc kiểm tra. - Giai đoạn 2: Đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt nghiên cứu khả thi. - Giai đoạn 3: N/A	- Đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt nghiên cứu khả thi.
Năm hoạt động dự kiến	- Giai đoạn 1: 2024 - Giai đoạn 2: 2025-2026 - Giai đoạn 3: N/A	2027
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

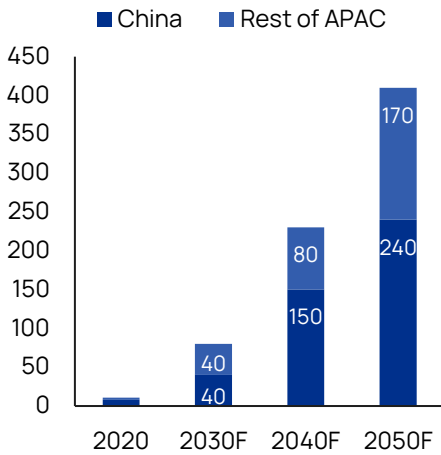
Phụ lục 3: Tiềm năng điện gió ngoài khơi ở thị trường nước ngoài

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

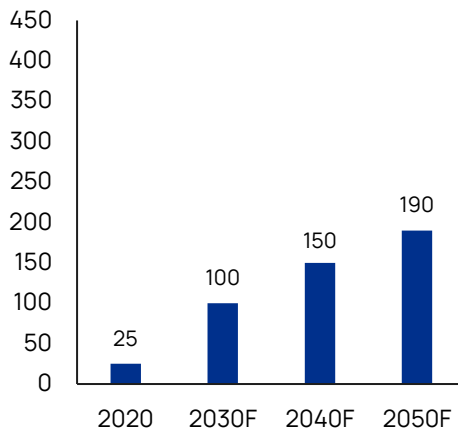
Các chính phủ ở khu vực Châu Á - Thái Bình Dương đã thực hiện những bước đi chưa từng có để đẩy nhanh quá trình phát triển điện gió ngoài khơi của quốc gia. McKinsey dự báo công suất điện gió lắp đặt ngoài khơi toàn cầu sẽ tăng 16 lần từ 40 GW trong năm 2020 lên 630 GW trong năm 2050. McKinsey cũng kỳ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

Hình 20: Dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi (GW), kịch bản cơ sở năm 2021

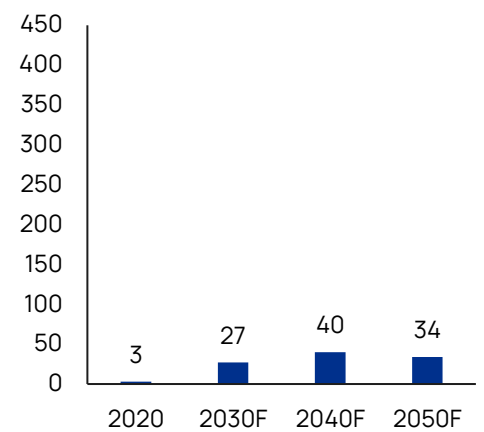
Châu Á - Thái Bình Dương
CAGR dự phóng 2020-2050 là 13%



Châu Âu, Trung Đông và Châu Phi
CAGR dự phóng 2020-2050 là 7%



Mỹ
CAGR dự phóng 2020-2050 là 8%



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 - 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 1 dự án có công suất 128 MW đang hoạt động, 2 dự án với tổng công suất 900 MW đang được xây dựng và 5 dự án với tổng công suất 6.590 MW đang được phát triển.

Hình 21: Kế hoạch dự án điện gió ngoài khơi của Orsted tại 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.

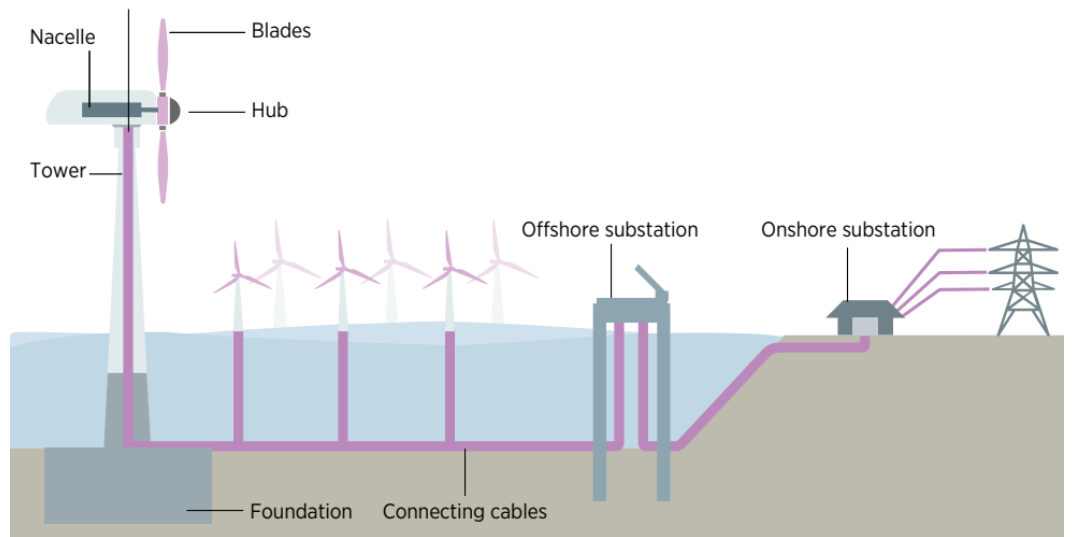
Xây dựng trang trại điện gió ngoài khơi có những điểm tương đồng với xây dựng dầu khí

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 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 điện 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 2 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 điện gió ngoài khơi có 4 giai đoạn chính: 1) lập kế hoạch và phát triển dự án, 2) chế tạo & sản xuất, 3) lắp đặt & vận hành thử, 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 1 nhà thầu kỹ thuật, mua sắm và xây dựng (EPC). Điều này tương ứng với việc thường có nhiều hợp đồng xây dựng của cùng một thành phần hoặc các thành phần 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 điện 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 cho giai đoạn phát triển, 1 đến 3 năm cho giai đoạn chuẩn bị xây dựng và 2 đến 4 năm 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 điện gió ngoài khơi có thể tạo ra việc làm bền vững trên toàn bộ chuỗi giá trị của ngành.

Hình 22: Các thành phần chính của trang trại điện gió ngoài khơi



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

Cạnh tranh hạn chế 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 3 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 23: Các 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"> - Cơ sở sản xuất 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 11/2018 - 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 thành phần (bao gồm tháp, trạm biến áp và nền móng) chiếm khoảng 40% tổng vốn đầu tư XD CB của một trang trại điện 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 điện gió ngoài khơi là khoảng 40% tổng vốn đầu tư XD CB.

Với mục tiêu phát triển 6,5 GW trang trại điện gió ngoài khơi ở Đài Loan của Orsted, chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư XD CB cho các dự án này là 13 tỷ USD (trong đó, chúng tôi giả định 2 triệu USD vốn đầu tư XD CB cho mỗi MW trang trại điện gió ngoài khơi). Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng M&C từ các trang trại gió của Orsted ở Đài Loan là khoảng 5,2 tỷ USD. Do các dự án điện gió

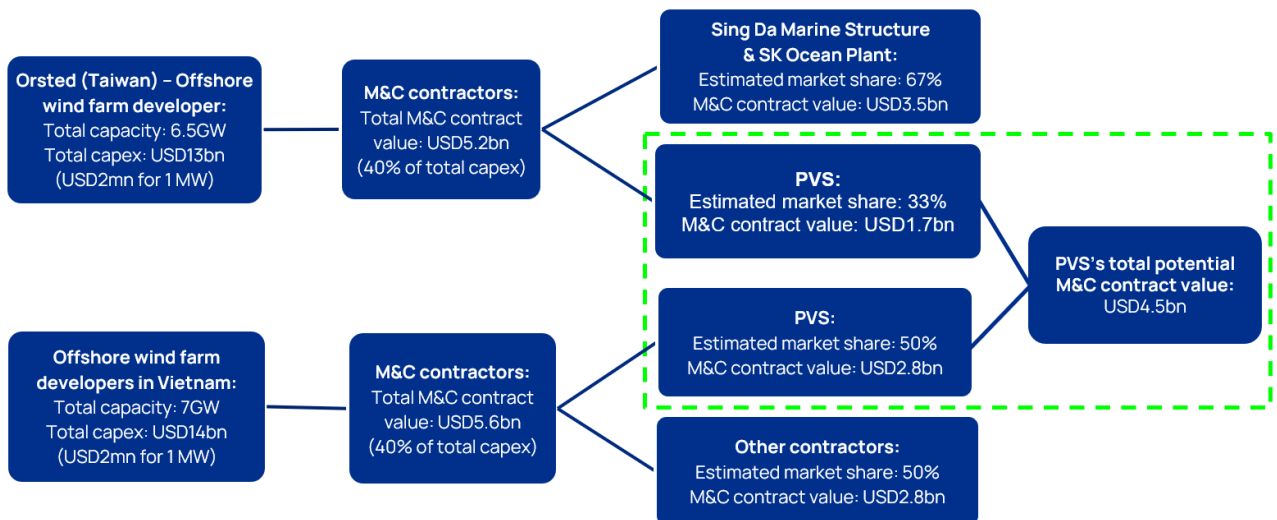
ngoài khơi thường có sự tham gia của nhiều nhà thầu nên chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng tiềm năng ở Đà Loan mà PVS có thể nhận được là khoảng 1,7 tỷ USD (giả định thị phần là 33% trong bối cảnh cạnh tranh được minh họa trong Hình 23).

Ngày 15/05/2023, 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 24), 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 10/02/2023, 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 XDCB là 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 cho rằng PVS có khả năng sẽ đạt tổng giá trị hợp đồng lên đến 4,5 tỷ USD cho các dự án điện gió ngoài khơi trong giai đoạn 2024-2030 tại thị trường Việt Nam và Đà Loan. Hiện tại, chúng tôi dự phóng tổng giá trị hợp đồng M&C của PVS sẽ rơi vào khoảng 1,87 tỷ USD (trong giai đoạn 2023-2028) và khoảng 0,85 tỷ USD (trong giai đoạn 2029-2030), tổng cộng khoảng 2,67 tỷ USD (trong giai đoạn 2023-2030F; không thay đổi so với dự báo trước đây), tương đương 60% lượng backlog tiềm năng tại thị trường Việt Nam và Đà Loan.

Ngoài ra, chúng tôi ước tính PVS có thể sẽ ký thêm các hợp đồng tại các thị trường khác, như thị trường Châu Âu, với tổng giá trị là 1,0 tỷ USD (không thay đổi so với dự báo trước đây), đưa tổng lượng backlog tiềm năng trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi lên mức 3,7 tỷ USD (trong giai đoạn 2023-2030; không thay đổi so với dự báo trước đây) (xem chi tiết tại trang 5).

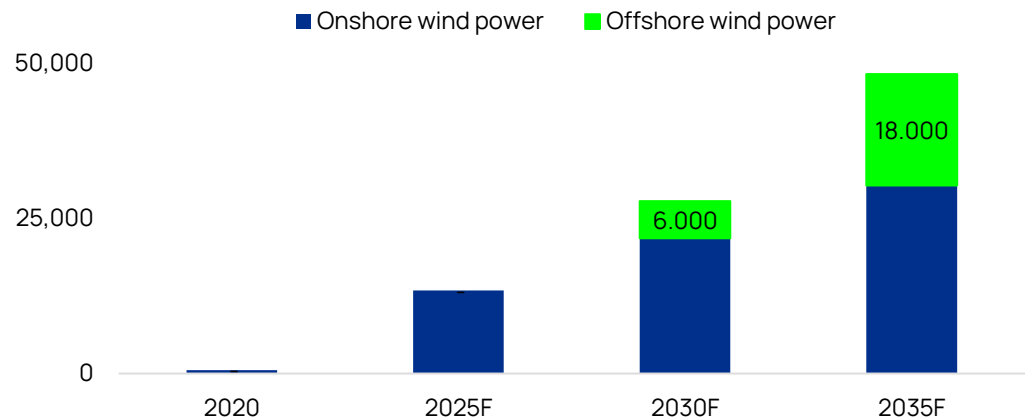
Hình 24: Tóm tắt các giả định backlog M&C của chúng tôi cho các dự án điện gió ngoài khơi tại Đà Loan và Việt Nam



Nguồn: Vietcap

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

Hình 25: 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 trang trại điện gió ngoài khơi của Việt Nam (công suất ban đầu là 2.300 MW; vốn đầu tư XDCB là khoảng 5 tỷ USD) 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: Kế hoạch đầu tư của PVS trong giai đoạn 2024-2030

PVS có thể tăng vốn cổ phần lên 17,0 nghìn tỷ đồng vào năm 2030 (gấp 3,5 lần so với vốn cổ phần tính đến cuối quý 3/2024 là 4,8 nghìn tỷ đồng) để tài trợ khoản vốn đầu tư XDCB lớn của công ty cho giai đoạn 2024-2030 là 70,6 nghìn tỷ đồng.

- PVS yêu cầu khoản vốn đầu tư XDCB lớn là 70,6 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2024-2030, bao gồm chi tiêu cho M&C, mở rộng công suất cơ sở cung ứng, đầu tư kho chứa dầu nổi của các dự án Lạc Đà Vàng và Lô B (khoảng 10 nghìn tỷ đồng) cũng như trang trại điện gió ngoài khơi (60 nghìn tỷ đồng) (Hình 25).
- Để đáp ứng yêu cầu này, PVS có thể tăng vốn cổ phần thêm 12,2 nghìn tỷ đồng (tương đương 63% vốn hóa thị trường) bằng cách phát hành cổ phiếu mới thông qua phát hành quyền và trả cổ tức cổ phiếu. PVS dự kiến không chia cổ tức tiền mặt từ năm 2025 đến năm 2030 để giữ lại lợi nhuận đáp ứng yêu cầu vốn chủ sở hữu (Hình 26).
- Kế hoạch này vẫn đang ở giai đoạn đầu vì PVS cần có sự chấp thuận từ nhiều cấp khác nhau, trong đó có Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và Ủy ban Quản lý vốn nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) trước khi tiến hành. Do đó, công ty vẫn chưa cung cấp thông tin cụ thể.

Hình 26: Yêu cầu về vốn đầu tư XDCB và vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2024-2030

#	Tên dự án	Vốn đầu tư XDCB (tỷ đồng)	%Vốn CSH	Yêu cầu vốn CSH		
				2024-2030	2024-2025	2026-2030
I	Nâng cao công suất của các nhà thầu (Nhà thầu)	9.836	42%	4.159	2.423	1.735
1	Cơ sở hạ tầng M&C	4.132	43%	1.765	935	830
2	Cơ sở cung cấp	2.247	43%	977	533	444
3	Mảng tàu biển	3.116	40%	1.257	865	391
4	Cơ sở hạ tầng CNTT và chuyển đổi kỹ thuật số	160	100%	160	90	70
II	Phát triển dự án (Chủ đầu tư)	60.804	22%	13.483	2.297	11.186
1	Đầu tư FSO/FPSO/FSRU	10.036	30%	3.011	1.821	1.190
2	Dự án xuất khẩu điện sang trang trại điện gió Singapore	47.595	20%	9.520	238	9.282
3	Sản xuất cấp ngưng	3.173	30%	952	238	714
Tổng cộng		70.640		17.642	4.720	12.921

Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 27: Số dư vốn chủ sở hữu tính đến năm 2030 và phương án tăng vốn cổ phần

#	Khoản mục	(tỷ đồng)
I	Vốn chủ sở hữu đã sử dụng để đầu tư dài hạn tính đến cuối năm 2023	7.889
II	Vốn cổ phần chưa sử dụng để đầu tư tính đến cuối năm 2023	1.149
III	Các tài nguyên nội bộ dự kiến trong giai đoạn 2024-2030	10.128
1	Tổng LNST trước lợi ích CĐTS	3.586
2	Thoái vốn đầu tư tài chính dài hạn	776
3	Khấu hao (chi phí không tiền mặt)	5.077
4	Phân bổ tài sản dài hạn khác	689
IV	Yêu cầu vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2024-2030	20.197
1	Nâng cao công suất nhà thầu	4.159
2	Phát triển dự án	13.483
3	Trả nợ vay gốc dài hạn	2.555
V	Số dư vốn chủ sở hữu tính đến năm 2030 [(II) + (III) - (IV)]	-8.920

Nguồn: PVS, Vietcap

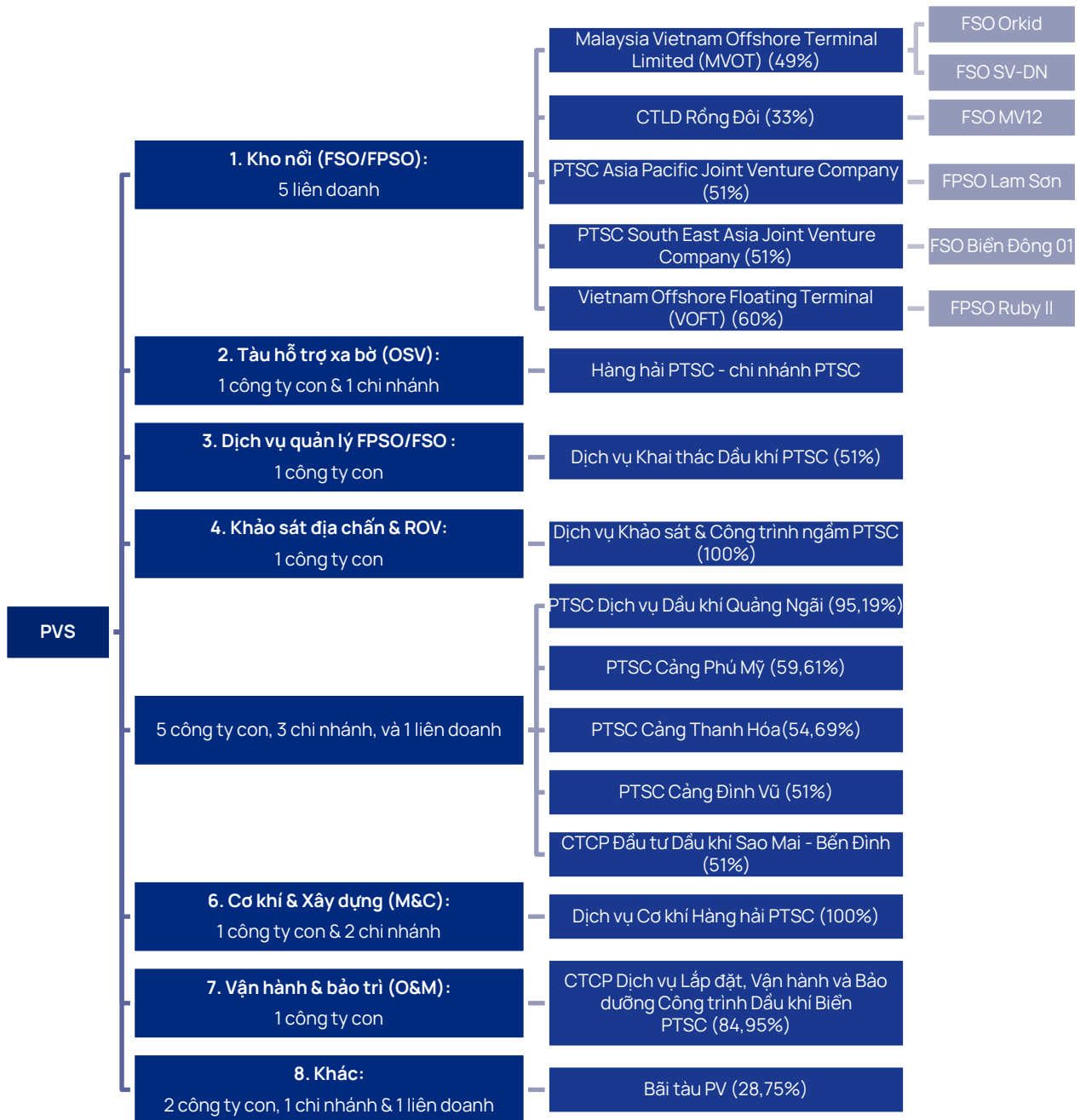
Kế hoạch đầu tư của PVS là động lực thúc đẩy mức tăng trưởng 2 chữ số:

- **Mở rộng cảng giúp nâng cao công suất của PVS:** Cảng Vũng Tàu của PVS có diện tích khoảng 200 ha (trung tâm logistic và bãi chế tạo lớn nhất khu vực Châu Á - Thái Bình Dương, là lợi thế cạnh tranh của PVS so với các đối thủ, lợi thế thứ hai là chi phí lao động có kinh nghiệm, thấp). Hiện tại, PVS đang đầu tư mở rộng cơ sở cung cấp thêm khoảng 30 ha. Sau khi mở rộng, PVS kỳ vọng công suất của các cơ sở cung cấp M&C và Vũng Tàu sẽ tăng gấp 4 lần so với năm 2022, có khả năng nâng công suất sản xuất của mảng M&C lên 1 tỷ USD vào năm 2025 (so với 500 triệu USD vào cuối năm 2022) và 1,5-2,0 tỷ USD trong dài hạn. Công suất sản xuất M&C đã tăng 40% từ 50.000 TPA lên 70.000 TPA trong 2 năm qua với quy trình sản xuất được tinh gọn. Điều này nhìn chung phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.
- **Mảng tàu thủy cũng có triển vọng khả quan:** PVS có kế hoạch đầu tư nhiều hơn vào tàu trong giai đoạn 2024-2025, sau khoản đầu tư vào năm 2023. Vào năm 2023, 70% công suất đội tàu của PVS được phục vụ cho thị trường nước ngoài, đặc biệt là Trung Đông. Sự hiện diện quốc tế mạnh mẽ này giúp PVS tận dụng được sự gia tăng dự kiến về vốn đầu tư XDCB ngoài khơi toàn cầu trong các hoạt động E&P.

Phụ lục 6: Cơ cấu doanh nghiệp

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

Hình 28: 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 2023.

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
- 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

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

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
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 chúng tôi về 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 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.

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.