

## TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND25.000

Giá mục tiêu

VND33.900

Tỷ suất cổ tức

3,20%

Khuyến nghị

KHẢ QUAN

Ngành

Dầu khí

Ngày 09/08/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Tích cực**

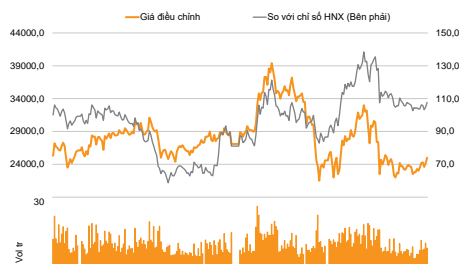
Consensus\*: Mua:6 Giữ:2 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: -0,5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Hạ dự phóng EPS năm 2022-23 xuống 13,1%/3,4%
- Giảm giá mục tiêu xuống 4,5%

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

Cao nhất 52 tuần (VNĐ)	39.400
Thấp nhất 52 tuần (VNĐ)	21.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VNĐ)	270.939
Thị giá vốn (tỷ VNĐ)	11.567
Free float (%)	49
P/E trượt (x)	19,9
P/B hiện tại (x)	1,01

### Cơ cấu sở hữu

PVN	51,4%
Khác	48,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Các mảng kinh doanh chính từng bước khởi sắc

- PVS công bố lợi nhuận (LN) ròng Q2/22 giảm mạnh 92% svck xuống 12 tỷ đồng chủ yếu do chi phí quản lý doanh nghiệp (QLDN) tăng đột biến.
- Chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2022-23 xuống 13,1%/3,4% để phản ánh các khoản chi phí cao hơn dự kiến trong 6T22.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 33.900 đ/cp.

### LN Q2/22 âm đậm do chi phí QLDN tăng đột biến

DT Q2/22 tăng 24,7% svck lên 3.811 tỷ đồng nhờ mảng Cơ khí xây lắp (+19,7% svck) và mảng Vận hành bảo dưỡng (+5 lần svck). Tuy nhiên, biên LN gộp giảm 3,9 điểm % svck xuống 4,0% do chi phí đầu vào tăng mạnh. Đáng chú ý, PVS ghi nhận chi phí QLDN cao đột biến là 352 tỷ đồng (+54,3% svck và +134% so với quý trước) do quỹ lương tính theo KQKD công ty mẹ cao hơn so với Q2/21. Do đó, mặc dù thu nhập từ các liên doanh (+14,6% svck) và LN tài chính ròng (+127% svck) đều tăng, LN ròng Q2/22 vẫn giảm 92% svck xuống 12 tỷ đồng. Trong 6T22, DT tăng 33,7% svck đạt 7.581 tỷ đồng, nhưng LN ròng giảm 23% svck xuống 228 tỷ đồng, hoàn thành 24,3% dự phóng năm của chúng tôi.

### Hợp đồng gia hạn mới cho tàu FPSO Lam Sơn

Vào tháng 7, PVS và đối tác Yinson Holdings đã đạt được hợp đồng gia hạn thuê 12 tháng đối với tàu FPSO Lam Sơn bắt đầu từ 01/07/2022. Ngoài ra, với việc giá dầu được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian tới, chúng tôi tin rằng PVS sẽ thuận lợi có được các hợp đồng gia hạn khác sau đó, củng cố triển vọng của các liên doanh FSO/FPSO trong những năm tới.

### Các dự án M&C tiềm năng đem lại nhiều cơ hội tăng giá trong dài hạn

Mặt bằng giá dầu cao như hiện nay sẽ là điều kiện lý tưởng để các nhà đầu tư đẩy mạnh hoạt động E&P tại Việt Nam, đặc biệt là một số dự án lớn như Lô B – Ô Môn (chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ khởi công vào cuối năm nay). Bên cạnh đó, việc tham gia vào các dự án điện gió ngoài khơi cũng có thể mở ra một hướng kinh doanh mới đối với mảng M&C trong tương lai vì đây là một lĩnh vực đầy hứa hẹn tại Việt Nam. Chúng tôi tin rằng những yếu tố này có thể mang lại nhiều tiềm năng tăng giá hơn cho cổ phiếu PVS trong tương lai.

### Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2022-23 xuống 13,1%/3,4%

Để phản ánh giá nguyên liệu đầu vào (như thép...) cao hơn dự kiến, chúng tôi giảm biên LN gộp năm 2022-23 từ 6,2%/6,4% xuống 5,7%/6,1%. Bên cạnh đó, chúng tôi tăng giả định chi phí QLDN và LN tài chính ròng lên lần lượt là 9,0%/16,5% để phản ánh kết quả 6T22. Do đó, dự phóng EPS năm 2022-23 của chúng tôi giảm lần lượt là 13,1%/3,4%.

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 33.900 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 33.900 đồng/cp sau khi điều chỉnh giảm EPS năm 2022-23. Tiềm năng tăng giá là sự khởi động của dự án Lô B và tiến độ nhanh hơn dự kiến của xu hướng đầu tư điện gió ra ngoài khơi tại Việt Nam. Rủi ro giảm giá gồm giá dầu giảm và sự chậm trễ trong việc trao thầu các dự án lớn.

Tổng quan tài chính (VNĐ)	12-20A	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần (tỷ)	20.180	14.198	18.083	23.193
Tăng trưởng DT thuần	20,2%	(29,6%)	27,4%	28,3%
Biên lợi nhuận gộp	3,9%	5,5%	5,7%	6,1%
Biên EBITDA	8,0%	10,0%	9,6%	9,1%
LN ròng (tỷ)	624	601	815	1.099
Tăng trưởng LN ròng	(39,6%)	(3,7%)	35,6%	34,7%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(39,6%)	(3,7%)	35,6%	34,7%
EPS cơ bản	1.306	1.258	1.706	2.299
EPS điều chỉnh	1.149	1.107	1.501	2.023
BVPS	25.411	24.701	25.280	25.480
ROAE	5,1%	5,0%	6,8%	9,1%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## CÁC MẢNG KINH DOANH CHÍNH TỪNG BƯỚC KHỞI SẮC

### Luận điểm đầu tư

#### Chúng tôi ưa thích PVS vì:

- PVS là doanh nghiệp hàng đầu tại Việt Nam cung cấp các dịch vụ kỹ thuật trong lĩnh vực Dầu khí, đặc biệt là dịch vụ Cơ khí & Xây lắp (M&C) cho các công trình ngoài khơi. Về dài hạn, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ được hưởng lợi từ một chu kỳ đầu tư tiềm năng vào ngành năng lượng, đặc biệt là các dự án phát triển mỏ khí lớn như Lô B và xu hướng đầu tư điện gió ngoài khơi tại Việt Nam.
- Trong ngắn hạn, các liên doanh liên kết FSO/FPSO vẫn sẽ đóng góp chính vào KQKD của PVS, chiếm 75%/71%/69% LN ròng của PVS trong giai đoạn 2022-24, theo ước tính của chúng tôi.

#### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 33.900 đồng

Chúng tôi giảm giá mục tiêu khoảng 4,5% xuống 33.900 đồng/cp sau khi điều chỉnh giảm dự phóng EPS năm 2022-23 xuống 13,1%/3,4%. Chúng tôi tin rằng phương pháp định giá DCF có thể phản ánh hiệu quả các khía cạnh nội tại cơ bản của doanh nghiệp. Nhìn chung, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với PVS vì chúng tôi vẫn tin tưởng vào KQKD tốt hơn trong những quý sắp tới khi các hoạt động kinh doanh chính của PVS đều đang trên đà phục hồi.

#### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Tiềm năng tăng giá đến từ sự khởi động của dự án Lô B và tiến độ nhanh hơn dự kiến của xu hướng đầu tư điện gió ra ngoài khơi tại Việt Nam.
- Rủi ro giảm giá bao gồm việc giá dầu giảm và sự chậm trễ trong việc trao thầu các dự án lớn.

**Hình 1: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF**

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	8.347
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	1.413
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	9.760
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	8.424
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(1.245)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(728)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	16.211
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	478
Giá trị cổ phiếu (đồng)	33.917
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>33.900</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Chi phí VCSH**

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,3
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>17,3%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 3: WACC và Tăng trưởng dài hạn**

Tỷ đồng	
Vốn hóa	11.806
Nợ	1.245
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
<b>WACC</b>	<b>16,0%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,5%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

Tỷ đồng	12/22	12/23	12/24	12/25	12/30	12/35	CAGR 2021-35
Tổng doanh thu	18.083	23.193	19.465	20.439	25.225	29.031	5,2%
% svck	27,4%	28,3%	-16,1%	5,0%	3,9%	2,3%	
GVHB & OPEX	(17.951)	(22.718)	(18.939)	(19.928)	(24.594)	(28.305)	
EBIT	132	476	527	511	631	726	
Biên LN hoạt động KD	0,7%	2,1%	2,7%	2,5%	2,5%	2,5%	
Thuế khã dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	106	381	421	409	504	581	
+ Chi phí khấu hao	500	470	461	484	597	687	
% doanh thu	2,8%	2,0%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	
- Capex	(322)	(413)	(346)	(364)	(449)	(517)	
% doanh thu	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	-1,8%	
+ Thay đổi vốn lưu động	812	(418)	344	(409)	(504)	(581)	
% doanh thu	4,5%	-1,8%	1,8%	-2,0%	-2,0%	-2,0%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.058	1.128	1.258	1.022	1.261	1.452	
% doanh thu	5,9%	4,9%	6,5%	5,0%	5,0%	5,0%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	2.155	1.148	2.138	1.142	1.409	1.622	4,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

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

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Giá mục tiêu	Vốn hóa tr.USD	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)				
			Nội tệ	Nội tệ			2022	2023		2022	2023	2022	2023	2022	2023			
Malaysia Marine Eng	MMHE MK	KKN	0,40	NA	143,6	NA	44,4		0,4	0,4	0,4%	2,0%	1,4%	1,4%				
Yinson Holdings	YNS MK	KKN	2,00	NA	1.307	10,1	7,5		1,0	0,9	10,7%	13,7%	3,3%	4,8%				
Sembcorp Marine	SMM SP	KKN	0,12	NA	2.686	NA	NA		1,0	1,0	-3,5%	-0,1%	-2,9%	-0,5%				
Hyundai Engineering	000720 KS	KKN	42.650	NA	3.640	11,4	9,0		0,7	0,6	7,3%	6,9%	3,2%	3,2%				
Keppel Corp	KEP SP	KKN	6,97	NA	8.933	14,9	14,2		0,9	1,0	7,4%	7,7%	2,8%	3,0%				
Trung bình									12,1	18,8			0,8	0,8	4,5%	6,0%	1,6%	2,4%
<b>PTSC</b>	<b>PVS VN</b>	<b>KHẢ QUAN</b>	<b>25.000</b>	<b>33.900</b>	<b>511</b>	<b>14,7</b>	<b>10,9</b>	<b>26,7%</b>	<b>1,0</b>	<b>1,0</b>	<b>6,8%</b>	<b>9,1%</b>	<b>3,3%</b>	<b>4,5%</b>				

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 08/08)

Tóm tắt Q2/22: LN Q2/22 âm đậm do chi phí QLDN tăng đột biến

Hình 6: Tổng quan KQKD Q2/22 và 6T22

DVT: Tỷ đồng	Q2/21	Q2/22	% svck	6T21	6T22	% svck	% sv dự phóng 2022	Nhận định
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>3.057</b>	<b>3.811</b>	<b>24,7%</b>	<b>5.670</b>	<b>7.581</b>	<b>33,7%</b>	<b>38,6%</b>	Doanh thu Q2/22 tăng 24,7% svck lên 3.811 tỷ đồng nhờ đóng góp cao hơn của mảng M&C (+19,7% svck) và mảng O&M (+5 lần svck), đến từ một số hợp đồng EPC lớn như Gallaf Batch 3, Shwe Phase 3 hay điện gió Hai Long. Điều này báo hiệu sự phục hồi trong các hoạt động kinh doanh cốt lõi của PVS theo sau đà tăng của giá dầu
Tàu dịch vụ	466	403	-13,4%	823	724	-12,0%		
FSO/FPPO	472	464	-1,7%	930	896	-3,6%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	84	173	105,8%	143	248	73,3%		
Cần cẩu cảng	454	384	-15,4%	823	697	-15,3%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	1.459	1.746	19,7%	2.687	3.795	41,2%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	85	440	415,4%	118	865	634,1%		
Dịch vụ khác	37	200	442,0%	147	355	142,2%		
<b>LN gộp</b>	<b>239</b>	<b>151</b>	<b>-36,9%</b>	<b>417</b>	<b>343</b>	<b>-17,8%</b>	<b>28,4%</b>	
Tàu dịch vụ	34	21	-37,9%	64	49	-23,5%		
FSO/FPPO	11	8	-29,5%	48	60	25,8%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	18	10	-44,0%	8	(2)	-128,8%		
Cần cẩu cảng	76	90	18,8%	132	160	21,5%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	66	6	-90,3%	111	43	-61,3%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	23	7	-67,6%	41	12	-70,7%		
Dịch vụ khác	11	8	-25,9%	14	22	55,3%		
<b>Biên LN gộp</b>	<b>7,8%</b>	<b>4,0%</b>	<b>-3,9 điểm%</b>	<b>7,4%</b>	<b>4,5%</b>	<b>-2,8 điểm%</b>		Biên LN gộp trong Q2/22 giảm 3,9 điểm % svck xuống 4,0% do chi phí nguyên vật liệu đầu vào tăng cao, tác động tiêu cực đến các hoạt động kinh doanh của PVS như M&C và các dự án EPC lớn đang trong giai đoạn đầu triển khai
Tàu dịch vụ	7,2%	5,2%	-2,1 điểm%	7,7%	6,7%	-1,0 điểm%		
FSO/FPPO	2,4%	1,7%	-0,7 điểm%	5,1%	6,7%	1,6 điểm%		
Khảo sát địa chấn/địa chất công trình	21,3%	5,8%	-15,5 điểm%	5,8%	-1,0%	-6,8 điểm%		
Cần cẩu cảng	16,7%	23,4%	6,7 điểm%	16,0%	23,0%	7,0 điểm%		
Cơ khí & Xây lắp (M&C)	4,6%	0,4%	-4,2 điểm%	4,1%	1,1%	-3,0 điểm%		
Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)	26,9%	1,7%	-25,2 điểm%	35,0%	1,4%	-33,6 điểm%		
Dịch vụ khác	29,6%	4,0%	-25,6 điểm%	9,8%	6,3%	-3,5 điểm%		
Chi phí bán hàng	27	18	-31,5%	49	33	-31,6%	31,0%	
Chi phí QLDN	228	352	54,3%	419	502	19,9%	67,2%	Chi phí QLDN Q2/22 tăng mạnh 54,3% svck và 134% so với quý trước, gây áp lực lớn lên LN ròng của công ty. Theo PVS, khoản chi phí cao bất thường này là do quỹ lương được tính dựa trên KQKD của công ty mẹ cao hơn đáng kể so với Q2/21. Chúng tôi lưu ý rằng công ty mẹ PVS đã ghi nhận mức tăng trưởng LN ròng 58% svck trong Q2/22 do nhận được khoản cổ tức lớn từ các công ty liên doanh liên kết (610 tỷ đồng), trong khi khoản này chỉ được ghi nhận trong Bảng cân đối kế toán hợp nhất thay vì Báo cáo KQKD hợp nhất do quy định của chuẩn mực kế toán
EBIT	(16)	(219)	NA	(50)	(192)	NA		
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	50	114	127,2%	107	179	67,3%	73,7%	LN tài chính ròng Q2/22 tăng 127% svck chủ yếu nhờ lãi tỷ giá tăng mạnh
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	151	173	14,6%	308	335	9,0%	54,7%	Thu nhập từ các liên doanh liên kết tiếp tục đóng vai trò chính trong KQKD của PVS với tốc độ tăng trưởng 14,6% svck đạt 173 tỷ đồng trong Q2/22
Thu nhập khác	10	0	-99,8%	53	58	9,8%	32,6%	
<b>LNTT</b>	<b>196</b>	<b>68</b>	<b>-65,1%</b>	<b>417</b>	<b>380</b>	<b>-8,9%</b>	<b>27,4%</b>	
<b>LN ròng</b>	<b>152</b>	<b>12</b>	<b>-92,0%</b>	<b>296</b>	<b>228</b>	<b>-23,0%</b>	<b>24,3%</b>	Thấp hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

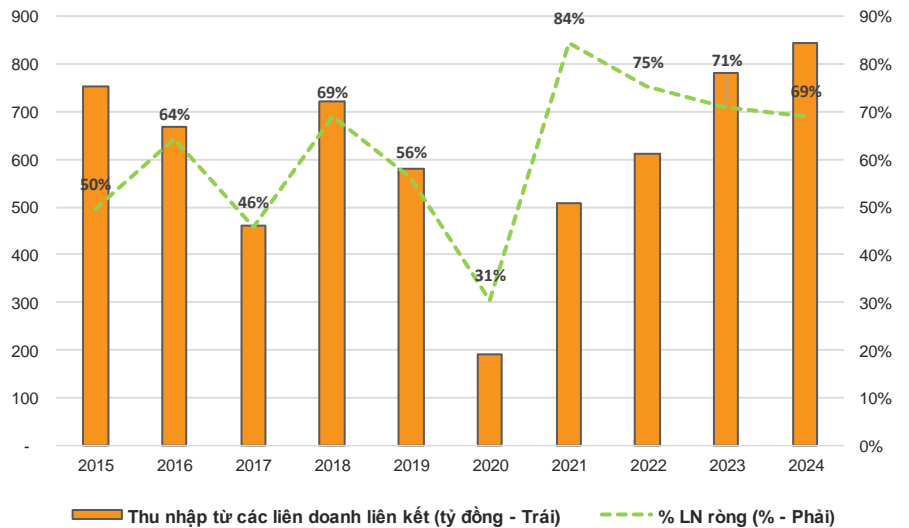
**Triển vọng 2022-24: Chờ đợi một chu kỳ đầu tư mới vào ngành năng lượng**

**Hợp đồng gia hạn mới cho tàu FPSO Lam Sơn, củng cố triển vọng mảng đóng góp chủ lực vào KQKD của PVS**

Vào tháng 7, PVS và đối tác Yinson Holdings đã đạt thỏa thuận gia hạn 12 tháng đối với hợp đồng thuê tàu FPSO Lam Sơn bắt đầu từ ngày 01/07/2022. Với hợp đồng gia hạn này, PVS có thể giảm thiểu rủi ro kết thúc hợp đồng, vốn gây ra khoản chi phí dự phòng cho FPSO Lam Sơn như trong Q4/21.

Ngoài ra, với việc giá dầu được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức cao trong thời gian tới, chúng tôi cho rằng PVS sẽ có thể thuận lợi đạt được các hợp đồng gia hạn khác sau đó, củng cố đóng góp của các liên doanh FSO/FPSO vào KQKD của công ty trong những năm tới. Nhìn chung, chúng tôi dự báo thu nhập từ các công ty liên doanh liên kết của PVS sẽ đạt tăng trưởng kép là 18,6% trong giai đoạn 2022-24, đóng góp 75%/71%/69% LN ròng của PVS trong giai đoạn này.

**Hình 7: Thu nhập từ liên doanh FSO/FPSO sẽ tiếp tục là lĩnh vực đóng góp chính vào KQKD của PVS trong những năm tới**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Chờ đợi một chu kỳ đầu tư mới vào ngành Dầu khí nhờ môi trường giá dầu cao như hiện nay**

Hiện tại, hoạt động kinh doanh chính của PVS - mảng M&C đã cho thấy sự phục hồi về mặt doanh thu trong 6T22 (+41,2% svck) nhờ việc giá dầu tăng và đại dịch đang được kiểm soát đã kích hoạt các hoạt động Thăm dò & Khai thác (E&P) trên toàn cầu, mang lại nhiều việc làm hơn cho mảng M&C của PVS. Kết quả này đến từ các hợp đồng mới giành được trong nửa cuối năm 2021 trên thị trường quốc tế như Gallaf Batch 3 tại Qatar, Shwe Phase 3 tại Myanmar hay điện gió Hai Long tại Đài Loan, trong đó dự án điện gió Hai Long có thể mở ra hướng kinh doanh mới cho PVS trong lĩnh vực năng lượng tái tạo. Mặt khác, giá nguyên vật liệu tăng cao đã tác động tiêu cực đến biên LN gộp của hoạt động M&C trong 6T22 (-2,8 điểm % xuống còn 4,5%) do thép là một trong những nguyên liệu đầu vào chính của việc xây lắp các công trình ngoài khơi. Chúng tôi cho rằng giá hàng hóa đang giảm gần đây sẽ có thể hỗ trợ cho lợi nhuận của mảng M&C trong những quý sắp tới.

**Hình 8: Một số dự án chính trong mảng M&C của PVS thời điểm hiện tại**

STT Dự án	Giá trị HD ước tính (tr. USD)	DT ước tính ghi nhận năm 2022	GTHĐ còn lại cuối năm 2022	Thời gian triển khai	Tiến độ dự án
1 Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN)	600	60	-	2018 - 2022	Dòng khí đầu tiên mở Sao Vàng vào tháng 11/2020, dòng khí đầu tiên mở Đại Nguyệt dự kiến vào Q3/22
2 Kho LNG Thị Vải	78	16	16	Q3/19 - Q3/22	Dự án khởi công vào tháng 10/2019. PVS nắm 39% cổ phần của dự án. Dự án này dự kiến sẽ hoàn thành vào Q4/22
3 Tổ hợp hóa dầu miền Nam	81	28	24	Q2/20 - Q2/22	PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến xây dựng nhà máy olefin
4 Gallaf Batch 3	360	144	144	Q3/21 - Q4/23	PVS đảm nhiệm vai trò nhà thầu EPC dự án Gallaf Batch 3 (gói 5) với tổng khối lượng công việc khoảng 19.000 tấn cho 2 giàn đầu giềng. Dự án sẽ cung cấp việc làm trong công ty cho đến cuối năm 2023
5 Điện gió Hai Long	68	20	48	Q3/22 - Q1/24	PVS và đối tác chịu trách nhiệm thiết kế, kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và đưa vào vận hành hai trạm biến áp ngoài khơi với khối lượng chế tạo lên đến 18.000 tấn, trong đó PVS sẽ chịu trách nhiệm phân thiết kế chân đế, mua sắm một số hạng mục vật tư, thi công cho toàn bộ các cấu kiện của dự án tại công trường PTSC M&C tại thành phố Vũng Tàu

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Về triển vọng dài hạn, chúng tôi cho rằng mặt bằng giá dầu cao như hiện nay sẽ là điều kiện lý tưởng để phí Việt Nam và các nhà đầu tư nước ngoài đẩy mạnh các hoạt động E&P tại Việt Nam, đặc biệt là một số dự án lớn như Lô B – Ô Môn, Sư Tử Trắng giai đoạn 2, hay Nam Du – U Minh. Với tư cách là nhà thầu EPC hàng đầu cho các công trình Dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam, chúng tôi tin rằng PVS sẽ có nhiều cơ hội tham gia vào các dự án này khi chúng được triển khai. Những dự án là một lượng backlog tiềm năng rất lớn đối với các nhà thầu EPC trong nước như PVS, tạo cơ hội cho công ty có thể trở lại quỹ đạo tăng trưởng trong tương lai. Đối với năm 2022, chúng tôi cho rằng khối lượng công việc tiềm năng đến từ dự án phát triển mỏ khí Lô B (dự kiến sẽ khởi động trong nửa cuối năm 2022) sẽ là động lực tăng giá tiềm năng cho cổ phiếu PVS.

**Hình 9: Một số dự án thăm dò khai thác dầu khí tiềm năng. Chúng tôi kỳ vọng PVS có thể tham gia vào các dự án này khi chúng được triển khai**

Dự án	Thời gian triển khai	Chủ sở hữu	Trữ lượng ước tính	Vốn đầu tư ước tính (tr. USD)
Sư Tử Trắng giai đoạn 2B	2021-2024	PVEP (50%), Perenco Cửu Long (23,25%), KNOC (14,25%), SK (9%), Geopetrol VN (3,5%)	Trữ lượng 2P: 317 tỷ bộ khối (bcf) khí và 435 triệu thùng condensate	2.000
Nam Du - U Minh	2022-2025	Jadestone (100%)	Trữ lượng 2C: 171 bcf khí (+31 bcf khí)	NA
Lạc Đà Vàng	2023-2026	Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SK Innovation (25%)	Trữ lượng thu hồi được: 63tr thùng	700
Lô B - Ô Môn	2022-2026	PVN (42,38%), MOECO (25,62%), PVEP (23,5%), PTTEP (8,5%)	3,7 nghìn tỷ bộ khối (tcf) khí	8.000
Cá Voi Xanh	2027-2028	Exxonmobil (64%)	5,3 tcf khí	NA
Kèn Bàu	2027-2028	ENI (50%), ESSAR (50%)	7-9 tcf of khí thô và 400-500 triệu thùng condensate	NA

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Điện gió ngoài khơi sẽ là hướng kinh doanh mới cho mảng M&C của PVS trong tương lai

Chúng tôi tin rằng điện gió ngoài khơi là một lĩnh vực đầy hứa hẹn tại Việt Nam vì Chính phủ đang ưu tiên phát triển năng lượng xanh theo cam kết tại COP26. Hiện nay, với tư cách là nhà thầu hàng đầu trong lĩnh vực kỹ thuật Dầu khí, đặc biệt là xây dựng các công trình ngoài khơi, PVS đã tham gia cung cấp dịch vụ cho nhiều dự án điện gió gần bờ và ngoài khơi, như dự án cánh đồng điện gió Thăng Long, hay dự án điện gió Hai Long tại Đà Loan. Đáng chú ý, PTSC M&C (công ty con của PVS) mới đây đã ký Biên bản ghi nhớ (MoU) với Orsted, một trong những nhà phát triển điện gió ngoài khơi lớn nhất thế giới. Theo đó, PVS có thể tham gia cung cấp các dịch vụ kỹ thuật cho các dự án của Orsted, không chỉ tại Việt Nam mà còn trên thị trường quốc tế. Điều này có thể mang lại nhiều cơ hội việc làm hơn, mở ra một hướng kinh doanh mới đầy tiềm năng cho mảng M&C của PVS trong tương lai.

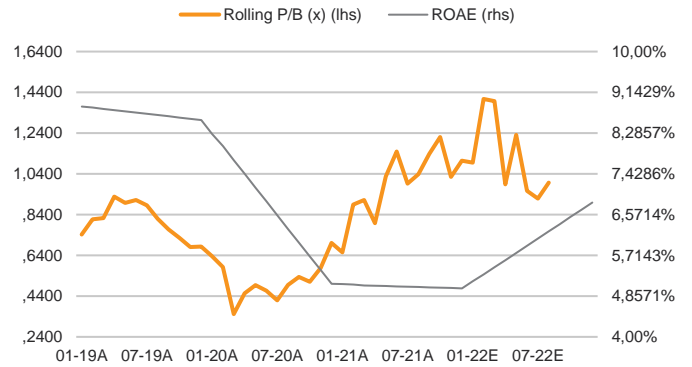
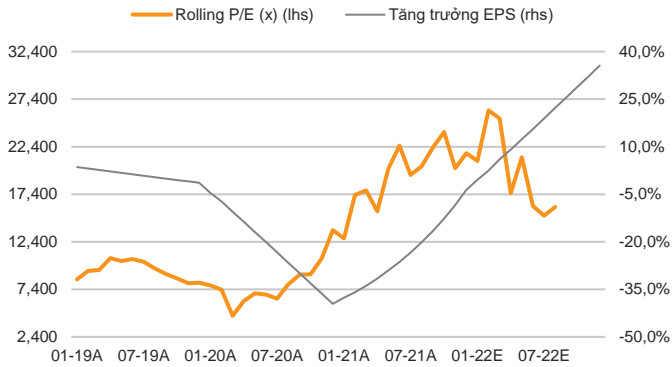
### Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2022-23 xuống 13,1%/3,4% để phản ánh các khoản chi phí cao hơn dự kiến trong 6T22

Hình 10: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2022-24

Tỷ đồng	2022			2023			2024			Nhận định
	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	Cũ	Mới	% Δ	
Doanh thu thuần	19.654	18.083	-8,0%	23.276	23.193	-0,4%	19.426	19.465	0,2%	Chúng tôi giảm dự phóng doanh thu năm 2022 xuống 8,0% chủ yếu do chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B - Ô Môn sẽ được triển khai từ cuối năm 2022 đến năm 2026 thay vì từ Q3/22 đến cuối năm 2025
LN gộp	1.209	1.036	-14,3%	1.490	1.403	-5,8%	1.360	1.364	0,2%	
Biên LN gộp (%)	6,2%	5,7%	-0,4 điểm%	6,4%	6,1%	-0,3 điểm%	7,0%	7,0%	0,0 điểm%	Chúng tôi giảm dự phóng biên LN gộp năm 2022-23 xuống còn 5,7%/6,1% do giá nguyên vật liệu trên toàn cầu tăng cao ảnh hưởng tiêu cực đến hoạt động kinh doanh của mảng M&C
Chi phí bán hàng	108	90	-16,4%	128	116	-9,4%	107	97	-8,9%	Điều chỉnh phù hợp với kết quả 6T22
Chi phí QLDN	747	814	9,0%	815	812	-0,4%	757	740	-2,2%	Chúng tôi tăng chi phí QLDN năm 2022 lên 9,0% để phản ánh con số cao bất thường trong 6T22. Chúng tôi kỳ vọng chi phí này sẽ trở lại mức bình thường trong nửa cuối năm 2022
EBIT	354	132	-62,7%	547	476	-13,0%	533	527	-1,3%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	243	282	16,5%	236	231	-2,1%	266	256	-3,7%	Chúng tôi điều chỉnh tăng giả định LN tài chính ròng trong năm 2022 để phản ánh kết quả 6T22 cao hơn dự kiến
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	613	613	0,0%	781	781	0,0%	846	846	0,0%	
LNTT	1.387	1.190	-14,2%	1.681	1.604	-4,6%	1.809	1.784	-1,4%	
<b>LN ròng</b>	<b>938</b>	<b>815</b>	<b>-13,1%</b>	<b>1.137</b>	<b>1.099</b>	<b>-3,4%</b>	<b>1.224</b>	<b>1.222</b>	<b>-0,1%</b>	
EPS (đồng)	1.963	1.706	-13,1%	2.379	2.299	-3,4%	2.560	2.557	-0,1%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKĐK**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Doanh thu thuần	14.198	18.083	23.193
Giá vốn hàng bán	(13.423)	(17.047)	(21.790)
Chi phí quản lý DN	(712)	(814)	(812)
Chi phí bán hàng	(89)	(90)	(116)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>(26)</b>	<b>132</b>	<b>476</b>
EBITDA thuần	474	632	946
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(500)</b>	<b>(500)</b>	<b>(470)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>(26)</b>	<b>132</b>	<b>476</b>
Thu nhập lãi	278	368	322
Chi phí tài chính	(94)	(86)	(90)
Thu nhập ròng khác	214	163	116
TN từ các Cty LK & LD	507	613	781
<b>LN trước thuế</b>	<b>878</b>	<b>1.190</b>	<b>1.604</b>
Thuế	(200)	(272)	(366)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(76)	(103)	(139)
<b>LN ròng</b>	<b>601</b>	<b>815</b>	<b>1.099</b>
Thu nhập trên vốn	601	815	1.099
Cổ tức phổ thông	(554)	(382)	(478)
<b>LN giữ lại</b>	<b>47</b>	<b>433</b>	<b>621</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
Tiền và tương đương tiền	5.747	6.026	5.405
Đầu tư ngắn hạn	2.677	2.677	2.677
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.642	4.459	5.592
Hàng tồn kho	2.086	1.406	1.672
Các tài sản ngắn hạn khác	226	288	369
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>15.378</b>	<b>14.856</b>	<b>15.714</b>
Tài sản cố định	2.982	2.803	2.745
Tổng đầu tư	5.016	4.895	4.911
Tài sản dài hạn khác	1.468	1.512	1.556
<b>Tổng tài sản</b>	<b>24.845</b>	<b>24.066</b>	<b>24.927</b>
Vay & nợ ngắn hạn	711	515	431
Phải trả người bán	4.282	4.230	5.211
Nợ ngắn hạn khác	3.743	2.995	2.914
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>8.735</b>	<b>7.740</b>	<b>8.556</b>
Vay & nợ dài hạn	534	470	453
Các khoản phải trả khác	3.041	3.041	3.041
Vốn điều lệ và	4.780	4.780	4.780
LN giữ lại	3.621	3.765	3.682
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>11.806</b>	<b>12.083</b>	<b>12.178</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	728	731	699
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>24.845</b>	<b>24.066</b>	<b>24.927</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-21A	12-22E	12-23E
<b>LN trước thuế</b>	<b>878</b>	<b>1.190</b>	<b>1.604</b>
Khấu hao	500	500	470
Thuế đã nộp	(155)	(272)	(366)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.102)	(1.198)	(1.129)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(239)</b>	<b>812</b>	<b>(418)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐK</b>	<b>(118)</b>	<b>1.033</b>	<b>161</b>
Đầu tư TSCĐ	(253)	(322)	(413)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	13	13	13
Các khoản khác	1.401	196	196
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>1.162</b>	<b>(112)</b>	<b>(203)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	45	(260)	(101)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(554)	(382)	(478)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(509)</b>	<b>(643)</b>	<b>(578)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.212	5.747	6.026
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>535</b>	<b>279</b>	<b>(621)</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.747	6.026	5.405

**Các chỉ số cơ bản**

	12-21A	12-22E	12-23E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	4,2%	4,5%	4,7%
Vòng quay TS	0,56	0,74	0,95
ROAA	2,4%	3,3%	4,5%
Đòn bẩy tài chính	2,13	2,05	2,02
ROAE	5,0%	6,8%	9,1%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	119,3	90,0	88,0
Số ngày nắm giữ HTK	56,7	30,1	28,0
Số ngày phải trả tiền bán	116,4	90,6	87,3
Vòng quay TSCĐ	4,64	6,25	8,36
ROIC	4,4%	5,9%	8,0%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	1,8	1,9	1,8
Khả năng thanh toán nhanh	1,5	1,7	1,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,0	1,1	0,9
Vòng quay tiền	59,6	29,5	28,7
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	(29,6%)	27,4%	28,3%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(81,0%)	260,4%	260,4%
Tăng trưởng LN ròng	(3,7%)	35,6%	34,7%
Tăng trưởng EPS	(3,7%)	35,6%	34,7%

Nguồn: VND RESEARCH



## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

---

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: [hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>