

Ngành Dầu khí

Báo cáo cập nhật

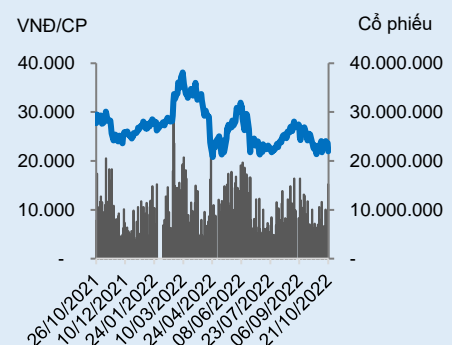
Tháng 10, 2022

Khuyến nghị	OUTPERFORM
Giá kỳ vọng (VNĐ)	33.700
Giá thị trường (21/10/2022)	22.000
Lợi nhuận kỳ vọng	53,18%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	20.803-38.123
Vốn hóa	10.515 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	477.966.290
KLGD bình quân 10 ngày	7.762.772
% sở hữu nước ngoài	11,39%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	800
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,6%
Beta	1,1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PVS	-19,4%	-7,9%	-2,4%	-12,2%
HNXIndex	-54,1%	-15,0%	-25,0%	-39,4%

Chuyên viên phân tích

Lê Hoàng Phương

(84 24) 3928.8080 ext 205

phuonglh@bvsc.com.vn

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

Mã giao dịch: PVS

Reuters: PVS.HN

Bloomberg: PVS VN Equity

Triển vọng trung và dài hạn tích cực

Kết quả kinh doanh H1/2022: Kém khả quan. Mặc dù giá dầu đã có sự hồi phục ấn tượng so với thời điểm của năm 2021, kết quả kinh doanh của PVS trong H1/2022 kém khả quan hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi, khi lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ chỉ đạt 223 tỷ VNĐ – giảm -24,8% so với cùng kỳ năm 2021. Điều này chủ yếu là do tác động tiêu cực đến từ việc chi phí sản xuất kinh doanh tăng, dưới tác động của lạm phát trên toàn thế giới.

Dự báo kết quả kinh doanh 2022 và 2023: Doanh thu của doanh nghiệp được kỳ vọng tăng trưởng ở mức 8,5% YoY, đạt 15.408 tỷ VNĐ trong cả năm 2022, nhưng lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ chỉ đạt 514,2 tỷ VNĐ, giảm -14,5% YoY. Sang năm 2023, với kỳ vọng giá dầu vẫn ở trên mức 60 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động thăm dò, khai thác và thi công dầu khí vẫn sẽ tiếp tục có những hoạt động sôi nổi. Với tác động của lạm phát lên chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp sẽ có sự giảm dần trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sang năm 2023, lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ 107,1%, đạt 1.065 tỷ VNĐ. Chi tiết dự phóng được trình bày ở *Hình 2* bên dưới.

Triển vọng trung và dài hạn của doanh nghiệp: Chúng tôi cho rằng, mảng căn cứ cảng và dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí của PVS được dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp khác trong nước. Điểm nhấn cho tăng trưởng về trung và dài hạn của doanh nghiệp sẽ đến từ những nghiệp vụ mà doanh nghiệp có thể mạnh về kinh nghiệm cũng như khả năng cung ứng gần như là độc quyền như: mảng cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển (M&C) và mảng cung ứng, xử lý và vận hành FSO/FPSO.

Định giá và khuyến nghị đầu tư: Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PVS với mức giá mục tiêu **33.700 VNĐ/cổ phiếu với upside 53,18%**. Mặc dù kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu tác động tiêu cực trong ngắn hạn do chi phí sản xuất kinh doanh tăng mạnh, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng trung và dài hạn của PVS khi mà các dự án năng lượng lớn được triển khai tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ đem lại khối lượng lớn công việc cho PVS trong thời gian tới.

Kết quả kinh doanh H1/2022: Kém khả quan

Mặc dù giá dầu đã có sự hồi phục ấn tượng so với thời điểm của năm 2021, kết quả kinh doanh của PVS trong H1/2022 kém khả quan hơn nhiều so với dự báo của chúng tôi, khi lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ chỉ đạt 223 tỷ VNĐ – giảm -24,8% so với cùng kỳ năm 2021.

Giá dầu tăng từ mức 77,78 USD/năm lên trên 100 USD trong phần lớn giai đoạn 7 tháng đầu năm đã thúc đẩy hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí. Do đó, doanh thu H1/2022 của PVS cũng phần nào được hưởng lợi và tăng trưởng ở mức 33,7% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, áp lực lạm phát trên toàn cầu đã khiến chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp tăng +35,6% YoY. Do biên lợi nhuận thuần của doanh nghiệp tương đối mỏng - bình quân ở mức 5,5%, nên việc các chi phí tăng mạnh khiến lợi nhuận của doanh nghiệp sụt giảm -24,8% YoY như đã đề cập ở trên. Chi tiết kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong 6 tháng đầu năm được trình bày cụ thể ở bảng dưới đây:

Hình 1: KQKD H1/2022 của PVS

Đơn vị: Tỷ VNĐ	H1/2021	H1/2022	Thay đổi (%)	Diễn giải
Doanh thu thuần	5.670,4	7.579,5	33,7%	
- Cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển (M&C)	2.686,7	3.786,5	40,9%	Mảng M&C của PVS đạt được sự tăng trưởng được hưởng lợi khi doanh nghiệp ghi nhận doanh thu xây dựng theo tiến độ từ việc thực hiện các dự án M&C: Gallaf Batch 3, Shwe Jacket, LNG Thị Vải, gói A1, gói EPC thuộc dự án tổ hợp hóa dầu miền Nam.
- Cung ứng, xử lý và vận hành FSO/FPSO	930,0	899,0	-3,3%	Do các tàu FSO/FPSO đều đang hoạt động, nên doanh thu mảng này tương đối ổn định.
- Sửa chữa, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển	117,8	865,1	634,1%	Việc các hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí trở nên sôi động hơn dưới tác động của giá dầu tăng mạnh, đã phần nào hỗ trợ doanh thu mảng sửa chữa và bảo dưỡng có sự tăng mạnh do nhu cầu của mảng công việc này có sự gia tăng. Xu hướng này vốn đã bắt đầu xuất hiện trong nửa cuối năm 2021, khi giá dầu có sự tăng mạnh từ nền thấp.
- Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí	823,3	724,4	-12,0%	Tại mảng này PVS gặp phải sự cạnh tranh từ các chủ tàu tư nhân trong và ngoài nước. Do các đối thủ cạnh tranh của PVS trong mảng này có những loại tàu mà doanh nghiệp lại không có, dẫn tới thị phần và doanh thu của doanh nghiệp bị thu hẹp.
- Dịch vụ căn cứ cảng	823,1	696,4	-15,4%	Khả năng cao việc giá xăng dầu tăng kết hợp với thiếu hụt về container đã có tác động tiêu cực đến khối lượng hàng hóa thông qua cảng của PVS. Thêm vào đó, theo quan điểm của chúng tôi, việc nhà máy lọc dầu Nghi Sơn giảm hoạt động trong nửa đầu năm 2022, cũng đã phần nào có tác động tiêu cực lên hoạt động dịch vụ của cảng PVS Thanh Hóa.
- Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình	143,0	247,9	73,3%	Doanh thu của mảng dịch vụ này tích cực bởi sự sôi động trở lại của hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí dưới tác động của giá dầu tăng mạnh.
- Khác	146,5	360,1	145,8%	
Lợi nhuận gộp	417,4	337,2	-19,2%	
- Cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển	110,6	46,7	-57,7%	Áp lực của lạm phát khiến giá nguyên vật liệu, nhân công tăng cao, biên lợi nhuận của mảng M&C của PVS đã giảm xuống chỉ còn 1,23% trong H1/2022 so với mức 4,11% của H1/2021.
- Cung ứng, xử lý và vận hành FSO/FPSO	47,5	59,1	24,4%	Lợi nhuận có sự gia tăng, nhờ biên lợi nhuận mở rộng do mảng này của doanh nghiệp ít chịu tác động từ việc chi phí hàng hóa tăng cao.

Báo cáo cập nhật PVS

- Sửa chữa, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển	41,3	12,1	-70,7%	
- Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí	63,6	44,9	-29,4%	
- Dịch vụ căn cứ cảng	131,8	160,0	21,4%	Lợi nhuận có sự gia tăng, nhờ biên lợi nhuận mở rộng do mảng này của doanh nghiệp ít chịu tác động từ việc chi phí hàng hóa tăng cao.
- Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình	8,4	-2,4	-128,8%	
- Khác	14,3	16,8	17,5%	
Chi phí bán hàng	49,0	33,5	-31,6%	Mặc dù chi phí nhân viên có sự tăng mạnh, nhưng chi phí marketing giảm mạnh.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	418,7	501,5	19,8%	Chi phí nhân viên, dịch vụ mua ngoài và dự phòng tăng mạnh.
Lợi nhuận từ các công ty liên kết	307,7	335,5	9,0%	
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	106,8	178,5	67,1%	
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	364,2	316,2	-13,2%	
Lợi nhuận từ hoạt động khác	52,6	57,7	9,8%	
Lợi nhuận trước thuế	416,8	373,9	-10,3%	
Lợi nhuận sau thuế	335,1	260,6	-22,2%	
Lợi nhuận của CĐ của Công ty mẹ	296,4	223,0	-24,8%	

Nguồn: Dữ liệu công ty

Dự báo kết quả kinh doanh 2022 và 2023: Lợi nhuận sẽ có sự cải thiện trong năm 2023.

Nhìn vào kết quả kinh doanh của PVS trong H1/2022, chúng tôi cho rằng kết quả kinh doanh của doanh nghiệp trong H2/2022 sẽ vẫn không mấy khả quan. Doanh thu của doanh nghiệp được kỳ vọng tăng trưởng ở mức 8,5% YoY, đạt 15.408 tỷ VNĐ trong cả năm 2022, nhưng lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ chỉ đạt 514,2 tỷ VNĐ, giảm -14,5% YoY.

Tuy nhiên sang năm 2023, với kỳ vọng giá dầu vẫn ở trên mức 60 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng các hoạt động thăm dò, khai thác và thi công dầu khí vẫn sẽ tiếp tục có những hoạt động sôi nổi. Với tác động của lạm phát lên chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp sẽ có sự giảm dần trong năm 2023, chúng tôi kỳ vọng sang năm 2023, lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ có sự tăng trưởng mạnh mẽ 107,1%, đạt 1.065 tỷ VNĐ. Chi tiết dự phóng được trình bày cụ thể ở bảng dưới đây:

Hình 2: Dự phóng KQKD 2022 và 2023 của PVS

Đơn vị: Tỷ VNĐ	2021H	2022F	YoY(%)	2023F	YoY(%)	Diễn giải
Doanh thu thuần	14.198,4	15.408,2	8,5%	16.617,8	7,9%	
- Cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển (M&C)	7.177,8	7.895,5	10,0%	8.685,1	10,0%	Với kịch bản giá dầu tiếp tục được duy trì trên 70 USD/thùng trong năm 2022 và 2023, chúng tôi kỳ vọng mảng M&C của PVS tiếp tục được hưởng lợi nhờ việc ghi nhận doanh thu từ các dự án mà doanh nghiệp đang thực hiện.
- Cung ứng, xử lý và vận hành FSO/FPSO	1.977,5	2.175,2	10,0%	2.327,5	7,0%	Với kỳ vọng giá dầu neo cao duy trì mức bình quân trong khoảng 80 - 100 USD trong năm 2022 và 2023, chúng tôi cho rằng doanh thu của PVS tại mảng này tiếp tục ổn định do rủi ro hợp đồng cung ứng dịch vụ xử lý, vận hành PVS sẽ ở mức thấp.

Báo cáo cập nhật PVS

- Sửa chữa, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển	1.096,4	1.206,0	10,0%	1.266,3	5,0%	Doanh thu mảng này trong 2022 có sự hồi phục tích cực từ nền thấp của năm 2021 do diễn biến của dịch Covid và sự hồi phục của giá dầu trong năm 2022. Tuy nhiên sang năm 2023, với kỳ vọng giá dầu có sự giảm nhẹ (nhưng vẫn neo ở vùng cao), chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng doanh thu của mảng này sẽ có sự chậm lại so với mức tăng của năm 2022.
- Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí	1.567,4	1.598,7	2,0%	1.662,7	4,0%	Với việc doanh nghiệp chuyển hướng nhắm đến những hợp đồng dài hạn trong việc cung ứng tàu kỹ thuật, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PVS trong mảng này sẽ có sự hồi phục trong H2/2022 và tăng trưởng tích cực trong 2023.
- Dịch vụ căn cứ cảng	1.567,6	1.552,9	-0,9%	1.661,6	7,0%	Những yếu tố tiêu cực tác động lên doanh thu của mảng này trong H1 được dự báo sẽ vẫn tiếp tục hiện hữu trong H2/2022. Tuy vậy, với việc giá dầu được dự báo vẫn neo ở vùng cao cho tới hết năm 2023 và bối cảnh kinh tế vĩ mô có sự ổn định hơn, chúng tôi kỳ vọng doanh thu của mảng này sẽ có sự hồi phục tích cực hơn sang năm 2023.
- Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình	285,1	353,4	23,9%	356,9	1,0%	Doanh thu của mảng dịch vụ này trong năm 2022 tích cực bởi sự sôi động trở lại của hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí dưới tác động của giá dầu neo ở vùng cao. Tuy nhiên, sang năm 2023, chúng tôi không kỳ vọng vào việc mảng dịch vụ này có thể đạt được mức tăng trưởng như trong năm 2022 do mảng dịch vụ này không đem lại nhiều lợi nhuận cho PVS, nên phía doanh nghiệp có thể sẽ không đẩy mạnh đầu tư phát triển mảng dịch vụ này.
- Khác	526,7	626,4	18,9%	657,7	5,0%	
Lợi nhuận gộp	775,7	765,8	-1,3%	1.317,1	72,0%	
- Cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển (M&C)	39,1	110,5	182,9%	471,4	326,5%	Tăng trưởng về doanh thu của mảng này tạo điều kiện để hỗ trợ cho lợi nhuận của mảng M&C của PVS tiếp tục có sự tăng trưởng trong năm 2022, mặc dù biên lợi nhuận có sự sụt giảm về mức 1,4% bình quân của năm 2022 khi so sánh với các năm trong quá khứ. Sang năm 2023, khi tác động của chi phí hoạt động sản xuất kinh doanh có phần lắng xuống, chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của PVS tại mảng này sẽ có sự hồi phục tiệm cận về mức bình quân các năm.
- Cung ứng, xử lý và vận hành FSO/FPSO	209,6	140,5	-33,0%	198,5	41,3%	
- Sửa chữa, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển	49,7	90,9	83,0%	95,4	5,0%	
- Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí	125,6	111,3	-11,4%	171,8	54,3%	
- Dịch vụ căn cứ cảng	320,0	262,5	-18,0%	322,5	22,9%	
- Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình	23,0	20,7	-9,8%	24,9	19,9%	
- Khác	8,8	29,4	236,0%	32,6	10,9%	
Chi phí SG&A	801,9	885,7	10,4%	882,733	-0,3%	Chi phí SG&A tăng mạnh trong năm 2022 do tác động của việc chi phí nhân viên, dịch vụ mua ngoài tăng mạnh. Tuy nhiên sang 2023, chúng tôi kỳ vọng chi phí SG&A sẽ có sự ổn định khi áp lực lạm phát giảm dần.

Lợi nhuận từ các công ty liên kết	506,8	559,2	10,3%	581,5	4,0%
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	183,2	234,4	27,9%	193,2	-17,5%
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	663,7	673,7	1,5%	1.209,1	79,5%
Lợi nhuận từ hoạt động khác	213,9	124,9	-41,6%	351,2	181,2%
Lợi nhuận trước thuế	877,6	798,6	-9,0%	1.560,3	95,4%
Lợi nhuận sau thuế	677,3	588,3	-13,1%	1.144,9	94,6%
Lợi nhuận của CĐ Công ty mẹ	601,2	514,2	-14,5%	1.065,0	107,1%

Nguồn: BVSC dự phóng

Triển vọng trung và dài hạn của doanh nghiệp

Về trung và dài hạn, với kỳ vọng giá dầu sẽ ổn định quanh vùng 80USD/thùng, các hoạt động thăm dò, khai thác và xây lắp dầu khí sẽ trở nên sôi động hơn. Điều này sẽ có tác động tích cực đến doanh thu và lợi nhuận của PVS. Mặc dù vậy, không phải mảng nghiệp vụ nào của doanh nghiệp cũng sẽ được hưởng lợi. Chúng tôi cho rằng, mảng căn cứ cảng và dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí của PVS được dự báo sẽ tiếp tục chịu áp lực cạnh tranh mạnh từ các doanh nghiệp khác trong nước. Điểm nhấn cho tăng trưởng về trung và dài hạn của doanh nghiệp sẽ đến từ những nghiệp vụ mà doanh nghiệp có thế mạnh về kinh nghiệm cũng như khả năng cung ứng gần như là độc quyền như: mảng cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển (M&C) và mảng cung ứng, xử lý và vận hành FSO/FPSO.

Mảng cơ khí đóng mới và xây lắp công trình biển (M&C): Đây là mảng đóng góp đến 50% doanh thu của PVS trong giai đoạn 2016-2021. Trong bối cảnh nhu cầu năng lượng của Việt Nam vẫn tiếp tục tăng trưởng ở mức cao (nhu cầu khí được dự báo tăng trưởng ở mức 6,7% trong giai đoạn 2019-2028 bởi Fitch), với cơ sở hạ tầng hiện tại của ngành công nghiệp Dầu Khí của Việt Nam, việc đầu tư vào các dự án mới gần như là tất yếu. Do đó, BVSC kỳ vọng doanh thu mảng M&C của PVS trong giai đoạn 2022-2028 là tương đối sáng sủa với khối lượng công việc lớn và giá trị cao.

Hình 3: Các dự án trọng điểm mà PVS M&C tham gia:

STT	Dự án	Giá trị hợp đồng ước tính (triệu USD)	Trạng thái
1	Sự tử trắng - Giai đoạn 2	250	Đang triển khai
2	Lô B - Ô Môn	1.320	Tiềm năng
3	Đường ống Nam Côn Sơn 2	65	Đang triển khai
4	GPP Dinh Cố 2	250	Đang triển khai
6	LNG Thị Vải Terminal	100	Đang triển khai
7	Cá Voi Xanh	1.000	Tiềm năng
8	Gallaf 3 EPC 05 (tổng thầu)	400	Đang triển khai
9	Gallaf 3 EPC 06 (thầu phụ)	200	Đang triển khai
10	EPC Điện gió Hai Long 2 và 3	90	Sắp triển khai
11	Nam Du U minh		Tiềm năng
12	Điện gió La Gà		Tiềm năng
13	Lọc Hóa dầu Long Sơn - gói A1	10	Đang triển khai
14	Lạc Đà Vàng		Tiềm năng
Tổng các giá trị hợp đồng ước tính		3.685	

Nguồn: BVSC tổng hợp và ước tính

Trong các dự án kể trên, thì dự án lô B – Ô Môn được kỳ vọng sẽ đem lại nguồn doanh thu chủ yếu cho PVS trong giai đoạn tới. Hiện tại về mặt pháp lý, những vướng mắc theo quy định của pháp luật đối với dự án này về cơ bản đã được giải quyết khi Luật Đầu Tư 2020 có hiệu lực cùng với việc Chính phủ ban hành Nghị định 114/2021/NĐ-CP. Do đó, hiện tại vướng mắc khiến dự án chưa được triển khai đến từ việc chưa thống nhất được cơ chế tiêu thụ điện ở khâu hạ nguồn đối với nhà máy điện Ô Môn 2 và 3. Tuy nhiên, theo quan điểm của BVSC, dưới sự chỉ đạo quyết liệt của Thủ tướng Chính phủ, nhiều khả năng siêu dự án này có thể sẽ nhận được quyết định đầu tư cuối cùng trong Q4/2022. Nếu điều này xảy ra thì dự án có thể sẽ được triển khai thi công trong giai đoạn 2025 – 2027 và đón nhận dòng khí đầu tiên vào năm 2027. Do đó, chúng tôi kỳ vọng dự án này có thể sẽ tạo ra lợi nhuận đột biến cho mảng M&C của PVS trong giai đoạn 2025 – 2027, khi doanh nghiệp – với tư cách là thành viên của tập đoàn Dầu Khí Việt Nam (PVN), nhiều khả năng sẽ nhận được các hợp đồng mua sắm trang thiết bị và thi công xây dựng lắp đặt cho dự án này.

Hình 4: Bản đồ dự án Lô B – Ô Môn:



Nguồn: Năng lượng Việt Nam

Hình 5: Một số thông tin liên quan đến dự án Lô B – Ô Môn – khâu thượng nguồn

Tổng vốn đầu tư		10 tỷ USD	Chi tiết dự án		Doanh nghiệp tham gia
<i>Trong đó:</i>			- Phát triển mỏ		
- Phát triển mỏ		6,8 tỷ USD	+ 46 giàn đầu giếng		PVS, PVD, PVC
- Phát triển đường ống		1,2 tỷ USD	+ 1 nhà giàn		PVS
- Khác		2,0 tỷ USD	+ 1 tàu FSO		PVS
Thời gian dự kiến triển khai		2025	+ 750 giếng khai thác		PVS, PVD, PVC
Thời gian dự kiến cho dòng khí đầu tiên		2027	- Phát triển đường ống		
Trạng thái hiện tại		Chờ đợi FID	+ 431 km đường ống dẫn		PVS, PVB

Nguồn: Offshore Technology, BVSC tổng hợp

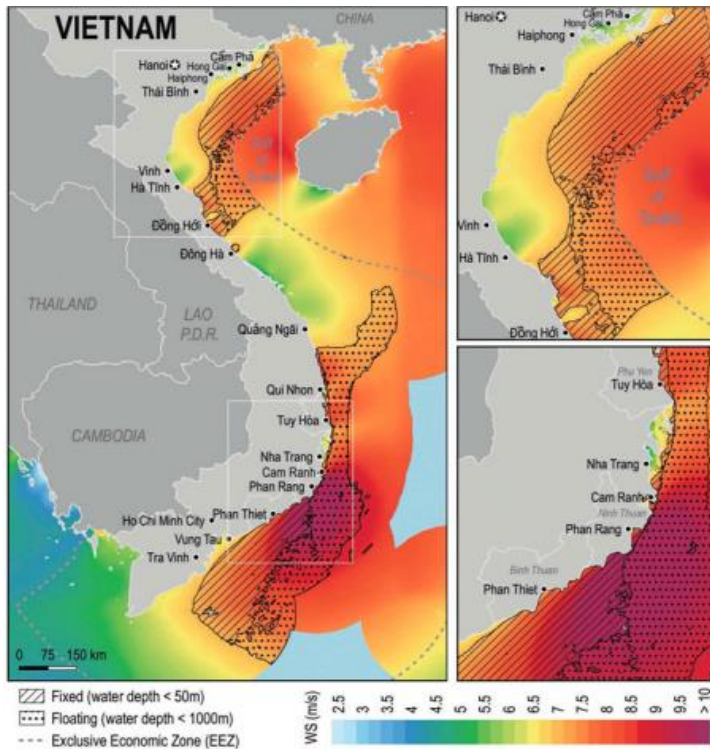
Ngoài siêu dự án Lô B – Ô Môn, mảng M&C của PVS cũng được dự báo sẽ hưởng lợi khi các dự án khác được triển khai như Mỏ khí Cá Voi Xanh – với tổng mức đầu tư lên đến 10 tỷ USD và Mỏ khí Lạc Đà Vàng được triển khai. Tuy nhiên, khác với Lô B – Ô Môn, tiến độ pháp lý của những dự án này vẫn còn nhiều vướng mắc và quy trình cần phải hoàn thiện. Do đó, chúng tôi không đưa vào trong mô hình dự phóng, doanh thu tiềm năng PVS có thể được hưởng lợi từ 2 dự án phát triển và khai thác khí này.

Ngoài động lực đến từ việc xây dựng cơ sở hạ tầng phục vụ cho mục đích phát triển và khai thác các mỏ khí trong nước, PVS với kinh nghiệm của mình cũng đã tiến ra thị trường xây dựng và phát triển các dự án dầu khí tại nước ngoài. Sau những thành công trong việc hoàn thành gói EPC12 thuộc dự án Gallaf Batch 1, PVS đã liên tiếp trúng thầu gói EPC05 (với tư cách tổng thầu), EPC06 (với tư cách là thầu phụ) thuộc Gallaf Batch 3. Thành công này của doanh nghiệp cho thấy khả năng cạnh tranh của PVS trên thị trường quốc tế. Do đó, để gia tăng khả năng tiếp cận với khách hàng tiềm năng tại khu vực này, vào ngày 19/07/2022, PVS đã ra quyết định thành lập Chi nhánh Trung Đông.

Ngoài ra, để bắt kịp xu hướng chuyển đổi sang năng lượng sạch, PVS cũng dần chuyển hướng sang thực hiện việc thi công xây dựng lắp đặt các công trình năng lượng tái tạo. Với thế mạnh là kinh nghiệm thi công các công trình phức tạp trên biển, chúng tôi cho rằng việc PVS chú trọng phát triển điện gió ngoài khơi là hoàn toàn hợp lý, do ở mảng này doanh nghiệp sẽ ít gặp phải cạnh tranh hơn so với việc thi công xây dựng lắp đặt điện gió trên đất liền. Hiện tại, PVS cùng với Semco Maritime cũng tiến hành triển khai thực hiện gói thầu EPC cho dự án Hai Long 2 và Hai Long 3 với tổng trị giá lên tới 180 triệu USD. Ban lãnh đạo PVS cũng chia sẻ kế hoạch biến PVS trong tương lai không chỉ còn làm nhà thầu xây dựng mà còn là nhà đầu tư vào các dự án điện gió ngoài khơi.

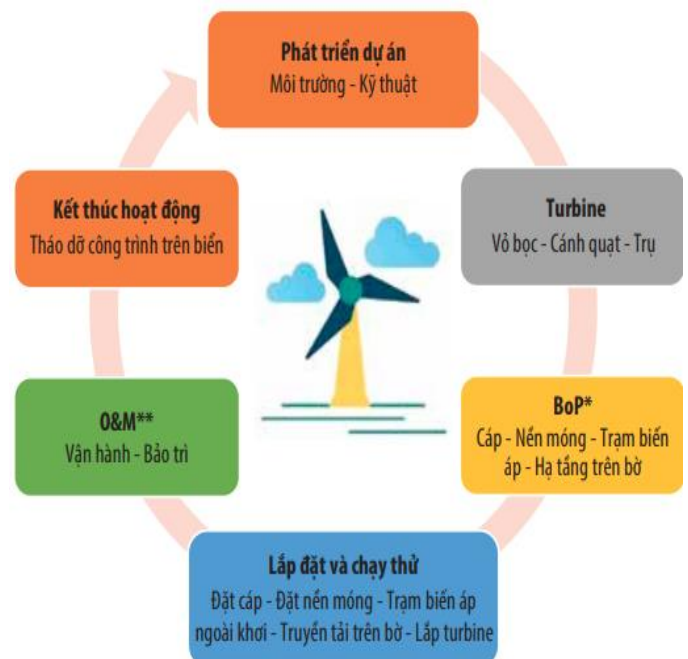
Theo báo cáo của World Bank, trong kịch bản tích cực, điện gió ngoài khơi có thể chiếm tới 12% nguồn cung điện trong nước vào năm 2035, và 27% tổng nguồn cung điện vào năm 2050. Cũng theo báo cáo của tổ chức này, có thể thấy PVS và Vietsopetrol là 2 doanh nghiệp trong nước có năng lực nhất trong việc triển khai các dự án điện gió ngoài khơi. Do đều có liên kết chung là tập đoàn Dầu Khí Việt Nam (PVN), chúng tôi cho rằng sẽ khó có sự cạnh tranh giữa 2 doanh nghiệp này, và do đó việc định hướng thực hiện các dự án điện gió ngoài khơi của PVS là hoàn toàn hợp lý.

Hình 6: Các khu vực phát triển điện gió tiềm năng tại Việt Nam



Nguồn: World Bank

Hình 7: Vòng đời của 1 dự án điện gió ngoài khơi



(*) BoP (Balance of plants): Cơ sở hạ tầng ngoài turbine
 (***) O&M (Operation and maintenance): Vận hành và bảo dưỡng sửa chữa.

Nguồn: Viện Dầu Khí

Hình 8: Năng lực triển khai dự án điện gió ngoài khơi của PVS

Nhóm công việc	Hoạt động	Năng lực tham gia của các đơn vị dịch vụ dầu khí	
		Đủ năng lực	Cần đầu tư thêm
Dịch vụ thực hiện chính	Kỹ thuật phân tích/khảo sát địa chất, địa vật lý	PVS, Vietsovetro, VPI	
	Kỹ thuật phân tích khảo sát hải văn		VPI, PVS
	Đánh giá tác động môi trường	VPI	
	Thiết kế chế tạo nền móng		PV Shipyard, PVS, Vietsovetro
	O&M dự án điện gió	POW	
	Tháo dỡ công trình trên biển		PVS, PVD, Vietsovetro
Dịch vụ hỗ trợ	Tháo dỡ cáp ngầm		PVS, PVD, Vietsovetro
	Cánh quạt	PVB	
	Trụ đỡ	PVB	
	Trạm biến áp ngoài khơi		PETROCON, PV Shipyard, PVS, Vietsovetro
	Lắp đặt turbine và móng	PVS, Vietsovetro	
	Lắp đặt cáp liên kết hệ thống và cáp truyền tải điện	PVS, Vietsovetro	
	Lắp đặt trạm biến áp ngoài khơi và trên bờ	PVS, Vietsovetro	
	Vận hành trang trại gió	PVS, Vietsovetro	
	Dịch vụ bảo trì các phần ngoài turbine	PVS, Vietsovetro	

Nguồn: Viện Dầu Khí

Mảng cung ứng, quản lý, vận hành, khai thác và bảo dưỡng FSO/FPSO: Hiện tại PVS đang đồng sở hữu thông qua các liên doanh 6 tàu FSO/FPSO. Đội tàu FSO/FPSO của PVS nhìn chung hoạt động tương đối liên tục và đa số ký hợp đồng dài hạn. Các tàu như FSO Orkid và tàu FSO Golden Star đang hoạt động theo hợp đồng dài hạn đến hết 2027 tại PM3-CAA Malaysia và tại Lô 05-01B, C – Sao Vàng Đại Nguyệt. Tàu FSO MV 12 và tàu FSO Biển Đông 1 đang hoạt động tại mỏ Rồng Đôi – Rồng Đôi Tây và Lô 05.02, 05.03 – Hồng Ngọc với doanh thu ước tính 42.000 USD/ngày. Tàu FPSO Lam Sơn vừa được gia hạn hợp đồng 12 tháng vào tháng 07/2022 với mức giá cho thuê ước tính 49.500 USD/ngày. Chỉ còn lại tàu FPSO Ruby II là hiện tại vẫn chưa có thông tin về hợp đồng mới. Với kỳ vọng giá dầu nhìn chung duy trì ở mức bình quân trong khoảng 80-100 USD/thùng trong nửa cuối năm 2022 và trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng các tàu FSO và FPSO của PVS nhìn chung vẫn sẽ duy trì được hoạt động đều đặn với rủi ro hợp đồng bị hủy là thấp. Đồng thời, trong trường hợp dự án Lô B – Ô Môn, Cá Voi Xanh và Lạc Đà Vàng được triển khai, PVS có thể chuyển hướng cho các tàu FSO/FPSO của mình sang hoạt động dài hạn để phục vụ cho công tác khai thác tại các dự án này. Theo tìm hiểu của BVSC, việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn, Cá Voi Xanh và Lạc Đà Vàng có thể sẽ cần đến hoạt động thường trực của 1 tàu FSO/FPSO cho từng dự án. Do đó, mảng dịch vụ này của PVS có thể sẽ được hưởng lợi nhiều khi những dự án này được triển khai.

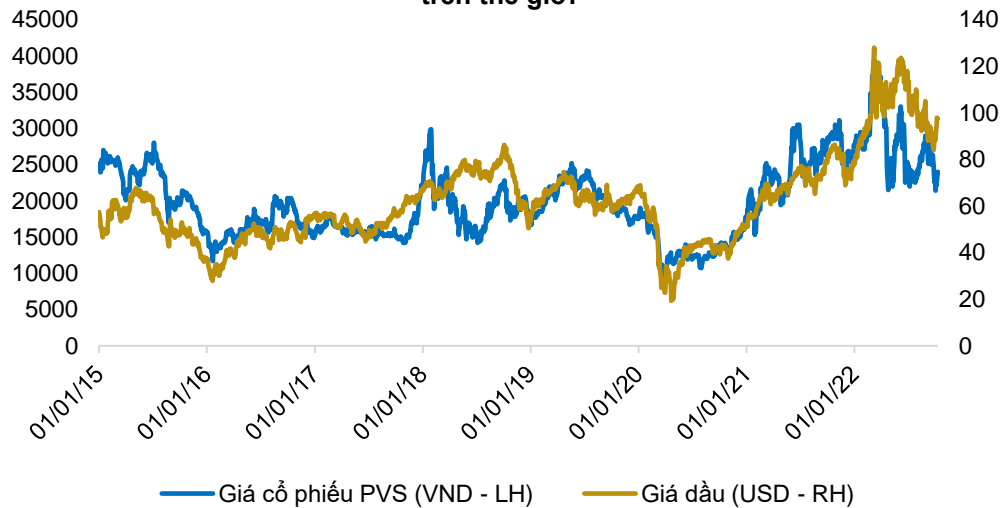
Hình 9: Thông tin về các tàu FSO/FPSO của PVS

STT	Tàu	Công ty liên doanh/điều hành	Công ty sử dụng dịch vụ	Vùng hoạt động	Thời gian hoạt động theo hợp đồng mới	Dayrate ước tính (USD)
1	FSO Orkid	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (MVOT) - PVS + MISC	Repsol Malaysia Limited	PM3-CAA Malaysia	2018-2027	41.000
2	FSO Golden Star	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (MVOT) - PVS + MISC	Idemitsu Gas Production Vietnam Limited	Sao Vàng Đại Nguyệt lô 05-1b và 05-1c	2020-2027	68.900
3	FPSO Ruby II	Vietnam Offshore Floating Terminal (VOFT) - PVS + MISC	Petronas Carigali Vietnam Limited (PCVL)	Lô 01&02 - Hồng Ngọc		92.500
4	FSO MV12	Rồng Đôi MV12 (MV12) - PVS + Modec + Misui	Korea National Oil Corporation (KNOC)	Mỏ Rồng Đôi - Rồng Đôi Tây	2007-	42.000
5	FPSO Lam Sơn	PVS Asia Pacific Pte Ltd (PVS AP) - PVS + Yinson Holding Berhard	Điều hành chung Lam Sơn (Lam Sơn JOC)	Lô 01.97 và 02.97 - Thăng Long - Đông Đô	07/2022 - 06/2023	49.589
6	FSO Biển Đông 01	PVS South East Asia Pte Ltd (PVS SEA) - PVS + Yinson Holding Berhard	Điều hành Dầu khí Biển Đông (Biển Đông POC)	Lô 05.2 và 05.3 - Hồng Ngọc	2013-2023	42.000

Nguồn: Báo cáo doanh nghiệp, BVSC tổng hợp từ nhiều nguồn và ước tính

Một số rủi ro cần chú ý khi đầu tư vào cổ phiếu của PVS

Tương quan giữa diễn biến giá cổ phiếu PVS và giá dầu thô trên thế giới

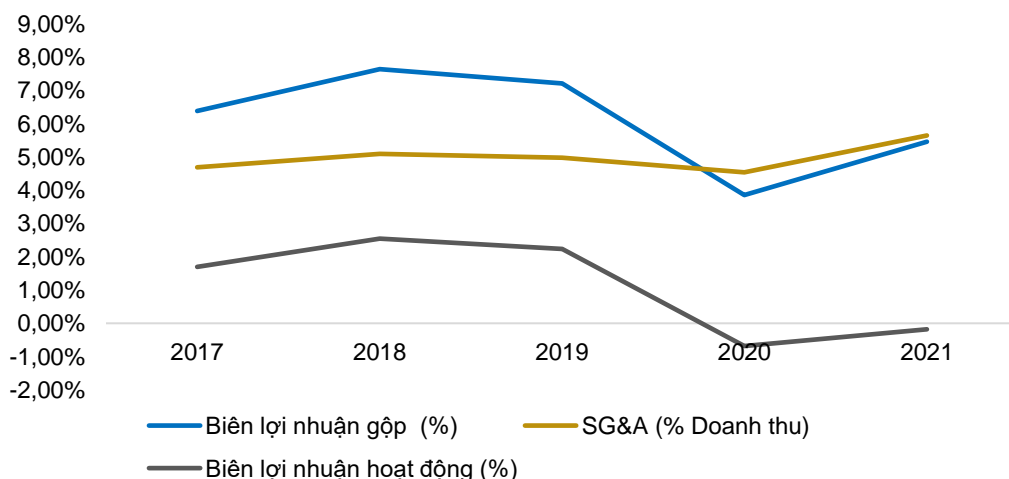


Nguồn: Bloomberg, BVSC tổng hợp

Diễn biến giá cổ phiếu biến động mạnh theo giá dầu: mặc dù về mặt ngắn hạn, biến động hàng ngày của giá dầu trên thế giới không có quá nhiều tác động lên kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, nhưng do hoạt động trong lĩnh vực thượng nguồn của chuỗi giá trị dầu khí nên diễn biến giá dầu tương quan chặt chẽ đến diễn biến giá cổ phiếu của PVS.

Theo quan sát của chúng tôi, hệ số tương quan giữa biến động hàng ngày của mã PVS với diễn biến của giá dầu thô là 0,755. Điều cho thấy rủi ro cổ phiếu giảm giá mạnh khi giá dầu có sự giảm điểm, bất chấp việc kết quả kinh doanh của doanh nghiệp vẫn có tăng trưởng tích cực.

Biên lợi nhuận mỏng do đó sức chống chịu trước tác động tăng chi phí như lạm phát và Covid là không cao:



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Trong giai đoạn trước Covid-19, biên lợi nhuận gộp của PVS chỉ ở quanh mức 6,95%. Trong khi đó, chi phí quản lý và bán hàng của doanh nghiệp cũng ở quanh mức 4,48%. Do đó, biên lợi nhuận hoạt động của doanh nghiệp khá là mỏng – chỉ ở mức trung bình 2,47% trong giai đoạn trước Covid -19. Điều này khiến cho doanh nghiệp không có nhiều sức chống chịu trong bối cảnh chi phí hoạt động tăng cao. Điển hình là trong năm 2020 và 2021 – khi chi phí hoạt động tăng cao do doanh nghiệp vừa phải sản xuất vừa kết hợp với việc phòng chống Covid-19, biên lợi nhuận hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp giảm xuống chỉ còn -0,68% và -0,19%. Do đó, trong bối cảnh lạm phát toàn cầu đang ở mức cao, nhiều khả năng lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ chịu tác động tiêu cực – điều này đã được phần nào thể hiện trong kết quả kinh doanh quý 2/2022 của PVS. Mặc dù vậy, chúng tôi kỳ vọng lạm phát trên thế giới nhiều khả năng sẽ đạt đỉnh trong năm 2022 nhờ nỗ lực kiểm soát lạm phát ở các ngân hàng trung ương tại các nền kinh tế lớn trên thế giới. Theo đó, rủi ro của việc chi phí tăng cao lên biên lợi nhuận của doanh nghiệp sẽ giảm dần trong những năm tiếp theo.

Định giá và khuyến nghị đầu tư

Sử dụng bình quân của phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và FCFE, chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PVS tại mức giá mục tiêu là **33.700 VNĐ/cổ phiếu** với upside **53,18%**.

Mặc dù kết quả kinh doanh của doanh nghiệp chịu tác động tiêu cực trong ngắn hạn do chi phí sản xuất kinh doanh tăng mạnh. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với triển vọng trung và dài hạn của PVS. Việc nhu cầu tiêu thụ năng lượng trong nước được dự báo tiếp tục tăng trưởng ở mức 6,7% và sẽ sớm vượt qua khả năng cung ứng hiện tại của hệ thống năng lượng trong nước, chúng tôi kỳ vọng các dự án mới như Lô B – Ô Môn, ... sẽ sớm được triển khai và đem lại cơ hội tăng trưởng lợi nhuận cho PVS trong những năm tới. Ngoài ra, với xu hướng chuyển đổi năng lượng xanh, việc PVS chuyển hướng sang việc thực hiện, thi công các công trình điện gió ngoài khơi cũng được kỳ vọng sẽ giúp cho doanh nghiệp có được kinh nghiệm và năng lực cần thiết để thực hiện các dự án điện gió ngoài khơi trong nước trong tương lai.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh					
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	16.789	20.180	14.198	15.408	16.618
Giá vốn	(15.578)	(19.402)	(13.423)	(14.642)	(15.301)
Lợi nhuận gộp	1.211	778	776	766	1.317
Chi phí bán hàng và QLDN	(836)	(916)	(802)	(886)	(883)
Doanh thu tài chính	899	591	784	901	907
Chi phí tài chính	(67)	(143)	(94)	(108)	(134)
Lợi nhuận sau thuế CĐCT mẹ	1.033	624	601	514	1.064

Bảng cân đối kế toán					
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2019	2020	2021	2022F	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	6.949	5.212	5.747	5.132	5.467
Các khoản phải thu ngắn hạn	4.638	5.662	4.642	4.528	4.999
Hàng tồn kho	1.510	2.111	2.086	1.758	1.956
Tài sản cố định hữu hình	3.181	3.114	2.968	2.840	2.720
Tổng tài sản	26.287	26.279	24.845	23.828	24.819
Nợ ngắn hạn	9.091	9.803	8.735	8.731	9.401
Nợ dài hạn	4.225	3.592	3.575	3.011	3.166
Vốn chủ sở hữu	12.971	12.884	12.534	12.086	12.252
Tổng nguồn vốn	26.287	26.279	24.845	23.828	24.819

Chỉ số tài chính					
Chỉ tiêu	2019	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu (%)	14,7%	20,2%	-29,6%	8,5%	7,9%
Tăng trưởng LNST (%)	-1,4%	-39,6%	-3,7%	-14,5%	107,2%
Chỉ tiêu sinh lời					
Lợi nhuận gộp biên (%)	7,2%	3,9%	5,5%	5,0%	7,9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	6,2%	3,1%	4,2%	3,3%	6,4%
ROA (%)	4,2%	2,4%	2,4%	2,1%	4,4%
ROE (%)	8,0%	4,8%	4,7%	4,2%	8,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn					
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	5,2%	4,6%	5,0%	6,7%	7,4%
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	10,5%	9,4%	9,9%	13,2%	15,1%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần					
EPS (đồng/cổ phần)	2.161	1.306	1.258	1.075	2.227
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.137	26.956	26.224	25.287	25.634

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Lê Hoàng Phương**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Tài chính

khanhdl@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng, Tiện ích công cộng

hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS

thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Tiện ích công cộng

anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ, Vật liệu cơ bản

manhtd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Dầu Khí, Chứng Khoán, Ngân Hàng

phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng, Vận tải biển

tramnhb@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn

Tôn Nữ Nhật Minh

Dược phẩm, Hóa Chất Cơ Bản

minhtnn@bvsc.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888