

Ngành Dầu khí

Báo cáo lần đầu

Tháng 8, 2024

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **48.767**

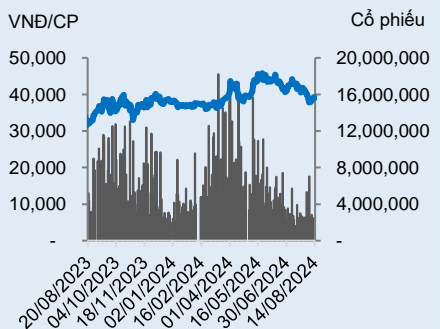
Giá thị trường (14/8/2024) 39.000

Lợi nhuận kỳ vọng +25%

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	31.408-45.800
Vốn hóa	18.641 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	477.966.290
KLGD bình quân 10 ngày	3.015.613
% sở hữu nước ngoài	22%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	700
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,8%
Beta	1,18

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PVS	2,9%	-8,0%	-14,8%	8,3%
HNX-Index	-0,1%	-5,3%	-7,0%	-0,6%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Đăng Thành

(84 24) 3928.8080 ext.209

thanhdn@bvsc.com.vn

Tổng CTCP Dịch Vụ Kỹ Thuật Dầu Khí Việt Nam

Mã giao dịch: PVS

Reuters: PVS.HN

Bloomberg: PVS VN

Triển vọng tích cực đến từ mảng M&C

Lô B – Ô Môn và các dự án EPCI dầu khí trong nước thúc đẩy KQKD tăng trưởng mạnh mẽ trong ngắn và trung hạn. Với kỳ vọng giá dầu thô sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao (khoảng 80 USD/thùng) trong nửa cuối năm 2024 và 2025, đại dự án Lô B – Ô Môn sẽ nhận được FID trong nửa cuối năm 2024 và nguồn backlog công việc dồi dào đến từ các dự án dầu khí trong nước và quốc tế, mảng kinh doanh cơ khí, xây lắp và đóng mới (M&C) sẽ tăng trưởng mạnh mẽ với tốc độ CAGR 31% mỗi năm từ 2024 đến 2026.

Triển vọng phát triển điện gió ngoài khơi tạo thêm nguồn công việc dồi dào cho PTSC. Bên cạnh lĩnh vực M&C truyền thống, lĩnh vực xây lắp, chế tạo các cấu kiện điện gió ngoài khơi được kỳ vọng sẽ duy trì nguồn công việc và doanh thu ổn định cho PTSC trong thời gian tới cùng triển vọng tăng trưởng dài hạn nhờ nhu cầu phát triển điện gió ngoài khơi trên toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng. Ngoài ra, biên lợi nhuận gộp mảng M&C kỳ vọng cũng sẽ được cải thiện khi PTSC nâng cao năng lực kỹ thuật và trúng các gói thầu chế tạo có quy mô lớn hơn giúp tối ưu hóa nguồn nhân lực và chi phí.

Mảng kho nổi FSO/FPSO đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Các mảng kinh doanh khác của PTSC được dự báo sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định, trong đó, các kho nổi FSO/FPSO thuộc sở hữu của các công ty liên kết của PTSC với các hợp đồng đã được ký và kỳ vọng sẽ được đàm phán giá thuê tốt trong bối cảnh giá dầu neo cao sẽ tiếp tục đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp.

Định giá. Sử dụng 3 phương pháp định giá FCFF, FCFE và P/E với tỷ trọng lần lượt là 25%, 25% và 50%, kết hợp với mức thu nhập cổ tức kỳ vọng 700 đồng/cổ phiếu đã được Đại hội đồng Cổ đông công ty thông qua, BVSC xác định giá mục tiêu hợp lý cho cổ phiếu PVS là **48.767 đồng/cổ phiếu**, tương đương mức tiềm năng tăng giá 25%.

Rủi ro. Một số rủi ro có thể gặp phải đến từ (1) Tiến độ phê duyệt, thực hiện các dự án M&C chậm hơn kế hoạch; và (2) Giá dầu có thể biến động giảm do các rủi ro tiềm ẩn. Tuy nhiên, các rủi ro nêu trên đều đã được phản ánh trong mô hình định giá với các giả định thận trọng, vì vậy, các rủi ro mà PTSC có thể gặp phải là không quá đáng lo ngại.

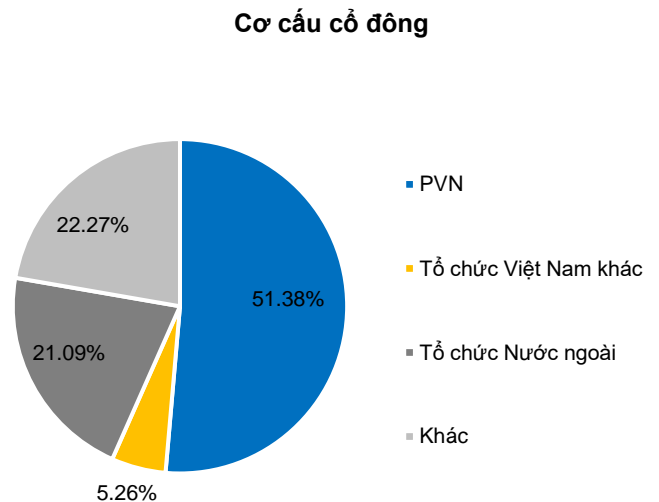
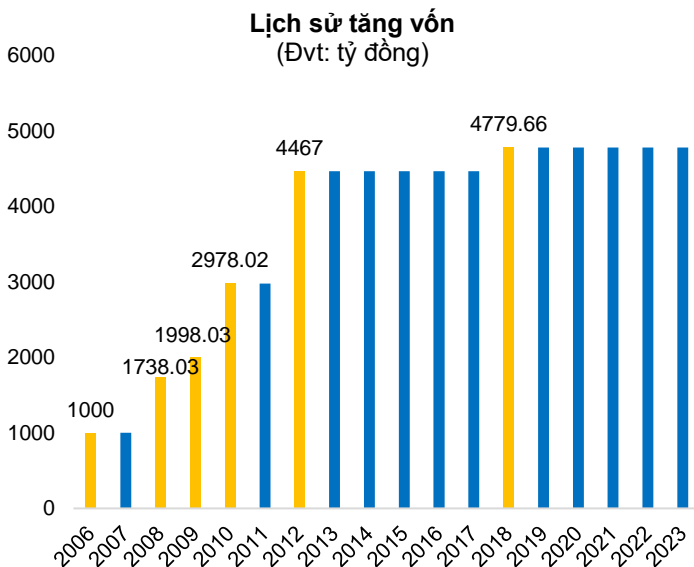
Tổng quan doanh nghiệp

Lịch sử hình thành và hồ sơ doanh nghiệp

Công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (PTSC) được thành lập dựa trên cơ sở sáp nhập Công ty Dịch vụ Dầu khí (PSC) và Công ty Địa vật lý và Dịch vụ Dầu khí (GPTS) năm 1993. Hoạt động ban đầu của PTSC là cung cấp tàu dịch vụ kỹ thuật, căn cứ cảng và cung cấp lao động kỹ thuật cho các nhà thầu dầu khí. Giai đoạn 1994–2005, công ty tiếp tục phát triển các mảng kinh doanh ban đầu song song với việc thành lập thêm các đơn vị chuyên ngành mới, đặt nền móng cho các mảng kinh doanh hiện tại bao gồm: Dịch vụ cơ khí dầu khí (M&C); Dịch vụ bảo trì bảo dưỡng (O&M); Dịch vụ kho nổi FSO/FPSO. Giai đoạn 2008–2020, công ty đẩy mạnh hoạt động kinh doanh thông qua triển khai các dự án EPCI dầu khí và liên tiếp thành lập các liên doanh FSO/FPSO đóng góp tích cực vào lợi nhuận của công ty. Giai đoạn 2020-nay, công ty tích cực đẩy mạnh các dự án xây lắp quốc tế, thành lập chi nhánh PTSC Abu Dhabi, đặc biệt, công ty bắt đầu tham gia vào các hợp đồng EPCI điện gió ngoài khơi và bước đầu thực hiện khảo sát, đầu tư các dự án năng lượng tái tạo.

Công ty thực hiện cổ phần hóa và chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng năm 2006, niêm yết cổ phiếu trên Sở Giao dịch Chứng khoán Hà Nội với mã cổ phiếu PVS năm 2007.

Lịch sử tăng vốn và cơ cấu cổ đông



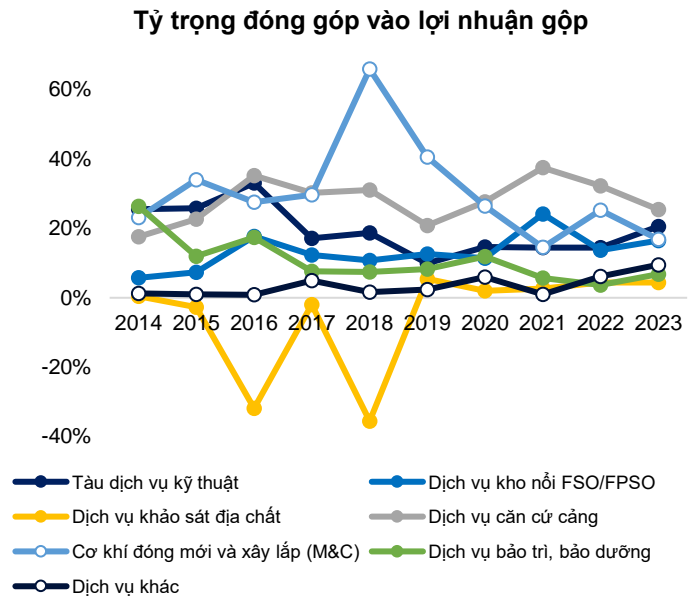
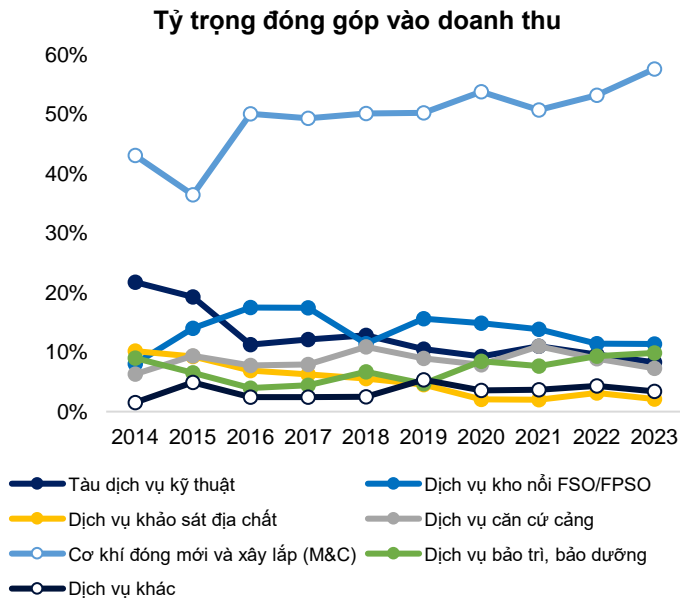
Nguồn: PVS, BVSC tổng hợp

Các lĩnh vực kinh doanh

PTSC sở hữu 6 mảng kinh doanh chính cung cấp các dịch vụ kỹ thuật phục vụ xuyên suốt quá trình hình thành, phát triển, khai thác và kết thúc của một dự án dầu khí điển hình.

	Giai đoạn phát triển			Giai đoạn khai thác	
	Thăm dò	Đánh giá	Phát triển mở	Khai thác	Dừng khai thác
Thời gian	2 - 5 năm	2 - 3 năm	2 - 5 năm	15 - 40 năm	1 - 2 năm
Công việc	Khảo sát địa chất	Khảo sát địa chất chuyên sâu	Xây dựng cơ sở vật chất	Khai thác	Kết thúc hợp đồng
	Khoan giếng thăm dò	Khoan giếng đánh giá chuyên sâu	Khoan giếng khai thác	Vận chuyển thành phẩm	Tháo dỡ cơ sở vật chất
		Các thủ tục chấp thuận đầu tư	Chuẩn bị các phương tiện vận tải		
	Khảo sát địa chấn, địa chất công trình bằng ROV				
			Dịch vụ cơ khí, đóng mới và xây lắp (M&C)		
				Dịch vụ cung ứng kho nổi chứa và xử lý dầu thô FSO/FPSO	
			Sửa chữa, vận hành, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển (O&M)		
		Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí			
			Dịch vụ căn cứ cảng		

Nguồn: Oil Change International, PVS, BVSC tổng hợp



Nguồn: BVSC tổng hợp

Xét về cơ cấu doanh thu, mảng dịch vụ cơ khí, đóng mới và xây lắp (M&C) là mảng đóng góp lớn nhất vào cơ cấu doanh thu, duy trì khoảng 50%–60% tổng doanh thu thuần của PTSC. Tiếp theo sau là các mảng dịch vụ kho nổi FSO/FPSO, dịch vụ căn cứ cảng, dịch vụ tàu kỹ thuật và dịch vụ bảo trì, bảo dưỡng đóng góp khoảng 10%–15% mỗi mảng vào cơ cấu doanh thu.

Mặc dù chỉ đóng góp trên dưới 10% vào doanh thu nhưng nhờ biên lợi nhuận gộp cao (khoảng 20%) mà dịch vụ căn cứ cảng mới là hoạt động đóng góp tích cực nhất vào cơ cấu lợi nhuận gộp của doanh nghiệp. Dịch vụ kho nổi FSO/FPSO có tỷ suất lợi nhuận cao nhưng chủ yếu đóng góp dưới hình thức công ty liên kết. Mảng M&C do biên lợi nhuận gộp chỉ dao động trong khoảng 2%–5% trong giai đoạn 5 năm trở lại đây nên tỷ trọng đóng góp vào lợi nhuận gộp của PTSC không cao tương ứng với doanh thu.

Dịch vụ cơ khí, đóng mới và xây lắp (M&C)

M&C là mảng kinh doanh đóng góp lớn nhất vào cơ cấu doanh thu của PTSC với hoạt động chính là thực hiện các hợp đồng EPCI (tư vấn, mua sắm, xây dựng, lắp đặt) các dự án dầu khí ngoài khơi và các dự án công nghiệp dầu khí trên bờ.

Xét về vị thế trong mảng M&C, PTSC là nhà thầu hàng đầu trong nước với kinh nghiệm xây dựng đã được khẳng định trong quá khứ cùng mối quan hệ là công ty con trong PVN giúp doanh nghiệp có lợi thế rất lớn và thường là đơn vị đảm nhiệm các gói thầu lớn, quan trọng khi đấu thầu các dự án dầu khí trong nước.

Bên cạnh mảng xây lắp dầu khí truyền thống, trong giai đoạn 2021–2022, PTSC bổ sung thêm hoạt động xây dựng công trình kỹ thuật dân dụng (năng lượng tái tạo) mở ra động lực mới cho doanh nghiệp trong dài hạn.

Dịch vụ cung ứng kho nổi chứa và xử lý dầu thô (FSO/FPSO)

FSO/FPSO là kho nổi trên biển dùng để chứa sản phẩm dầu khí khai thác lên từ mỏ và kết nối với các hệ thống đường ống để vận chuyển dầu khí vào đất liền. Vì vậy, vòng đời của một kho nổi thường đi liền với vòng đời của một dự án khai thác dầu khí (trung bình khoảng từ 10 đến 20 năm). Giá hợp đồng thuê của các kho nổi này cũng thường được quy định trong các hợp đồng dài hạn và sẽ có điều chỉnh theo giá dầu thô. Nhìn chung, do tính chất ổn định của kỳ hạn thuê và giá thuê mà doanh thu và lợi nhuận của mảng kinh doanh này thường duy trì ổn định.

Kết quả kinh doanh mảng FSO/FPSO của PTSC được ghi nhận thông qua 2 nguồn: (1) Doanh thu thuần của công ty ghi nhận hoạt động cho thuê nhân công và hoạt động bảo dưỡng; và (2) Lợi nhuận từ công ty liên kết thông qua việc cho các chủ mỏ thuê vận hành kho nổi FSO/FPSO.

Danh mục kho nổi FSO/FPSO thuộc sở hữu của PTSC và các đối tác liên doanh:

STT	Tàu	Công ty liên doanh	Đối tác liên doanh	Tỷ lệ sở hữu	Công ty sử dụng dịch vụ	Vùng hoạt động
1	FSO Orkid	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (MVOT)	MISC	49%	Repsol Malaysia Limited	Mỏ PM3-CAA Malaysia
2	FSO Golden Star	Malaysia Vietnam Offshore Terminal (MVOT)	MISC	49%	Idemitsu Gas Production Vietnam Limited	Mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt (Lô 05-1b và 05-1c)
3	FPSO Ruby II	Vietnam Offshore Floating Terminal (VOFT)	MISC	60%	Petronas Carigali Vietnam Limited (PCVL)	Mỏ Hồng Ngọc (Lô 01 và 02)
4	FPSO Lam Sơn	PTSC Asia Pacific Pte Ltd (PTSC AP)	Yinson	51%	Điều hành chung Lam Sơn (Lam Sơn JOC)	Mỏ Thăng Long Đông Đô (Lô 01/97 và 02/97)
5	FSO Biển Đông 01	PTSC South East Asia Pte Ltd (PTSC SEA)	Yinson	51%	Điều hành Dầu khí Biển Đông (Biển Đông POC)	Mỏ Hải Thạch Mộc Tinh
6	FSO MV12	Rồng Đồi MV12 Pte Ltd	Modec & Mitsui	33%	Korea National Oil Corporation (KNOC)	Mỏ Rồng Đồi - Rồng Đồi Tây

Nguồn: PVS, BVSC tổng hợp

Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình bằng ROV

PTSC cho thuê vận hành tàu khảo sát địa chấn 2D, 3D và các thiết bị chuyên dụng để khảo sát địa chất, địa vật lý khi các chủ mỏ tiến hành các bước đầu tiên khi thăm dò một dự án mới. Đây vốn là một trong những mảng kinh doanh đầu tiên của PTSC, tuy nhiên đã thu hẹp đáng kể nếu xét về quy mô doanh thu từ 2018 so với giai đoạn trước đây do số lượng dự án dầu khí mới ở Việt Nam không nhiều. Năm 2023, PTSC G&C đã thực hiện cung cấp ROV cho khách hàng Saudi Aramco mở ra nguồn công việc mới cho mảng kinh doanh này ở thị trường Trung Đông.

Dịch vụ sửa chữa, vận hành, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển

Hoạt động sửa chữa, bảo dưỡng thường gắn với quá trình vận hành của các mỏ dầu khí và các dự án bảo dưỡng kho chứa dầu, nhà máy lọc dầu. Do hoạt động sửa chữa, bảo dưỡng là tất yếu đối với các dự án khai thác dầu khí, kết quả kinh doanh của mảng hoạt động này được duy trì khá ổn định.

Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí

PTSC sở hữu danh mục gồm 22 tàu làm nhiệm vụ chuyển chở vật tư, cỡ sở hạ tầng và nhân công thực hiện nhiệm vụ tại các dự án ngoài khơi, lai dắt cho các tàu vào cảng nhằm phục vụ cho hoạt động căn cứ cảng. Dịch vụ tàu kỹ thuật thường đi song hành với các dịch vụ khác của PTSC, do đó, hoạt động kinh doanh của mảng này cũng được duy trì ổn định và tăng trưởng theo số lượng tàu mới và khối lượng công việc của các mảng kinh doanh khác.

Dịch vụ căn cứ cảng

PTSC sở hữu danh mục 8 cảng trải dài 3 miền phục vụ xếp dỡ tàu hàng container và hàng rời, đồng thời cung cấp một phần diện tích cảng cho hoạt động xây lắp cơ khí do vị trí thuận lợi cho việc di dời các giàn khoan, chân đế điện gió sau khi hoàn thành ra các vị trí đã định sẵn ngoài khơi bằng sà lan.

Các cảng của PTSC mặc dù được thiết kế có thể xếp dỡ các tàu hàng ngoài ngành, tuy nhiên các cảng của PTSC chủ yếu phục vụ công tác hậu cần cho quá trình thăm dò dầu khí và phục vụ các tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí.

Danh mục cảng thuộc sở hữu của PTSC

STT	Cảng	Địa điểm	Chiều dài cầu bến (m)	Trọng tải tàu tối đa (DWT)	Độ sâu (m)	Công suất (tấn/năm)	Sở hữu
1	PTSC Đình Vũ	Hải Phòng	330	20.000	8	4.000.000	51%
2	Nghi Sơn	Thanh Hóa	390	70.000	12	2.500.000	54,7%
3	Hòn La	Quảng Bình	215	10.000	9,2	1.531.487	100%
4	Sơn Trà	Đà Nẵng	200	10.000	7,5	1.100.000	50%
5	Dung Quất	Quảng Ngãi	440	70.000	11	1.400.000	100%
6	PTSC Phú Mỹ	BR-VT	704,3	80.000	14,5	3.000.000	59,6%
7	Hạ Lưu Vũng Tàu	BR-VT	750	10.000	6,5-9	500.000	51%
8	Sao Mai Bến Đình	BR-VT	Công trường xây lắp				51%

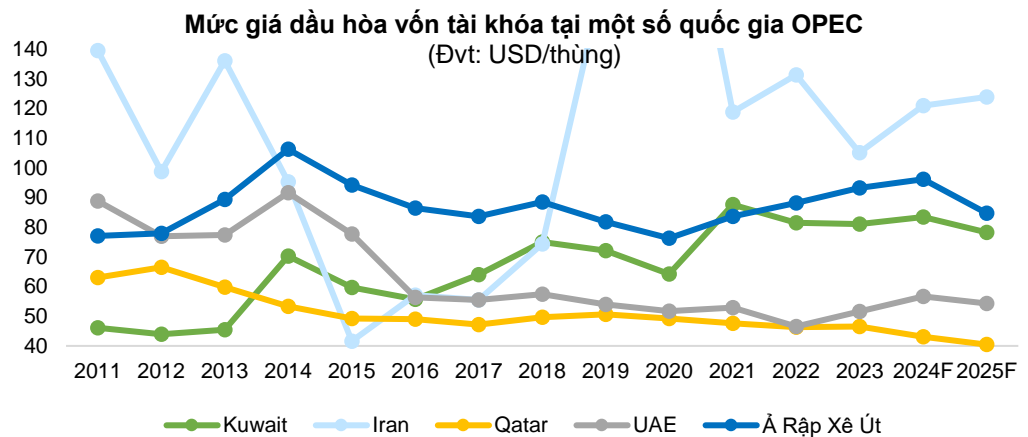
Nguồn: PVS, BVSC tổng hợp

Luận điểm đầu tư

Lô B – Ô Môn và các dự án EPCI dầu khí trong nước thúc đẩy KQKD trong ngắn và trung hạn

Giá dầu neo cao thúc đẩy các dự án thăm dò, khai thác dầu khí (E&P)

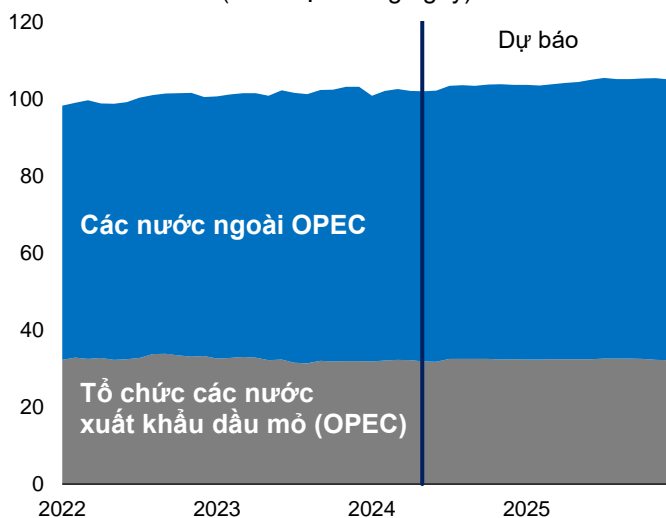
Theo Westwood, OPEC+ sẽ tuân thủ chính sách hạn chế sản lượng để đảm bảo giá cầu cao hơn mức hòa vốn tài chính của các quốc gia Trung Đông. Trong đó, Ả Rập Xê Út (quốc gia có trữ lượng dầu mỏ và sản lượng xuất khẩu dầu mỏ lớn nhất khu vực Trung Đông) hiện đang có mức hòa vốn tài khóa rất cao, khoảng 90 USD/thùng.



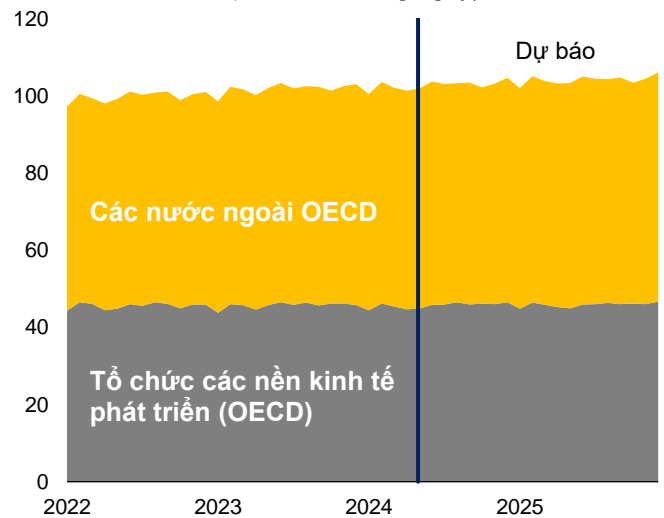
Nguồn: Quỹ tiền tệ Quốc tế (IMF)

Dự báo giá dầu sẽ duy trì trong khoảng 80 USD/thùng trong nửa cuối năm 2024 và 2025 do (1) Nguồn cung dầu thô tăng nhẹ đến từ các quốc gia ngoài OPEC; và (2) Nhu cầu tiêu thụ toàn cầu cũng sẽ tăng nhẹ khi kinh tế toàn cầu được kỳ vọng sẽ phục hồi.

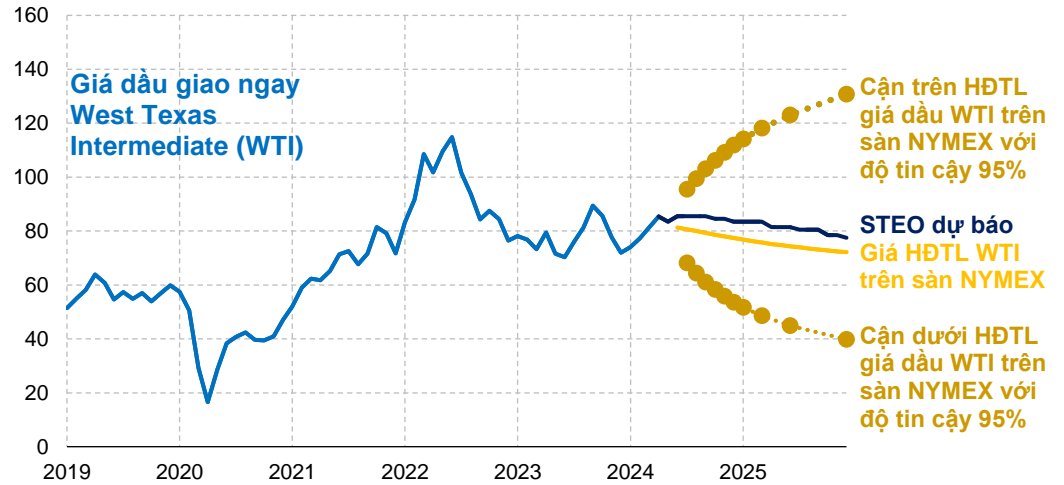
Sản xuất nhiên liệu lỏng toàn cầu
(Đvt: triệu thùng/ngày)



Tiêu thụ nhiên liệu lỏng toàn cầu
(Đvt: triệu thùng/ngày)

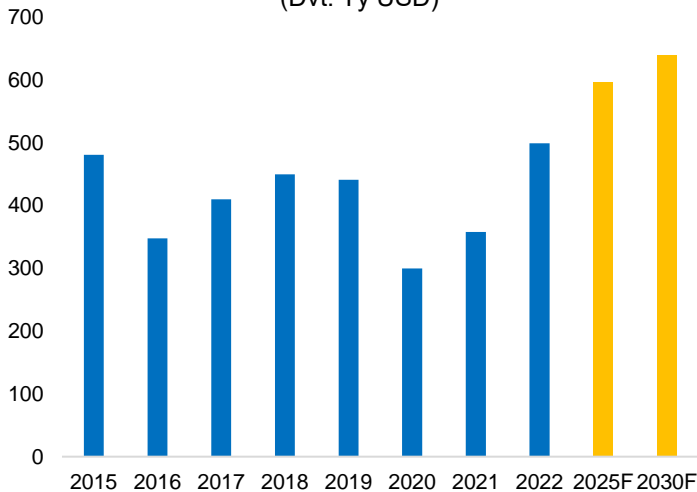


Nguồn: Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA)

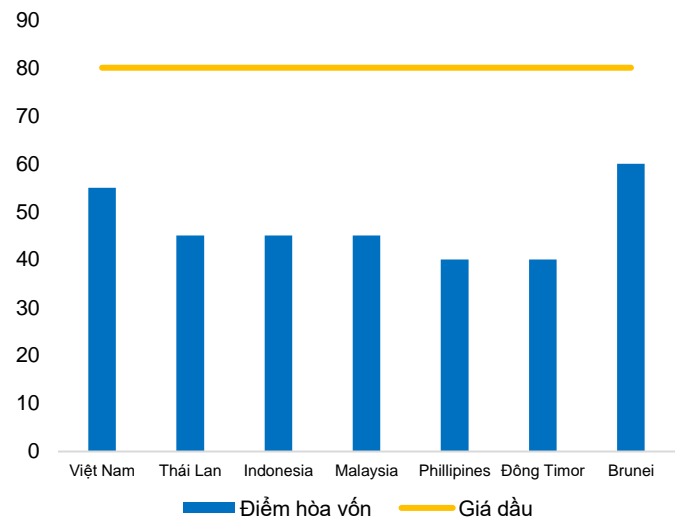
Dự báo giá và khoảng tin cậy giá dầu thô WTI (USD/thùng)


Nguồn: Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA)

Giá dầu neo cao là động lực thúc đẩy các dự án thăm dò, khai thác dầu khí mới trên toàn cầu. Tại khu vực Đông Nam Á, mức giá hòa vốn của các dự án khai thác dầu khí ở khoảng 50-60 USD/thùng, việc giá dầu thô neo ở mức cao như hiện nay là động lực rất lớn thúc đẩy hoạt động thăm dò, khai thác trong khu vực. Điều này là hỗ trợ rất lớn cho PTSC duy trì nguồn backlog công việc dồi dào từ hoạt động M&C dầu khí ngoài khơi – hoạt động tăng trưởng cốt lõi của doanh nghiệp.

Vốn đầu tư vào dự án dầu khí thượng nguồn trên toàn cầu (Đvt: Tỷ USD)


Nguồn: IEF, S&P Global Commodity Insights

Điểm hòa vốn của các quốc gia Đông Nam Á (Đvt: USD/thùng)


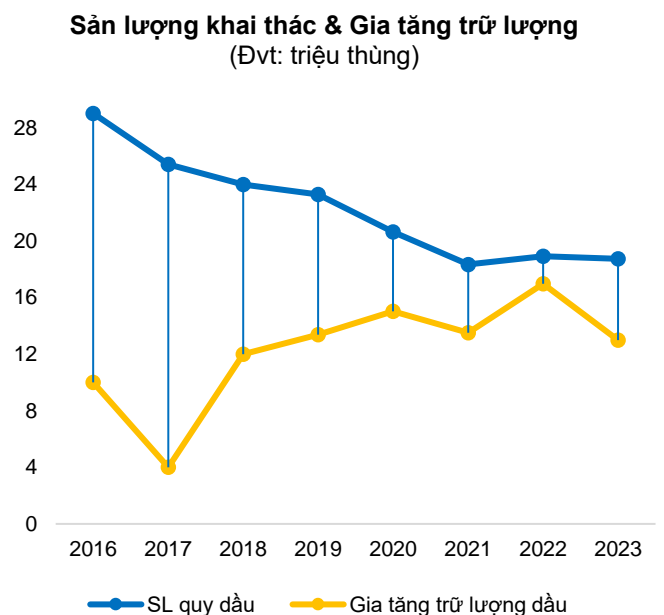
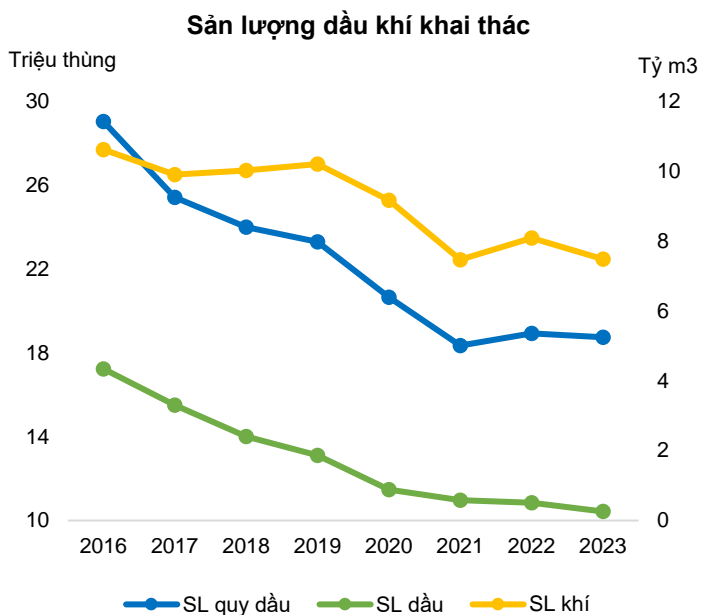
Nguồn: IHS Markit

Tình trạng giảm sản lượng khai thác dầu khí từ các mỏ trong nước đặt ra yêu cầu phát triển các mỏ dầu khí mới

Từ 2016 tới nay, sản lượng khai thác dầu khí giảm dần qua các năm đặc biệt là sản lượng dầu thô khai thác từ các mỏ trong nước. Trong khi đó, gia tăng trữ lượng trong nước đến từ các mỏ mới không đáp ứng nhu cầu khai thác, số lượng giếng thăm dò, khai thác mới không đạt kỳ vọng. Nguyên nhân là do:

- Các mỏ dầu khí suy giảm sản lượng tự nhiên do đã khai thác trong thời gian dài và trữ lượng còn lại khó khai thác. Tại các mỏ dầu khí chủ lực (Bạch Hổ, Sư Tử Đen, Sư Tử Vàng ...), việc khai thác đang ở giai đoạn giảm sản lượng hoặc độ ngập nước cao, tiềm ẩn rủi ro.
- Các chương trình thăm dò, khai thác tại một số mỏ có trữ lượng lớn không thể thực hiện do tranh chấp chủ quyền (mỏ khí Cá Voi Xanh nằm ở Lô 118, Bể Sông Hồng với trữ lượng 150 tỷ m³ khí; mỏ dầu khí Cá Rồng Đỏ nằm ở Lô 07/03, Bể Nam Côn Sơn với trữ lượng 45 triệu thùng dầu và 235 tỷ m³ khí).

Tình trạng thiếu hụt nguồn cung dầu khí kể trên đặt ra động lực rất lớn cho PVN và các cấp có thẩm quyền đẩy nhanh triển khai các dự án dầu khí hiện có nhằm bù đắp thiếu hụt sản lượng dầu khí trong nước. Điều này tạo ra động lực tăng trưởng rất lớn cho PTSC khi hàng loạt các dự án dầu khí lớn (Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng) đã và sẽ nhận được FID trong giai đoạn 2023–2024 và đi vào công đoạn xây lắp trong giai đoạn 2024–2028, qua đó thúc đẩy nguồn việc cho hoạt động M&C của PTSC.



Nguồn: PVN

Mảng M&C dầu khí dự báo sẽ bùng nổ trong giai đoạn 2024–2028 nhờ nguồn Backlog lớn đến từ dự án Lô B – Ô Môn và các dự án dầu khí khác

Tiềm năng mảng M&C dầu khí của PTSC đến chủ yếu từ khối lượng công việc trị giá khoảng 1,5 tỷ USD đến từ 4 hợp đồng xây lắp của PTSC tại chuỗi dự án Khí – Điện Lô B – Ô Môn. Trong năm 2023, PTSC đã được trao thầu giới hạn LLOA đối với 3 hợp đồng EPC và EPCI. Các gói thầu giới hạn này sẽ giúp PTSC triển khai một phần công việc trước khi quyết định đầu tư cuối cùng (FID) được ban hành chính thức để thực hiện trước một số công việc trong 6 tháng nhằm đảm bảo kịp tiến độ dòng dầu đầu tiên vào cuối năm 2026. Với tiến độ ký kết các hợp đồng thành phần của dự án Lô B – Ô Môn, FID của dự án được kỳ vọng sẽ sớm được ban hành chính thức trong nửa cuối năm 2024, qua đó giúp PTSC có đầy đủ cơ sở pháp lý để triển khai thi công các hạng mục được giao của dự án.

Các hợp đồng M&C trong dự án Lô B – Ô Môn:

Hợp đồng	Công việc	Trạng thái	PTSC thực hiện (triệu USD)
EPCI 1	EPCI giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở và tháp đuốc.	PQPOC đã trao thầu cho liên danh McDermott – PTSC.	493
EPCI 2	EPCI giàn thu gom, giàn đầu giếng, hệ thống đường ống nội mỏ.	PQPOC đã trao thầu cho PTSC M&C (công ty con của PTSC) thực hiện 100% hợp đồng.	300
EPC 3	EPC tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử cho toàn bộ dự án.	SWPOC đã trao thầu cho PTSC.	255
PC 4	Mua sắm, thi công (PC) tuyến ống biển.	Đang trong giai đoạn làm rõ hồ sơ chào thầu.	400

Nguồn: PTSC, BVSC tổng hợp

Các hợp đồng thương mại cần ký kết:

Hợp đồng	Mua bán khí (GSPA)	Vận chuyển (GTA)	Đầu nối, vận hành và dịch vụ (TOSA)	Bán khí (GSA)	Mua bán điện (PPA)
Nội dung	Cam kết mua bán khí Lô B giữa Chủ mỏ với Bên Mua.	Bên Mua (PVN) thuê các Chủ vận chuyển vận chuyển toàn bộ lượng khí Lô B về Ô Môn.	Hợp đồng giữa Chủ mỏ và Chủ vận chuyển để đầu nối các thiết bị của Chủ vận chuyển với giàn khai thác khí Lô B.	Bán khí sau khi về bờ giữa Bên Bán (PVN) với Bên Mua (các nhà máy điện tại Ô Môn).	Xác định giá bán và sản lượng điện giữa các nhà máy điện tại Ô Môn với đối tác mua điện.
Trạng thái	Đã ký kết.	Đã ký kết.	Đã ký kết.	Đã ký kết hợp đồng giữa PVN và GENCO2 cho nhà máy Ô Môn I. Các nhà máy Ô Môn II, III và IV chưa được ký kết.	Chưa ký kết.

Nguồn: BVSC tổng hợp

Ngày 31/5/2024 vừa qua, tại TP. Hồ Chí Minh, PTSC M&C đã chính thức ký kết Hợp đồng Tổng thầu EPCIC với Công ty Dầu khí Murphy Cửu Long Bắc (MCB) cho dự án phát triển mỏ dầu Lạc Đà Vàng (giai đoạn 1A) ở vùng biển ngoài khơi Việt Nam. Hợp đồng Tổng thầu EPCIC giữa MCB và PTSC M&C bao gồm các hạng mục công việc thiết kế chi tiết, mua sắm, thi công, vận chuyển, lắp đặt, đầu nối và chạy thử cho Giàn xử lý trung tâm LDV-A, với khối thượng tầng nặng hơn 6.000 tấn cùng với phần chân đế, cọc có khối lượng hơn

5.000 tấn. Giàn xử lý trung tâm LDV-A dự kiến sẽ được đưa vào vận hành vào nửa cuối năm 2026, với hầu hết các hạng mục công việc được thực hiện tại công trường của PTSC M&C tại thành phố Vũng Tàu.

Bên cạnh các dự án dầu khí trong nước, từ 2020, PTSC đã rất tích cực tìm kiếm các dự án dầu khí quốc tế đặc biệt là ở khu vực Trung Đông để duy trì khối lượng công việc cho mảng M&C do số lượng dự án mới trong nước không nhiều trong giai đoạn này. Điều này cũng tạo điều kiện tốt cho PTSC nâng cao năng lực, tạo tiềm năng lớn cho doanh nghiệp do các nước Trung Đông với trữ lượng dầu khí lớn, nhu cầu khai thác cao sẽ tạo nguồn công việc dồi dào cho các doanh nghiệp xây lắp.

Các dự án xây lắp dầu khí của PTSC (Đvt: triệu USD):

STT	Dự án	Khách hàng	Giá trị	Thời gian triển khai	Doanh thu 2024	Doanh thu 2025	Backlog còn lại	Trạng thái
1	Lô B - Ô Môn	PQPOC SWPOC	1.423	2024-2026	80	434	909	Kỳ vọng nhận FID trong nửa cuối năm 2024, khai thác dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
2	Lạc Đà Vàng	Murphy	283	2024-2027	37	91	155	Đã nhận FID vào tháng 11/2023, khai thác dòng dầu đầu tiên vào năm 2027.
3	Sư Tử Trắng 2B	Cửu Long JOC	250	2024-2026	38	88	125	Hợp đồng hiện tại hết hạn vào tháng 9/2025, giai đoạn 2B của mỏ Sư Tử Trắng sẽ gia tăng tuổi thọ cho Lô 15-1 thêm hơn 20 năm dự kiến dòng khí đầu tiên vào năm 2027.
4	Nam Du U Minh	Jadestone	150	2024-2026	23	53	75	Đã ký thỏa thuận mua bán khí vào tháng 1/2024, dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào Q4/2026.
5	Gallaf Batch (05) – Qatar*	North Oil Company	300	2022-2024	95	0	0	PTSC là tổng thầu dự án EPCI 2 giàn đầu giếng dự kiến hoàn thành trong tháng 8/2024.
6	CRPO 125&126 – Ả Rập Xê Út	Lamprell	40	2025-2026	0	12	28	PTSC Offshore Services (POS) làm thầu phụ cho gói thầu EPCI 4 chân đế ngoài khơi, 7 mô-đun sản xuất.
7	CRPO 135 – Ả Rập Xê Út	Lamprell	39	2026-2027	0	0	39	PTSC Offshore Services (POS) làm thầu phụ cho gói thầu hoá cái 3 giàn WHP, thay mới topsides, hoá cái Riser Platform.
8	LPG Thị Vải*	PVGAS	32	2023-2024	16	0	0	
9	LNG Thị Vải 2	PVGAS	100	2025-2026	0	30	70	
10	LNG Sơn Mỹ 1	PVGAS	300	2026-2028	0	0	300	
11	Hải Sư Vàng	Murphy	n/a	2028-2030	n/a	n/a	n/a	Dự kiến thực hiện thăm dò vào Q3/2024.
12	Lạc Đà Hồng	Murphy	n/a	2028-2030	n/a	n/a	n/a	Dự kiến thực hiện thăm dò vào Q4/2024.
13	Kèn Bầu	Eni Vietnam BV	n/a	2028-2030	n/a	n/a	n/a	Đang thăm dò, lên kế hoạch.
14	Cá Voi Xanh	ExxonMobil	n/a	2028-2030	n/a	n/a	n/a	Đang tạm dừng, chờ tái khởi động.

Nguồn: PTSC, BVSC tổng hợp

*: Đã ghi nhận doanh thu trong các năm trước

Với lượng Backlog khổng lồ, đặc biệt là dự án Lô B – Ô Môn với tổng giá trị hợp đồng thuộc về PTSC xấp xỉ 1,5 tỷ USD, BVSC dự báo doanh thu thuần của PTSC sẽ đạt trên 46 nghìn tỷ tương đương mức tăng trưởng CAGR 31% mỗi năm vào năm 2026, trong đó mảng M&C đóng góp khoảng 80% vào cơ cấu doanh thu thuần của doanh nghiệp.

Ngoài ra, Việt Nam còn sở hữu những mỏ khí với trữ lượng thậm chí còn lớn hơn rất nhiều mỏ Lô B (107 tỷ m³ khí), đó là mỏ Kèn Bầu (200–250 tỷ m³ khí) và Cá Voi Xanh (150 tỷ m³ khí) sẽ là lượng backlog dự trữ cho tiềm năng tăng trưởng dài hạn của PTSC trong mảng M&C dầu khí. Đặc biệt là trong bối cảnh thiếu khí tại Việt Nam và theo định hướng của Bộ Công thương trong Quy hoạch Điện VIII, công suất điện khí sẽ tăng gấp đôi trong giai đoạn 2023–2030. Theo đánh giá của BVSC, mỏ khí Kèn Bầu nhiều khả năng sẽ là đại dự án tiếp theo sau dự án Lô B do (1) Vị trí mỏ gần bờ tại tỉnh Quảng Trị, thuận lợi cho quá trình xây dựng; (2) Trữ lượng khí lớn nhất nước ta; và (3) Không có tranh chấp chủ quyền quốc tế do đó sẽ dễ dàng triển khai hơn so với mỏ Cá Voi Xanh.

Triển vọng phát triển điện gió ngoài khơi tạo thêm nguồn công việc dồi dào cho PTSC

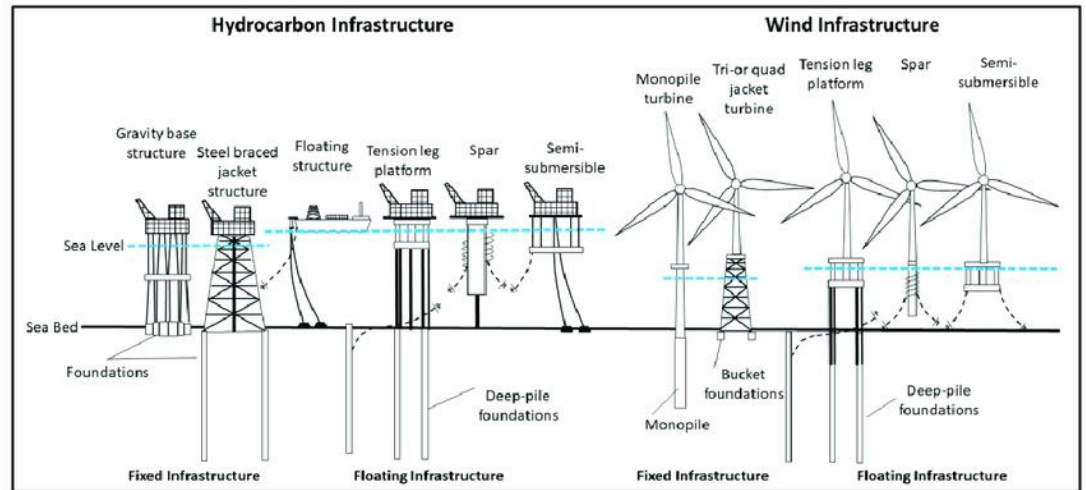
Mảng M&C trước đây của PTSC chủ yếu dựa phần lớn vào thực hiện các hợp đồng EPC dự án dầu khí ngoài khơi. Tuy nhiên, 50% phần trữ lượng dầu khí còn lại đã phát hiện lại nằm ở những vùng nước sâu, xa bờ, tranh chấp chủ quyền nên rất khó triển khai. Chính vì vậy, việc chuyển đổi, mở rộng mô hình kinh doanh là một điều tất yếu để duy trì hoạt động kinh doanh và tạo ra động lực tăng trưởng mới cho PTSC.

M&C điện gió ngoài khơi là giải pháp cho bài toán nêu trên nhờ (1) Năng lực triển khai dự án dầu khí ngoài khơi có những điểm tương đồng với hoạt động xây lắp điện gió ngoài khơi; và (2) Triển vọng phát triển công trình điện gió ngoài khơi trong và ngoài nước là rất lớn.

Năng lực triển khai dự án dầu khí ngoài khơi có những điểm tương đồng với hoạt động xây lắp điện gió ngoài khơi

Theo báo cáo của World Bank Group và tư vấn BVG Associates, PVN nói chung và PTSC nói riêng hoàn toàn có đầy đủ năng lực để thực hiện hầu hết toàn bộ công việc liên quan đến ngành công nghiệp điện gió ngoài khơi. Theo báo cáo của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA): Ngành công nghiệp dầu khí có thể đóng góp kinh nghiệm chuyên môn của ngành đến 40-45% chi phí cả đời của một dự án điện gió ngoài khơi. Thực tế cho thấy, hiện nay các nhà đầu tư hàng đầu trên thế giới trong ngành công nghiệp điện gió ngoài khơi đều đến từ các tập đoàn dầu khí như: Orsted, Equinor, Shell...

So sánh kết cấu hạ tầng dầu khí và điện gió ngoài khơi



Nguồn: MDPI

Xét về tính tương đồng kỹ thuật, đối với lĩnh vực điện gió ngoài khơi, ngoài phần tua bin và cáp điện ngầm, máy biến áp do một số ít các công ty nước ngoài độc quyền về công nghệ, các phần còn lại đều tương đồng về công nghệ với ngành dầu khí ngoài khơi. Công trình dầu khí và điện gió ngoài khơi đều là các dự án với kết cấu bằng thép được thi công chế tạo hoàn thiện trên bờ và lắp đặt ngoài khơi. Tương tự như các giàn khoan dầu khí, các dự án điện gió ngoài khơi cũng cần xây dựng phần móng cho các tua bin gió và các trạm biến áp trên biển; rải và lắp đặt cáp ngầm kết nối hệ thống, cáp xuất điện. Thậm chí, khối lượng và kích thước của các móng tua bin gió (chân đế tua bin gió chỉ khoảng 0,8-1,2 nghìn tấn) khá nhỏ so với móng cho các dự án khai thác dầu khí mà PTSC đã thực hiện (khoảng 15 nghìn tấn và có khả năng đóng mới lên tới 20 nghìn tấn). Còn khối lượng, kích thước cáp ngầm cũng tương tự như khối lượng, kích thước cáp ngầm sử dụng tại các công trình dầu khí, nhưng dễ thi công hơn nhiều so với công tác rải ống (xét về cả quy mô và độ phức tạp).

Xét về cơ sở hạ tầng kỹ thuật, với hệ thống cảng, khu vực chế tạo, nhà xưởng, trang thiết bị chế tạo trên bờ, tàu và phương tiện thi công biển hiện có, đây có thể coi là thế mạnh của PTSC khi phát triển điện gió ngoài khơi, góp phần tăng tỷ lệ nội địa hóa, tận dụng hiệu quả nguồn lực sẵn có.

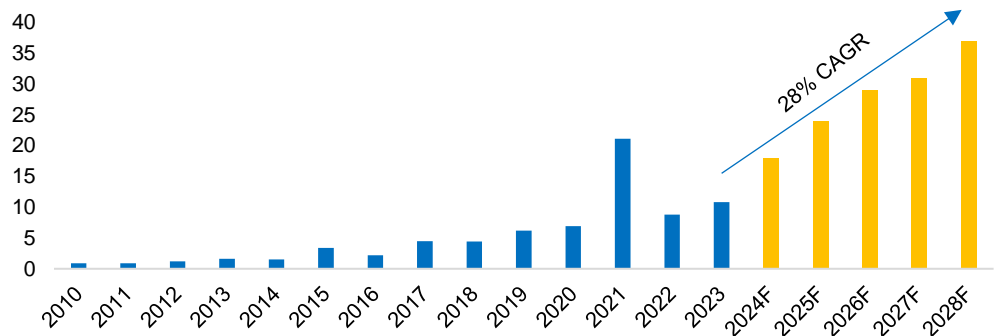
Triển vọng phát triển công trình điện gió ngoài khơi trong và ngoài nước là rất lớn

140 quốc gia trên toàn cầu đã cam kết phát thải ròng năm 2050 bằng 0 tại COP 26 trong đó có cả những quốc gia gây ô nhiễm nhất (Trung Quốc, Hoa Kỳ, Ấn Độ và Liên minh Châu Âu) và tại COP 28, gần 200 quốc gia đã cam kết giảm một nửa lượng khí thải toàn cầu vào năm 2030, giữ mức nóng lên toàn cầu ở mức 1,5 độ C. Do đó, họ đặt ra các mục tiêu chính, bao gồm, trong số những mục tiêu khác, tăng gấp ba công suất năng lượng tái tạo toàn cầu vào năm 2030.

Theo báo cáo của Hội đồng Năng lượng Gió Toàn cầu (GWEC), 2023 là năm chứng kiến số lượng lắp đặt điện gió trên bờ mới cao nhất trong lịch sử - hơn 100 GW và là mức cao thứ hai đối với điện gió ngoài khơi (11 GW). Cũng theo dự báo của tổ chức này, công suất lắp mới năng lượng gió trên toàn cầu sẽ tiếp tục gia tăng với tốc độ CAGR 28% mỗi năm trong giai đoạn 2023–2028 để nâng tổng công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi trên toàn cầu từ 75 GW (2023) lên 214 GW (2028).

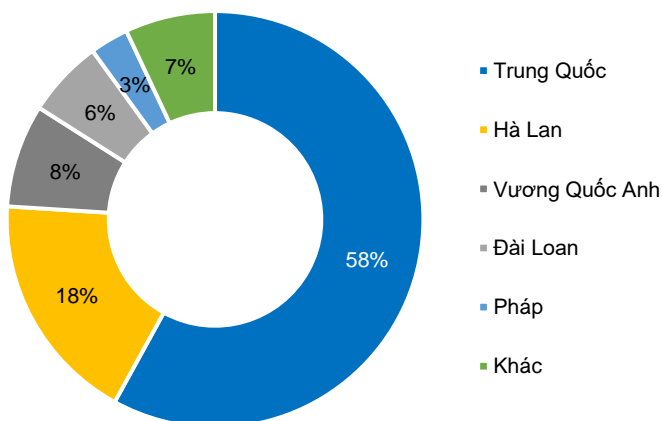
Trung Quốc hiện là quốc gia có tốc độ lắp mới điện gió cao nhất thế giới, trong số các quốc gia đang có tốc độ lắp mới điện gió nhanh trên toàn cầu, đặc biệt có Đài Loan, nơi PTSC đã và đang thực hiện một số dự án xây lắp chân đế điện gió như dự án EPCI 2 trạm biển áp ngoài khơi Hải Long 2 – 3, EPC 33 chân đế điện gió cho dự án Greater Changhua 2b & 4, EPC trạm biển áp ngoài khơi cho dự án Fengmiao. BVSC dự báo Đài Loan sẽ tiếp tục là thị trường tiềm năng cho PTSC triển khai các dự án điện gió ngoài khơi trong giai đoạn sắp tới. Đặc biệt, với mối quan hệ giữa PTSC với một số chủ đầu tư điện gió trong đó có Orsted, PTSC được kỳ vọng sẽ tiếp tục trở thành thầu phụ tại các dự án tiếp theo của Orsted tại Đài Loan.

Công suất lắp mới điện gió ngoài khơi trên toàn cầu (GW)

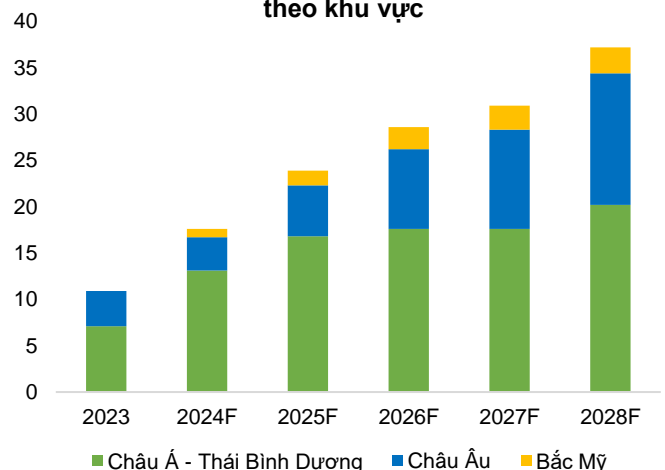


Nguồn: GWEC

Thị phần lắp mới điện gió ngoài khơi phân theo quốc gia năm 2023



Công suất lắp mới điện gió ngoài khơi phân theo khu vực



Nguồn: GWEC

Một số dự án của Orsted tại Đài Loan

Dự án	Tình trạng	Công suất (MW)	Năm vận hành
Greater Changhua 1	Đang vận hành	605,2	2024
Greater Changhua 2a	Đang vận hành	294,8	2024
Formosa 1	Đang vận hành	128	2020
Greater Changhua 2b	Đang xây dựng	337,1	2025
Greater Changhua 4	Đang xây dựng	582,9	2025
Greater Changhua 3	Đang phát triển	900	n/a
Xu Feng	Đang phát triển	1.350-2.100	n/a
Wo Neng	Đang phát triển	1.000-1.500	n/a

Nguồn: Orsted, BVSC tổng hợp

Theo Quy hoạch Điện VIII được phê duyệt vào ngày 15/5/2023, Việt Nam có kế hoạch nâng công suất điện gió ngoài khơi từ mức 0 ở thời điểm năm 2023 lên 6 GW vào năm 2030, tầm nhìn 70-91,5 GW điện gió ngoài khơi vào năm 2050, đóng góp vào mục tiêu giảm phát thải ròng bằng 0 (net zero) như đã cam kết tại COP26.

Mới đây, Bộ Công thương vừa có báo cáo trình Chính phủ về thực hiện Đề án nghiên cứu thí điểm phát triển điện gió ngoài khơi, trong đó có phương án lựa chọn nhà đầu tư. Theo đó, Bộ Công thương đưa ra 3 phương án chọn nhà đầu tư thí điểm là các tập đoàn kinh tế nhà nước bao gồm: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) và các đơn vị thuộc Bộ Quốc phòng. Trong số các đơn vị nêu trên, PVN được đánh giá là đơn vị phù hợp với chủ trương của Đảng về định hướng ngành nghề, lĩnh vực kinh doanh của PVN, kết hợp với những lợi thế sẵn có về cơ sở dữ liệu địa vật lý, cơ sở vật chất, nguồn nhân lực dồi dào, có chất lượng, PVN được dự báo sẽ là đơn vị sẽ được hưởng lợi từ các dự án thí điểm trước mắt và xa hơn là đơn vị đầu tư, xây lắp chính của các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam.

Bên cạnh hoạt động M&C cho các dự án điện gió, PTSC cũng đã bước đầu phát triển hoạt động kinh doanh mới – phát điện và xuất khẩu điện thông qua việc ký kết thỏa thuận hợp tác giữa PTSC và Sembcorp về việc xuất khẩu năng lượng tái tạo sang Singapore. Theo quyết định của Bộ Tài nguyên và Môi trường, PTSC được phép tiến hành các hoạt động trên tại địa điểm ngoài khơi vùng biển tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, gồm Khu vực biển số 1 và Khu vực biển số 2. Qua thông tin doanh nghiệp chia sẻ, dự án xuất khẩu điện nêu trên ước tính sẽ ghi nhận doanh thu từ năm 2033, tạo ra thêm dòng thu nhập mới thúc đẩy kết quả kinh doanh của PTSC trong dài hạn.

Backlog mảng M&C điện gió ngoài khơi giai đoạn 2024–2030 của PTSC tương đối dồi dào, tạo nguồn công việc ổn định cho doanh nghiệp

STT Dự án		Khách hàng	Giá trị (triệu USD)	Thời gian triển khai	Doanh thu 2024 (triệu USD)	Doanh thu 2025 (triệu USD)	Backlog còn lại (triệu USD)	Chi tiết
1	Hải Long 2&3 – Đà Loan*	Hai Long Offshore Wind	90	2022–2024	4,5	0	0	EPCI 2 trạm biến áp ngoài khơi.
2	Greater Changhua 2b & 4 – Đà Loan*	Orsted Taiwan	300	2023–2025	165	60	0	EPC 33 chân đế điện gió ngoài khơi.
3	Fengmiao – Đà Loan	Copenhagen Offshore	100	2024–2026	30	40	30	EPC trạm biến áp ngoài khơi.
4	Baltica 2 – Ba Lan*	Orsted & PGE	200	2023–2026	60	60	60	EPC 4 trạm biến áp ngoài khơi.
5	Dự án điện gió tiềm năng khác		1500	2025–2030	0	180	1.320	PTSC công bố đã ký mới và được trao thầu khoảng 1,5 tỷ USD cho các dự án điện gió ngoài khơi Đà Loan và châu Âu.
Tổng cộng					259,5	340	1.410	

Nguồn: PVS, BVSC tổng hợp

*: Đã ghi nhận doanh thu trong các năm trước

Dự báo hoạt động M&C điện gió sẽ mang lại doanh thu xấp xỉ 6.500 tỷ đồng trong năm 2024 nhờ ghi nhận 4 dự án điện gió đang triển khai nêu trên và tiếp tục duy trì doanh thu trong khoảng 8 đến 12 nghìn tỷ trong giai đoạn 2025–2028 qua đó, đóng góp khoảng 1/3 tổng doanh thu hoạt động M&C bên cạnh các dự án dầu khí đã phân tích ở phần trên.

Mảng kho nổi FSO/FPSO đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh của doanh nghiệp

Giá dầu duy trì ở mức cao là động lực cho các kho nổi của PTSC tiếp tục được gia hạn hợp đồng thuê với mức giá tốt. Hiện nay, VOFT và PTSC AP cũng đang đàm phán cho các kho nổi FPSO Ruby II và FPSO Lam Sơn khi 2 kho nổi này sẽ kết thúc hợp đồng vào cuối năm 2024. Do đặc tính của kho nổi thường gắn bó lâu dài với một dự án khai thác dầu khí, việc duy trì được giá thuê cao và ổn định là động lực mạnh mẽ duy trì kết quả kinh doanh tích cực cho PTSC.

FPSO Ruby II với mức giá thuê ngày khoảng 92.500 USD, đồng thời là liên doanh kho nổi mà PTSC nắm tỷ lệ sở hữu cao nhất (60%, tỷ lệ biểu quyết 50%) đóng góp tích cực nhất vào lợi nhuận từ công ty liên kết của PTSC.

Mới đây, PTSC cũng đã trúng thầu cung cấp dịch vụ FSO cho dự án Lạc Đà Vàng, dự kiến sẽ đón dòng dầu đầu tiên vào năm 2027. Ngoài ra, PTSC cũng được kỳ vọng sẽ trúng gói thầu cung cấp FSO cho mỏ khí Lô B sau khi đã nhận được hồ sơ mời thầu từ PQPOC trong năm 2023.

Các hợp đồng thuê kho nổi hiện tại và tiềm năng của PTSC:

STT	Tàu	Đáo hạn hợp đồng	Dayrate	Tỷ lệ sở hữu	LN CTLK 2024 ước tính (tỷ đồng)
1	FSO Orkid	2027	41.008	49%	46,9
2	FSO Golden Star	2027	68.885	49%	78,8
3	FPSO Ruby II	2024	92.500	60%	440,1
4	FPSO Lam Sơn	2024	49.727	51%	148,4
5	FSO Biển Đông 01	2028	40.854	51%	5,8
6	FSO/FPSO Lạc Đà Vàng*	n/a	50.000	50%	n/a
7	FSO/FPSO Lô B*	n/a	50.000	50%	n/a

Nguồn: PVS, BVSC tổng hợp

*: BVSC ước tính

Dự phóng kết quả kinh doanh

(Đvt: tỷ đồng)	2023	2024F	YoY	2025F	YoY	Chú giải
Doanh thu thuần	19.374	22.433	16%	35.870	60%	
Tàu kỹ thuật	1.607	1.732	8%	1.786	3%	Hưởng lợi nhờ phục vụ các dự án xây lắp và bảo dưỡng ngoài khơi.
Kho nổi FSO/FPSO	2.207	2.226	1%	2.271	2%	Duy trì ổn định, tăng trưởng nhẹ nhờ hưởng lợi từ tỷ giá tăng.
Khảo sát địa chất, địa chấn	405	477	18%	496	4%	Tăng trưởng từ nền thấp do ký kết hợp đồng khảo sát với Saudi Aramco.
Căn cứ cảng	1.412	1.520	8%	1.550	2%	Hưởng lợi từ tăng trưởng xếp dỡ hàng hóa do giá xếp dỡ tăng, sản lượng tăng khi kinh tế hồi phục.
Xây lắp và đóng mới (M&C)	11.173	13.832	24%	27.005	95%	Tăng trưởng nhờ Backlog dồi dào đến từ các dự án dầu khí trong nước và điện gió ngoài khơi.
Sửa chữa và bảo dưỡng	1.913	2.009	5%	2.109	5%	Duy trì mức tăng trưởng nhẹ và hưởng lợi từ tăng trưởng của mảng M&C.
Khác	657	638	-3%	654	2%	
Lợi nhuận gộp	1.039	1.174	13%	1.655	41%	
Tàu kỹ thuật	213	230	8%	213	-7%	
Kho nổi FSO/FPSO	172	169	-1%	173	2%	
Khảo sát địa chất, địa chấn	46	72	57%	58	-19%	
Căn cứ cảng	264	314	19%	320	2%	
Xây lắp và đóng mới (M&C)	175	278	59%	782	181%	Biên lợi nhuận kỳ vọng được mở rộng nhờ: <ul style="list-style-type: none"> Tỷ trọng đóng góp từ các dự án dầu khí quy mô lớn với mức biên lợi nhuận cao hơn được gia tăng; Năng lực triển khai các dự án điện gió được cải thiện; Nhận được các gói thầu chế tạo quy mô lớn giúp PTSC tối ưu hóa nhân công và chi phí.
Sửa chữa và bảo dưỡng	70	71	1%	68	-5%	
Khác	99	40	-59%	41	2%	
Chi phí bán hàng	85	93	9%	145	55%	Chi phí hoa hồng, quảng cáo và các chi phí khác biến động theo tăng trưởng doanh thu.
Chi phí QLDN	967	947	-2%	1.143	21%	Chi phí dịch vụ mua ngoài biến động nhẹ theo tăng trưởng doanh thu.
Doanh thu tài chính	790	697	-12%	676	-3%	Điều chỉnh giảm thu nhập lãi vay do mặt bằng lãi suất thấp.
Chi phí tài chính	216	192	-11%	215	12%	Chi phí lãi vay giảm do mặt bằng lãi suất thấp, tỷ giá tăng làm giảm lỗ tỷ giá.
Lợi nhuận CTLK	651	726	12%	752	4%	Giá thuê kho nổi duy trì ổn định, hưởng lợi từ tỷ giá tăng.
Lợi nhuận khác	66	172	161%	157	-9%	
Lợi nhuận trước thuế	1.277	1.538	20%	1.738	13%	Biên LNTT giảm nhẹ do tỷ trọng đóng góp mảng M&C (biên lợi nhuận thấp) vào doanh thu thuần tăng nhanh.

Nguồn: BVSC dự báo

Định giá

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF & FCFE)

Đối với phương pháp chiết khấu dòng tiền, BVSC sử dụng 2 phương pháp chiết khấu là chiết khấu dòng tiền FCFF với mức lãi suất chiết khấu 11,45% và chiết khấu dòng tiền FCFE với mức lãi suất chiết khấu 12,03%.

Chỉ tiêu	Giá trị	Chỉ tiêu	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	3%	Tỷ trọng vốn cổ phần mục tiêu	90%
Beta	1,025	Tỷ trọng vốn vay mục tiêu	10%
Phản bù rủi ro vốn cổ phần	9%	WACC	11,54%
Chi phí vốn cổ phần	12,03%	Tăng trưởng vĩnh viễn	3%
Chi phí vốn vay	9%		

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF

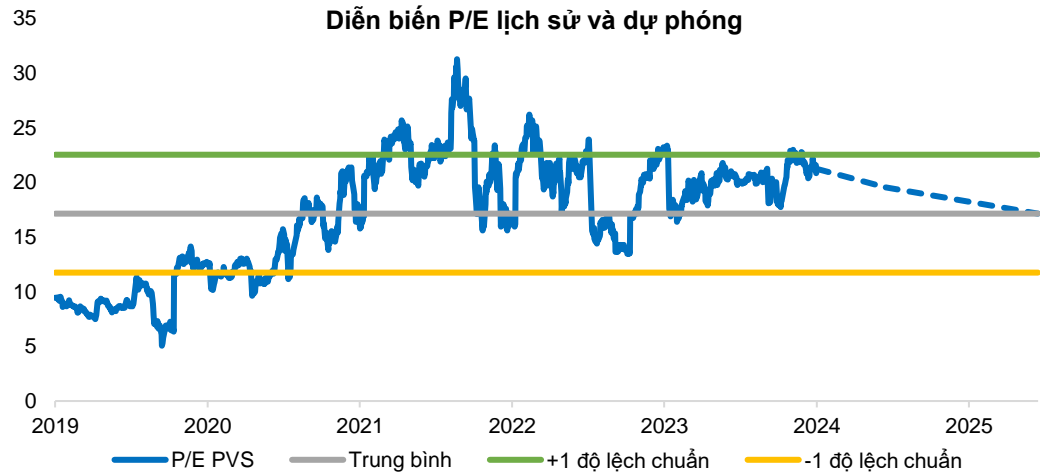
(Đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
CFO và dòng tiền từ thu nhập cổ tức	1.012	1.794	1.897	2.685	1.933
(+) Chi phí lãi vay sau thuế	47	56	57	55	52
(-) Đầu tư tài sản dài hạn	455	399	353	374	395
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp (FCFF)	603	1.451	1.602	2.367	1.590
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFF (2025-2033)	7.717				
Giá trị hiện tại của Terminal Value	6.900				
Tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền	14.616				
(-) Nợ vay	1.526				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	774				
(+) Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn	10.447				
Giá trị của VCSH	22.763				
Số lượng cổ phiếu phổ thông lưu hành (CP)	477.966.290				
Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	47.625				

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFE

(Đvt: tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
CFO và dòng tiền từ thu nhập cổ tức	1.012	1.794	1.897	2.685	1.933
(-) Đầu tư tài sản dài hạn	455	399	353	374	395
(+) Vay nợ mới ròng	-214	25	-7	-21	-29
Dòng tiền tự do cho chủ sở hữu (FCFE)	343	1.419	1.537	2.290	1.509
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFE (2025-2033)	7.248				
Giá trị hiện tại của Terminal Value	6.066				
Tổng giá trị hiện tại của các dòng tiền	13.314				
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	774				
(+) Tiền và Đầu tư tài chính ngắn hạn	10.447				
Giá trị của VCSH	22.987				
Số lượng cổ phiếu phổ thông lưu hành (CP)	477.966.290				
Giá trị cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)	48.093				

Phương pháp so sánh P/E

Mức P/E mục tiêu cho PTSC là 17,15x lần thông qua đối chiếu diễn biến P/E lịch sử của cổ phiếu trong quá khứ và so sánh tương quan với các cổ phiếu cùng ngành khác trong khu vực. Với mức EPS forward 2025 dự báo là 2.815 đồng/cổ phiếu, BVSC đưa ra mức định giá cho PTSC theo phương pháp P/E là **48.276 đồng/cổ phiếu**.



Nguồn: FiinProX, BVSC ước tính

So sánh P/E của PTSC với một số doanh nghiệp trong khu vực

Tên công ty	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	ROE
SHANGHAI SK PETROLEUM	232	57,84	2,21
SINOPEC OILFIELD SERVICE	3.957	58,65	5,98
CHINA OILFIELD SERVICES	7.590	8,98	7,94
TONG PETROTECH CORP	311	58,85	2,56
JIANGSU RUTONG PETRO	279	19,66	7,85
PETROVIETNAM DRILLING	583	23,26	4,37
JINDAL DRILLING	221	36,35	3,82
PETROSEA	556	57,85	3,77
COASTAL CONTRACTS	216	21,28	2,97
ZHONGMAN PETROLEUM	1.135	10,44	29,48
PANZHIHUA BING YANG	135	12,87	12,88
YANTAI JEREH OILFIELD	4.400	12,70	13,32
SHANXI GUOXIN ENERGY	633	36,97	2,89
PTSC OFFSHORE SERVICES JSC	32	18,23	5,80
ANTON OILFIELD SERVICES	208	7,34	8,38
TERRENCE ENERGY CO LTD	133	17,51	7,77
SUNINDO PRATAMA	107	16,55	22,54
HAIMO TECHNOLOGIES GROUP	285	47,04	4,01
VELESTO ENERGY	399	13,44	5,45
DELEUM BERHAD	112	10,87	11,88
JNK INDIA LTD	464	54,05	39,46
BOMESC OFFSHORE ENGINEERI-A	433	52,33	2,50
DEEP INDUSTRIES LTD	240	16,29	8,38
DAYANG ENTERPRISE HLDGS BHD	711	11,98	17,39
NANJING DEVELOP ADVANCED M-A	329	16,51	7,94
PETROVIETNAM TECHNICAL SERVICE	731	20,35	8,42
Trung vị	320	18,95	7,81
P/E mục tiêu		17,15	

Nguồn: Bloomberg, FiinProX

Tổng hợp định giá

Kết hợp 3 phương pháp định giá FCFF, FCFE và P/E với tỷ trọng lần lượt là 25%, 25% và 50%, giá mục tiêu của cổ phiếu PVS sau khi điều chỉnh chi trả cổ tức kỳ vọng là 48.067 đồng/cổ phiếu. Điều chỉnh cộng thu nhập cổ tức tỷ lệ 7% đã được Đại hội đồng Cổ đông thông qua trong Đại hội cổ đông thường niên, mức giá hợp lý của cổ phiếu PVS khi chưa điều chỉnh cổ tức là **48.767 đồng/cổ phiếu** tương đương tiềm năng tăng giá 25%.

Bảng tổng hợp kết quả định giá

Chỉ tiêu	Giá trị (đồng/cp)	Tỷ trọng
FCFF	47.625	25%
FCFE	48.093	25%
P/E	48.276	50%
Giá mục tiêu đã điều chỉnh cổ tức	48.067	
Cổ tức	700	
Giá mục tiêu chưa điều chỉnh cổ tức	48.767	

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh							
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu thuần	16.366	19.374	22.433	35.870	44.254	45.930	35.100
Giá vốn	-15.353	-18.335	-21.258	-34.215	-41.872	-43.432	-33.183
Lợi nhuận gộp	1.014	1.039	1.174	1.655	2.383	2.499	1.917
Doanh thu tài chính	489	780	697	676	718	698	697
Chi phí tài chính	-163	-216	-192	-215	-210	-210	-205
Lợi nhuận sau thuế	1.051	1.060	1.244	1.406	1.938	2.022	1.711

Bảng cân đối kế toán							
(Đơn vị: tỷ VNĐ)	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Tiền & khoản tương đương tiền	5.219	5.757	5.864	7.450	7.833	10.052	11.447
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4.837	4.329	4.583	4.456	4.520	4.488	4.504
Các khoản phải thu ngắn hạn	5.047	4.185	4.639	5.752	6.345	7.199	5.648
Hàng tồn kho	1.090	1.470	1.653	1.682	1.597	1.497	1.579
Tài sản cố định	3.048	3.391	3.429	3.339	3.338	3.114	2.893
Tổng tài sản	25.924	26.416	27.320	29.756	31.628	34.338	34.052
Nợ vay ngắn hạn	752	1.176	829	849	867	886	765
Nợ vay dài hạn	624	564	697	702	677	637	730
Vốn chủ sở hữu	13.055	13.544	14.129	14.831	15.917	16.921	17.702
Tổng nguồn vốn	25.924	26.416	27.320	29.756	31.628	34.338	34.052

Chỉ số tài chính							
Chỉ tiêu	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Chỉ tiêu tăng trưởng							
Tăng trưởng doanh thu	15%	18%	16%	60%	23%	4%	-24%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	40%	1%	17%	13%	38%	4%	-15%
Chỉ tiêu sinh lời							
Lợi nhuận gộp biên	6,2%	5,4%	5,2%	4,6%	5,4%	5,4%	5,5%
Lợi nhuận thuần biên	6,4%	5,5%	5,5%	3,9%	4,4%	4,4%	4,9%
ROA	4,1%	4,1%	4,6%	4,9%	6,3%	6,1%	5,0%
ROE	8,2%	8,0%	9,0%	9,7%	12,6%	12,3%	9,9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn							
Tổng nợ/Tổng tài sản	50%	49%	48%	50%	50%	51%	48%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	99%	95%	93%	101%	99%	103%	92%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần							
EPS (đồng/cổ phần)	2.070	2.148	2.470	2.815	3.933	4.109	3.442
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	27.313	28.337	29.562	31.029	33.302	35.402	37.035

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Đăng Thành** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan 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 về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác 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.

Hệ thống nhận định của BVSC được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

Các nhận định	Định nghĩa
OUTPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%
NEUTRAL	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%
UNDERPERFORM	Tổng lợi nhuận nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

LIÊN HỆ

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

Phạm Tiến Dũng Giám đốc khối dungtp@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
Nguyễn Đức Hoàng Ngân hàng, Xây dựng, Vật liệu xây dựng hoangnd@bvsc.com.vn	Trương Sỹ Phú Hàng tiêu dùng, CNTT phuts@bvsc.com.vn	Trần Xuân Bách Phân tích kỹ thuật bachtx@bvsc.com.vn
Trần Phương Thảo Bất động sản, Vật liệu xây dựng thaotp@bvsc.com.vn	Tôn Nữ Nhật Minh Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép minhtnn@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	Nguyễn Viết Dân Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không dannv@bvsc.com.vn	Nguyễn Hồng Hoa Chiến lược thị trường hoanh@bvsc.com.vn
Trần Tuấn Dương Tiện ích công cộng, Cao su tự nhiên, VLXD duongtt@bvsc.com.vn	Lương Ngọc Tuấn Dũng Bán lẻ, Hàng tiêu dùng dunglnt@bvsc.com.vn	Lê Hoàng Phương Chứng Khoán phuonglh@bvsc.com.vn
Nguyễn Đăng Thành Dầu khí, Hàng không thanhd@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