

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

MUA +24,1%

|                          |                   |
|--------------------------|-------------------|
| Ngành                    | Dầu khí           |
| Ngày báo cáo             | 27/03/2024        |
| Giá hiện tại             | 39.100 VND        |
| <b>Giá mục tiêu</b>      | <b>47.800 VND</b> |
| Giá mục tiêu gần nhất    | 42.600 VND        |
| TL tăng                  | +22,3%            |
| Lợi suất cổ tức          | 1,8%              |
| <b>Tổng mức sinh lời</b> | <b>+24,1%</b>     |

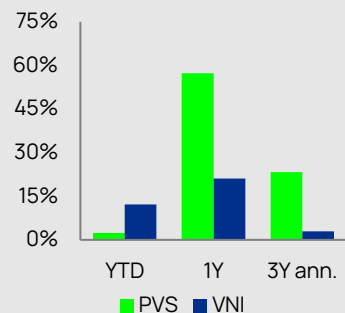
|                      |                    |
|----------------------|--------------------|
| GT vốn hóa           | 18,4 nghìn tỷ đồng |
| Room KN              | 5,1 nghìn tỷ đồng  |
| GTGD/ngày (30n)      | 295,2 tỷ đồng      |
| Cổ phần Nhà nước     | 51,4%              |
| SL cổ phiếu lưu hành | 478,0 tỷ           |
| Pha loãng            | 478,0 tỷ           |
| PEG 3 năm            | 0,7                |

|             | PVS   | VNI   |
|-------------|-------|-------|
| P/E (trượt) | 20,7x | 16,4x |
| P/B         | 1,5x  | 1,8x  |
| ROA         | 3,9%  | 1,9%  |
| ROE         | 7,7%  | 12,1% |

## Tổng quan Công ty

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

## Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước  
Chuyên viên

Đình Thị Thùy Dương  
Phó giám đốc

| (tỷ đồng)                     | 2023   | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu                     | 19.374 | 28.284 | 38.795 | 51.999 |
| % YoY                         | 18,4%  | 46,0%  | 37,2%  | 34,0%  |
| LNST sau lợi ích CĐTS         | 1.026  | 1.132  | 1.686  | 2.227  |
| % YoY                         | 3,7%   | 10,2%  | 49,0%  | 32,1%  |
| LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi | 1.026  | 1.132  | 1.686  | 2.227  |
| EPS                           | 3,7%   | 10,2%  | 49,0%  | 32,1%  |
| % YoY                         |        |        |        |        |
| Biên lợi nhuận gộp            | 5,4%   | 6,0%   | 6,3%   | 6,0%   |
| Biên EBITDA                   | 2,5%   | 4,6%   | 5,1%   | 4,9%   |
| Biên lợi nhuận từ HĐKD        | -0,1%  | 2,2%   | 3,3%   | 3,7%   |
| Biên lợi nhuận ròng           | 5,5%   | 4,3%   | 4,6%   | 4,4%   |
| ROE                           | 7,7%   | 8,1%   | 11,1%  | 13,2%  |
| EV/EBITDA                     | 23,0x  | 8,4x   | 5,0x   | 3,2x   |
| P/E                           | 20,7x  | 18,8x  | 12,6x  | 9,5x   |
| P/B                           | 1,5x   | 1,4x   | 1,2x   | 1,1x   |

## Nâng dự báo backlog điện gió ngoài khơi, Lô B cận giai đoạn nhận FID

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 12% lên 47.800 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA cho Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS). Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 thêm 12% (tương ứng +3%/+6%/+14%/+9%/+28% cho các năm 2024/25/26/27/28).
- Chúng tôi nâng dự báo chủ yếu do giả định biên lợi nhuận gộp tăng một chút đối với mảng Cơ khí & Xây dựng (M&C) dựa theo kết quả kiểm toán năm 2023, giả định backlog điện gió ngoài khơi ở nước ngoài tăng 67% trong giai đoạn 2024-2030 và giá thuê ngày tăng gấp đôi đối với FPSO Ruby 2 trong giai đoạn 2025-2026.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ tăng 10% YoY do chúng tôi dự báo doanh thu mảng M&C tăng khoảng 70% YoY, nhờ sự phục hồi của hoạt động thăm dò và khai thác trong nước, dự án điện gió ngoài khơi mới và giả định biên lợi nhuận gộp của M&C sẽ tăng lên 3,5% so với 1,4% vào năm 2023. Chúng tôi ước tính LNST quý 1 là 187 tỷ đồng (-13% YoY) do mảng M&C thường ghi nhận doanh thu chủ yếu trong quý 4.
- Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS giai đoạn 2024-2027 là 25%, được hỗ trợ bởi dự báo giá trị backlog mảng M&C giai đoạn 2024-2028 là 6,4 tỷ USD và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO trung bình vào khoảng 507 tỷ đồng trong giai đoạn 2024-2028.
- PVS có định giá hấp dẫn với P/E dự phóng năm 2024 là 18,8 lần, tương ứng PEG 3 năm là 0,8, và số dư tiền mặt là 416 triệu USD tính đến cuối năm 2023 (chiếm 55% giá trị vốn hóa của công ty).
- Yếu tố hỗ trợ:** Dự án điện gió ngoài khơi xuất khẩu điện sang Singapore trị giá 5 tỷ USD (trang 18). **Rủi ro:** Trì hoãn tại dự án Lô B.

Chúng tôi tăng giả định biên lợi nhuận gộp mảng M&C từ 4,7% lên 4,8% cho giai đoạn 2026-2028 sau khi LNST đã kiểm toán năm 2023 của PVS cao hơn 19% so với LNST chưa kiểm toán. Cụ thể, chúng tôi nâng giả định biên lợi nhuận gộp của EPCI#2 và #3&4 của dự án Lô B từ 5,0% lên 6,0% để phù hợp với biên lợi nhuận gộp ước tính của EPCI#1 là 6,0% (dựa trên kế hoạch của ban lãnh đạo về biên lợi nhuận ròng là 4%). Theo kết quả kiểm toán năm 2023, chúng tôi nhận thấy ban lãnh đạo thường thận trọng trong việc ước tính chi phí.

Chúng tôi nâng dự báo backlog của các dự án trang trại điện gió ngoài khơi khác tại nước ngoài trong giai đoạn 2024-2030 từ 1,2 tỷ USD lên 2,0 tỷ USD do tiềm năng tăng trưởng lớn đáng kể cũng như sự sẵn sàng của PVS trong việc thực hiện các dự án này. Trong cuộc họp nhà đầu tư gần đây, PVS đã tham khảo cơ sở dữ liệu Windlogix, ước tính công suất lắp đặt gió ngoài khơi toàn cầu sẽ tăng trưởng với CAGR là 28% trong giai đoạn 2023-2030. Ngoài ra, Windlogix ước tính chi tiêu cho điện gió ngoài khơi toàn cầu vào năm 2023 là 70 tỷ USD. Tổ chức này cũng dự báo tổng chi tiêu cho EPCI điện gió ngoài khơi toàn cầu trong giai đoạn 2024-2027 sẽ là 372 tỷ USD, tương đương 93 tỷ USD mỗi năm, cao hơn 33% so với chi tiêu EPCI điện gió ngoài khơi vào năm 2023.

Chúng tôi nâng dự báo giá thuê ngày của FPSO Ruby II từ 40.000 USD lên 92.500 USD cho giai đoạn 2025-2026. Mức tăng này dựa trên việc tăng giá dầu gần đây của Cơ quan Thông tin

Năng lượng Mỹ (EIA) và cuộc thảo luận của chúng tôi với PVS cho thấy hợp đồng có khả năng cao sẽ gia hạn thêm một năm với giá thuê ngày ở mức 92.500 USD.

**Dự án Lô B ghi nhận nhiều tiến triển hơn trong mục tiêu nhận được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong nửa đầu năm 2024.** Vào ngày 13/3, Bộ Công Thương đã yêu cầu các bên liên quan của Lô B đẩy nhanh các công việc còn lại để đạt được FID vào tháng 3, trước thời hạn tháng 4. Ngày 18/3, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB) đã ký Hợp đồng khung thu xếp tín dụng cho dự án Lô B.

## Cập nhật các diễn biến mới

### Báo cáo tài chính đã kiểm toán năm 2023

PVS công bố báo cáo tài chính đã kiểm toán năm 2023 với doanh thu và LNST sau lợi ích CĐTS lần lượt đạt 19,4 nghìn tỷ đồng và 1.026 tỷ đồng. Kết quả LNST sau lợi ích CĐTS này cao hơn 18,5% so với kết quả chưa kiểm toán trước đó là 866 tỷ đồng.

PVS cũng điều chỉnh lại LNST sau lợi ích CĐTS năm 2022 tăng 12% từ 884 tỷ đồng lên 989 tỷ đồng, theo báo cáo kiểm toán Nhà nước.

Sự điều chỉnh này là do (1) chi phí kiểm toán cho giai đoạn 3 của Gallaf (dự án dầu khí ở Trung Đông) và OSS Hải Long (dự án điện gió ngoài khơi ở Đài Loan) giảm và (2) doanh thu kiểm toán của dự án LNG Thị Vải tăng. Ngoài ra, chi phí quản lý (G&A) năm 2023 đã được điều chỉnh giảm 8%. Biên lợi nhuận gộp cho năm 2023 là 5,4% so với số liệu chưa kiểm toán là 4,9%. Chúng tôi cho rằng điều này là ban lãnh đạo áp dụng phương pháp ước tính chi phí thận trọng.

### Lĩnh vực điện gió ngoài khơi có tiềm năng tăng trưởng lớn

Trong một cuộc họp nhà đầu tư gần đây, PVS đã tham khảo cơ sở dữ liệu Windlogix, ước tính công suất lắp đặt gió ngoài khơi toàn cầu là 70 GW vào năm 2023 và dự kiến công suất này sẽ tăng lên 309 GW vào năm 2030, tương ứng CAGR là 28% trong giai đoạn 2023-2030. Ngoài ra, Windlogix ước tính chi tiêu cho điện gió ngoài khơi toàn cầu vào năm 2023 đã tăng khoảng 80% YoY lên 70 tỷ USD. Tổ chức năng cũng dự báo tổng chi tiêu cho EPCI (Thiết kế, Mua sắm, Xây dựng và Lắp đặt) điện gió ngoài khơi toàn cầu trong giai đoạn 2024-2027 là 372 tỷ USD, hay 93 tỷ USD mỗi năm, cao hơn 33% so với chi tiêu EPCI điện gió ngoài khơi vào năm 2023. Điều này cho thấy lĩnh vực điện gió ngoài khơi toàn cầu vẫn còn dư địa tăng trưởng rất lớn bất chấp việc nhiều chủ đầu tư hủy bỏ dự án gần đây. Xem thêm trong bài viết về Quan điểm ngành điện gió ngoài khơi của chúng tôi, ngày 3/1/2024, "[Công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu lấy lại đà tăng trưởng từ năm 2024](#)".

Do đó, chúng tôi nâng dự báo backlog tiềm năng và doanh thu cho mảng điện gió ngoài khơi khác của PVS trong giai đoạn 2024-2030 thêm 67%, từ 1,2 tỷ USD lên 2,0 tỷ USD. Cụ thể, trong giai đoạn 2024-2028, chúng tôi nâng dự báo tổng doanh thu thêm 46%.

**Hình 1: Dự báo doanh thu từ các dự án điện gió ngoài khơi khác (triệu USD)**

| Triệu USD                   | 2024F     | 2025F     | 2026F     | 2027F      | 2028F       | 2029F      | 2030F       | Aggregate  |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|-------------|------------|-------------|------------|
| Mới                         | 140       | 300       | 240       | 467        | 400         | 187        | 267         | 2.000      |
| Trước đây                   | 132       | 300       | 235       | 280        | 112         | 112        | 29          | 1.200      |
| <b>Mới so với trước đây</b> | <b>6%</b> | <b>0%</b> | <b>2%</b> | <b>67%</b> | <b>257%</b> | <b>67%</b> | <b>820%</b> | <b>67%</b> |

Nguồn: Dự báo của Vietcap

### Gia hạn hợp đồng FPSO Ruby II với giá thuê ngày cao hơn

Chúng tôi tự tin hơn vào việc gia hạn hợp đồng cho FPSO Ruby II với giá thuê ngày được duy trì ở mức 92.500 USD trong giai đoạn 2025-2026 so với giá định trước đó của chúng tôi là 40.000 USD. Sự điều chỉnh này được hỗ trợ bởi triển vọng lạc quan hơn về giá dầu Brent và nhu cầu dầu toàn cầu so với dự báo trước đây cũng như cuộc thảo luận của chúng tôi với công ty. Vào ngày 13/3, EIA đã điều chỉnh tăng dự báo giá dầu Brent trung bình lên 87 USD/thùng cho năm 2024 và 85 USD/thùng cho năm 2025, tương ứng mức tăng lần lượt là 5,6% và 6,7% so với dự báo trước đó. Những dự báo mới này cao hơn 4,8% và 13,3% so với dự báo tương ứng hiện tại của chúng tôi là 83

USD/thùng và 75 USD/thùng. Ngoài ra, dự báo đồng thuận của Bloomberg cho triển vọng giá dầu trong dài hạn là khoảng 80 USD/thùng trong giai đoạn 2024-2026. Về phía nhu cầu, gần đây, IEA cũng tăng dự báo nhu cầu dầu thế giới thêm 0,1 triệu thùng/ngày lên 1,3 triệu thùng/ngày vào năm 2024, điều này càng củng cố thêm cho triển vọng tích cực của chúng tôi. FPSO này hiện đóng góp khoảng 30% vào LNTT năm 2023 của PVS. Tham khảo thêm thông tin chi tiết về FPSO ở trang 11.

## **Dự án Lô B ghi nhận nhiều tiến triển trong mục tiêu nhận được FID**

**Ngày 13/3, Bộ Công Thương yêu cầu các bên liên quan của Lô B đẩy nhanh các bước sau để đạt được FID vào tháng 3, trước thời hạn tháng 4.**

1. Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và Tập đoàn Điện lực Việt Nam phối hợp với các đối tác nước ngoài cũng như các nhà đầu tư nhà máy điện Ô Môn ký các Hợp đồng mua bán khí, Hợp đồng mua bán điện để cấp FID vào tháng 3/2024 nhằm đón dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2026.
2. GAS và các đối tác thực hiện các công việc chuẩn bị đưa đường ống dẫn khí vào vận hành phù hợp với hoạt động khai thác mỏ khí thượng nguồn.
3. PVN, EVENCO2, Công ty TNHH Điện lực Ô Môn hoàn tất các thủ tục giấy tờ cũng như nghiên cứu khả thi để sớm khởi công xây dựng các nhà máy điện.

**Ngày 18/3, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và Ngân hàng TMCP Ngoại thương Việt Nam (VCB) đã ký Hợp đồng khung thu xếp tín dụng cho dự án Lô B.** Thỏa thuận này thể hiện cam kết của VCB trong việc thu xếp các khoản vay trung và dài hạn bằng ngoại tệ cho các dự án thượng nguồn và trung nguồn của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam trong chuỗi điện khí Lô B - Ô Môn. Phân khúc thượng nguồn (8 tỷ USD) bao gồm giàn xử lý trung tâm và giàn đầu giếng để khai thác khí, với PVS và PVD là những công ty hưởng lợi chính. Phân khúc trung nguồn (1,3 tỷ USD) bao gồm các đường ống dẫn khí, với GAS, PVS và PVB những công ty hưởng lợi chính.

**Chúng tôi đánh giá những diễn biến này là rất tích cực** khi các bên liên quan của Lô B tích cực làm việc cùng nhau để hỗ trợ quyết định đầu tư cuối cùng cho Lô B. Điều này thể hiện cam kết mạnh mẽ của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam trong việc đạt được quyết định đầu tư cuối cùng trước tháng 4/2024. Hiện chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B sẽ nhận được FID trong nửa đầu năm 2024.

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

Hình 2: Vietcap's 2024 forecasts

| Tỷ đồng<br>(Trừ khi được nêu rõ)         | 2023          | Dự báo<br>2024 | YoY                        | Dự báo<br>2024 mới<br>so với dự<br>báo cũ | Giải thích:<br>(1) Tăng trưởng YoY<br>(2) % dự báo cũ   |
|--|---------------|----------------|----------------------------|---|---|
| <b>Doanh thu thuần</b>                   | <b>19.374</b> | <b>28.284</b>  | <b>46,0%</b>               | <b>0,7%</b>                               | (1) Được thúc đẩy bởi backlog mảng M&C gần gấp đôi so với cùng kỳ và mức tăng trưởng trong tất cả các mảng.   |
| Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)                   | 1.607         | 1.647          | 2%                         | 0,0%                                      |   |
| Dịch vụ quản lý FPSO/FSO                 | 2.207         | 2.251          | 2%                         | 0,0%                                      |   |
| Khảo sát địa chấn và ROV                 | 405           | 547            | 35%                        | 0,0%                                      |   |
| Cần cẩu cảng dịch vụ                     | 1.412         | 1.525          | 8%                         | -0,4%                                     |   |
| Cơ khí và xây dựng (M&E)                 | 11.172        | 19.063         | 71%                        | 1,0%                                      | (1) Được thúc đẩy bởi các dự án dầu khí mới trong nước bao gồm Lô B, Lạc Đà Vàng và Sư tử trắng - Giai đoạn 2B cũng như dự án trang trại gió ngoài khơi Fengmiao (Đài Loan), bên cạnh các dự án đang triển khai như Gallaf - Lô 3 (Qatar) và dự án trang trại điện gió ngoài khơi.  |
| Vận hành và bảo trì (O&M)                | 1.913         | 2.200          | 15%                        | 0,2%                                      |   |
| Khác                                     | 657           | 1.050          | 60%                        | 0,8%                                      |   |
| <b>LN góp</b>                            | <b>1.039</b>  | <b>1.706</b>   | <b>64%</b>                 | <b>0,4%</b>                               |   |
| OSV                                      | 213           | 198            | -7%                        | 0,0%                                      |   |
| Dịch vụ quản lý FPSO/FSO                 | 172           | 180            | 5%                         | 0,0%                                      |   |
| Khảo sát địa chấn và ROV                 | 46            | 49             | 8%                         | 0,0%                                      |   |
| Cần cẩu cảng dịch vụ                     | 264           | 351            | 33%                        | -0,4%                                     |   |
| M&C                                      | 175           | 667            | 281%                       | 1,0%                                      |   |
| O&M                                      | 70            | 209            | 197%                       | 0,2%                                      |   |
| Khác                                     | 99            | 53             | -47%                       | 0,8%                                      |   |
| Chi phí bán hàng và Marketing            | -85           | -113           | 32%                        | 0,7%                                      |   |
| Chi phí quản trị doanh nghiệp            | -967          | -967           | 0%                         | -7,9%                                     | (2) Dựa theo KQKD năm 2023 đã kiểm toán.  |
| <b>LN từ HĐKD</b>                        | <b>-13</b>    | <b>626</b>     | <b>N.M.</b>                | <b>16,5%</b>                              |   |
| Thu nhập tài chính ròng                  | 790           | 479            | -39%                       | 0,0%                                      |   |
| Chi phí tài chính ròng                   | -216          | -239           | 10%                        | 6,1%                                      |   |
| Thu nhập từ FSO/FPSO JVs                 | 651           | 693            | 6%                         | -4,4%                                     | (2) Dựa theo KQKD năm 2023 đã kiểm toán.  |
| Thu nhập/lỗ ròng khác                    | 66            | 0              | N.M.                       | N.M.                                      |   |
| <b>LNTT</b>                              | <b>1.277</b>  | <b>1.560</b>   | <b>22%</b>                 | <b>2,8%</b>                               |   |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>             | <b>1.060</b>  | <b>1.217</b>   | <b>15%</b>                 | <b>2,8%</b>                               |   |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>     | <b>1.026</b>  | <b>1.132</b>   | <b>10%</b>                 | <b>3,1%</b>                               | (1) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng trưởng doanh thu khoảng 70% của mảng M&C, được hỗ trợ bởi sự phục hồi dự kiến của mảng E&P trong nước và sự đóng góp của các dự án trang trại gió ngoài khơi. Ngoài ra, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận M&C sẽ cải thiện lên 3,5% (so với mức trung bình lịch sử là 4%).<br>(2) Do chúng tôi điều chỉnh giảm khoảng 8% dự báo chi phí quản lý dựa theo KQKD năm 2023 đã kiểm toán. |
| <b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)</b> | <b>1.026</b>  | <b>1.132</b>   | <b>10%</b>                 | <b>3,1%</b>                               |   |
| <b>Biên lợi nhuận góp %</b>              | <b>5,4%</b>   | <b>6,0%</b>    | <b>0,7 điểm % thay đổi</b> | <b>0,0 điểm % thay đổi</b>                |   |
| OSV                                      | 13,3%         | 12,0%          | -1,3 điểm %                | 0,0 điểm %                                |   |
| Dịch vụ quản lý FPSO/FSO                 | 7,8%          | 8,0%           | 0,2 điểm %                 | 0,0 điểm %                                |   |
| Khảo sát địa chấn và ROV                 | 11,2%         | 9,0%           | -2,2 điểm %                | 0,0 điểm %                                |   |
| Cần cẩu cảng dịch vụ                     | 18,7%         | 23,0%          | 4,3 điểm %                 | 0,0 điểm %                                |   |
| M&C                                      | 1,6%          | 3,5%           | 1,9 điểm %                 | 0,0 điểm %                                |   |
| O&M                                      | 3,7%          | 9,5%           | 5,8 điểm %                 | 0,0 điểm %                                |   |

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

## Giá định backlog M&C

Chúng tôi nâng giá định backlog M&C cho giai đoạn 2024-2030F từ 6,4 tỷ USD lên 7,2 tỷ USD và tăng giá định backlog cho giai đoạn 2024-2028 từ 5,8 tỷ USD lên 6,4 tỷ USD. Điều này là do chúng tôi nâng dự báo backlog của các dự án trang trại điện gió ngoài khơi khác tại nước ngoài trong giai đoạn 2024-2030 từ 1,2 tỷ USD lên 2,0 tỷ USD nhờ tiềm năng tăng trưởng lớn cũng như mức độ sẵn sàng của PVS.

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

Tính đến cuối năm 2023, PVS xác nhận đã ký được hợp đồng trị giá 2,5 tỷ USD, trong đó 1,5 tỷ USD đến từ điện gió ngoài khơi và 1 tỷ USD từ dự án Lô B.

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

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

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

Hình 4: Dự báo của Vietcap đối với backlog M&C đã ký và chưa ký của PVS

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

Nguồn: PVS, Vietcap

## Cập nhật dự báo dài hạn

Hình 5: Cập nhật dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS

| Tỷ đồng                              | 2024F       | 2025F       | 2026F        | 2027F       | 2028F        |                  |
|--------------------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|--------------|------------------|
| Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng) | 83          | 75          | 75           | 75          | 75           |                  |
|                                      |             |             |              |             |              | <b>Tổng cộng</b> |
| Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS mới    | 1.132       | 1.686       | 2.227        | 2.232       | 1.742        | 9.020            |
| Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cũ     | 1.098       | 1.588       | 1.963        | 2.052       | 1.360        | 8.060            |
| <b>% thay đổi dự báo</b>             | <b>3,1%</b> | <b>6,2%</b> | <b>13,5%</b> | <b>8,8%</b> | <b>28,1%</b> | <b>11,9%</b>     |

Nguồn: Vietcap

## Định giá

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

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 12% lên 47.800 đồng/cổ phiếu và nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA cho PVS. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2024-2028 thêm 12% (tương ứng +3%/+6%/+14%/+9%/+28% cho các năm 2024/25/26/27/28).

Hình 6: Tổng hợp định giá

| Định giá chiết khấu dòng tiền                  |               |
|--|---------------|
| Giá trị phù hợp (đồng/cổ phiếu)                | 50.300        |
| Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế          | 5%            |
| <b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>            | <b>47.800</b> |
| Dự phóng P/E báo cáo năm 2024 tại giá mục tiêu | 22,9x         |

Nguồn: Vietcap

Hình 7: Chiết khấu dòng tiền

| Tỷ đồng                         | 2024F         | 2025F        | 2026F        | 2027F        | 2028F        |
|---------------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN từ HĐKD</b>               | <b>1.319</b>  | <b>2.004</b> | <b>2.624</b> | <b>2.493</b> | <b>1.715</b> |
| Từ PVS                          | 626           | 1.298        | 1.922        | 1.974        | 1.199        |
| Từ liên doanh FSO/FPSO (*)      | 693           | 606          | 602          | 320          | 316          |
| <b>+ Khấu hao</b>               | <b>1.170</b>  | <b>1.141</b> | <b>1.088</b> | <b>1.325</b> | <b>1.396</b> |
| Từ PVS                          | 677           | 683          | 630          | 713          | 784          |
| Từ liên doanh FSO/FPSO          | 493           | 458          | 458          | 613          | 613          |
| <b>- Thuế</b>                   | <b>-290</b>   | <b>-441</b>  | <b>-577</b>  | <b>-548</b>  | <b>-377</b>  |
| <b>- Vốn XDCB</b>               | <b>-1.850</b> | <b>-650</b>  | <b>-650</b>  | <b>-650</b>  | <b>-650</b>  |
| Từ PVS                          | -1.550        | -650         | -650         | -650         | -650         |
| Từ liên doanh FSO/FPSO          | -300          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>- Thay đổi vốn hoạt động</b> | <b>606</b>    | <b>-61</b>   | <b>198</b>   | <b>-28</b>   | <b>140</b>   |
| <b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>   | <b>955</b>    | <b>1.993</b> | <b>2.683</b> | <b>2.592</b> | <b>2.224</b> |
| Giá trị HT của DTTD             | 835           | 1.524        | 1.793        | 1.515        | 1.137        |
| <b>Tổng GTHT của DTTD</b>       | <b>835</b>    | <b>2.359</b> | <b>4.152</b> | <b>5.667</b> | <b>6.804</b> |

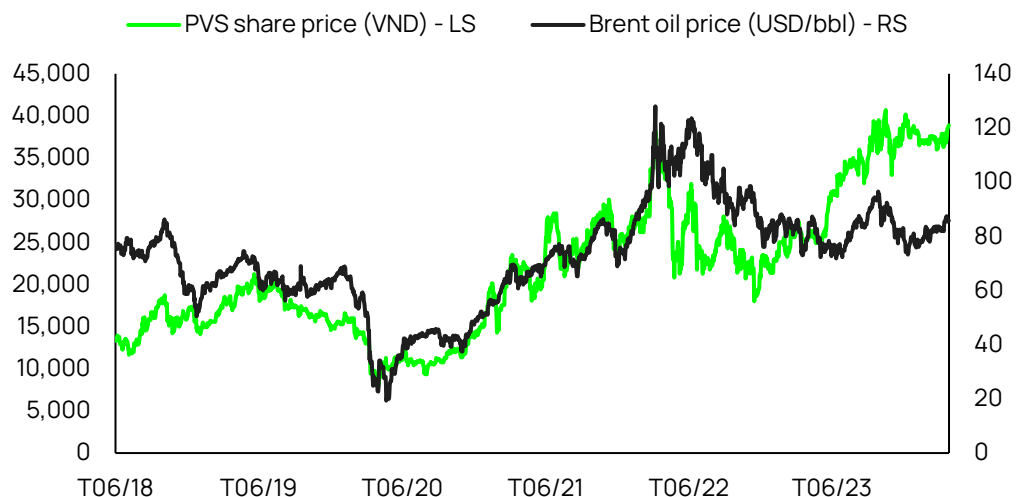
| Chi phí vốn                 | Cũ          | Mới         |
|-----------------------------|-------------|-------------|
| Hiệu số beta                | 1,3         | 1,3         |
| Phần bù rủi ro thị trường % | 8,0         | 8,0         |
| Tỷ lệ phi rủi ro %          | 6,0         | 6,0         |
| Chi phí VCSH %              | 16,4        | 16,4        |
| Chi phí lãi vay %           | 8,0         | 8,0         |
| Mức thuế doanh nghiệp %     | 22,0        | 22,0        |
| Nợ vay %                    | 20,0        | 20,0        |
| VCSH %                      | 80,0        | 80,0        |
| <b>WACC %</b>               | <b>14,4</b> | <b>14,4</b> |

| CKDT                               | Tỷ đồng       |
|------------------------------------|---------------|
| GTHT của DTTD                      | 6.804         |
| GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)    | 10.745        |
| <b>GTTH của DTTD và GT cuối</b>    | <b>17.548</b> |
| Tăng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn | 11.101        |
| Giảm: Nợ                           | 3.227         |
| Giảm: Lợi ích CĐTS                 | 1.401         |
| <b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>      | <b>24.022</b> |
| Pha loãng (triệu)                  | 478           |
| <b>Giá trị CKDT/CP (đồng)</b>      | <b>50.300</b> |

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

## Phân tích độ nhạy

Hình 8: Giá cổ phiếu PVS và giá dầu Brent

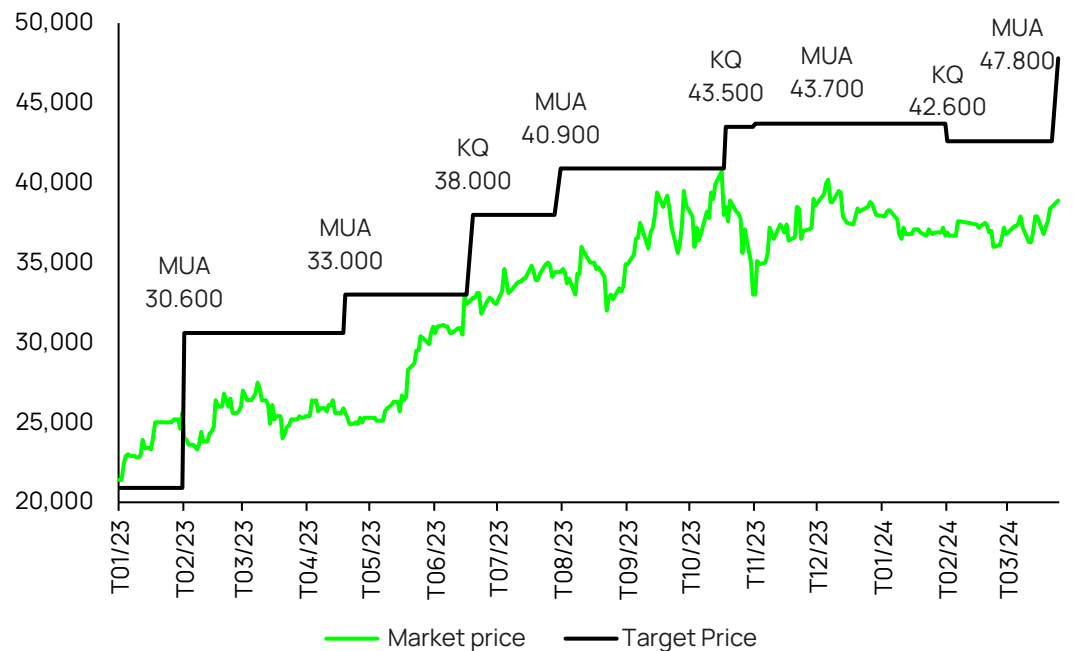


Nguồn: Fiinpro, Vietcap

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

## Diễn biến khuyến nghị

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

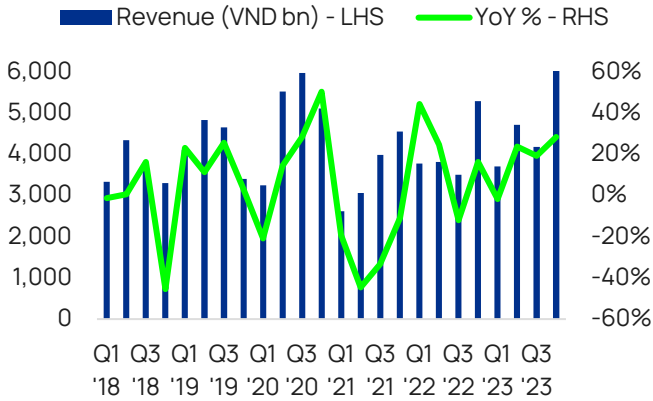


Nguồn: Fiinpro, Vietcap



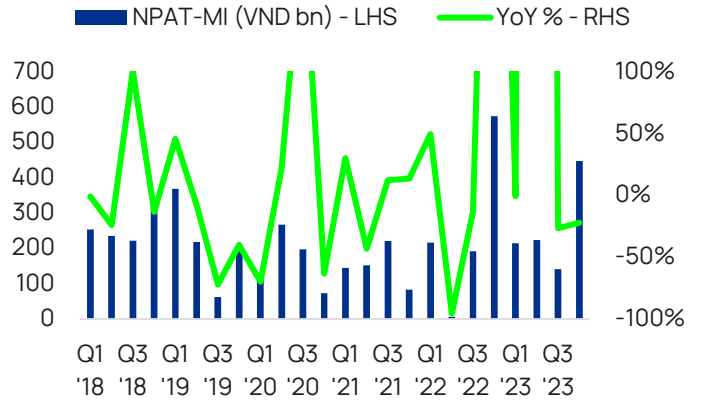
## KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu theo quý của PVS



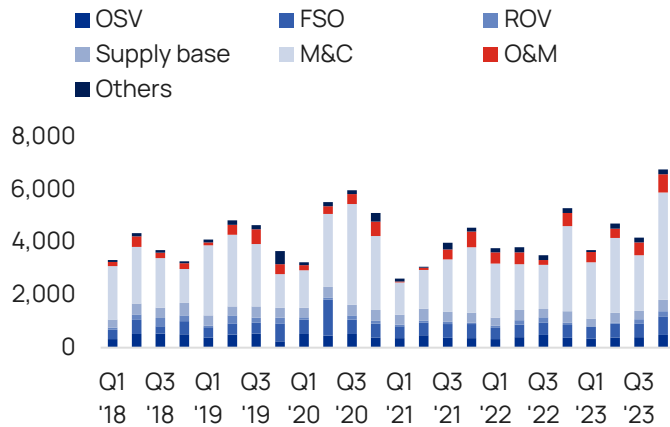
Nguồn: PVS, Vietcap

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



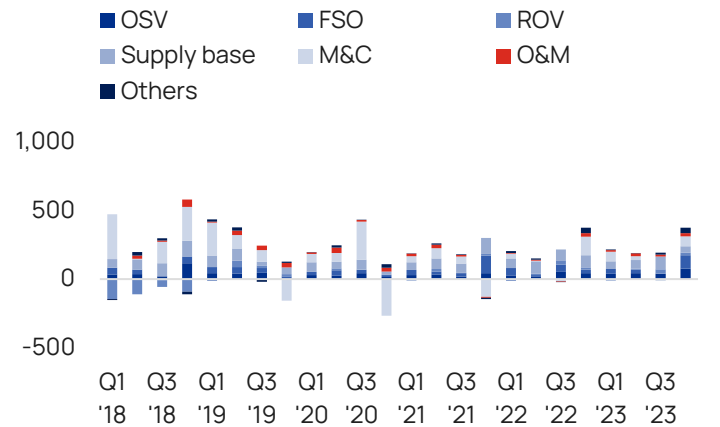
Nguồn: PVS, Vietcap

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



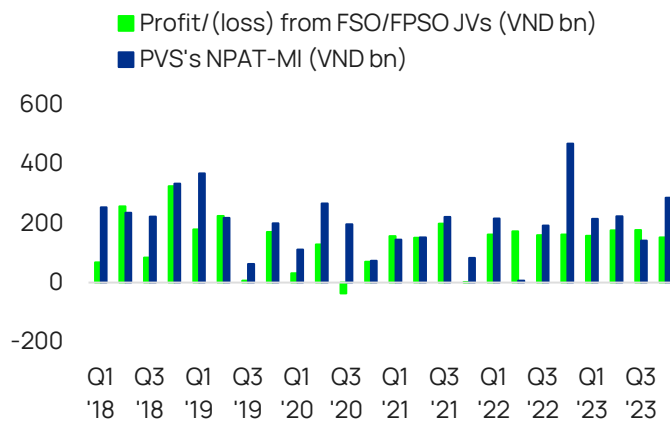
Nguồn: PVS, Vietcap

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



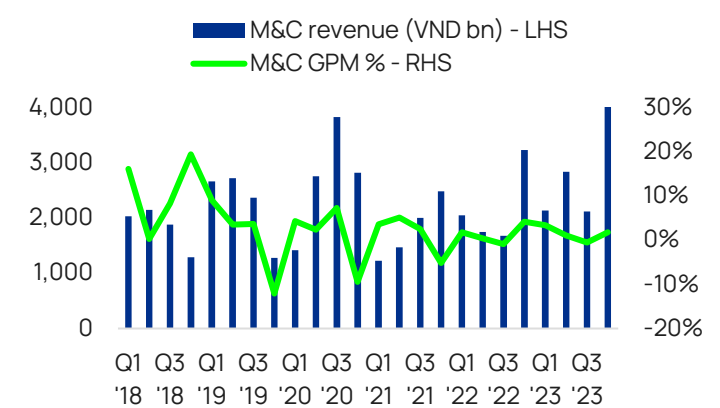
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

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



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

## Báo cáo tài chính

| KQLN (tỷ đồng)                   | 2023          | 2024F         | 2025F         | 2026F         |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Doanh thu</b>                 | <b>19.374</b> | <b>28.284</b> | <b>38.795</b> | <b>51.999</b> |
| Giá vốn hàng bán                 | -18.335       | -26.577       | -36.356       | -48.863       |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>             | <b>1.039</b>  | <b>1.706</b>  | <b>2.439</b>  | <b>3.136</b>  |
| Chi phí bán hàng                 | -85           | -113          | -155          | -208          |
| Chi phí quản lí DN               | -967          | -967          | -986          | -1.006        |
| <b>LN thuần HĐKD</b>             | <b>-13</b>    | <b>626</b>    | <b>1.298</b>  | <b>1.922</b>  |
| Doanh thu tài chính              | 790           | 479           | 550           | 645           |
| Chi phí tài chính                | -216          | -239          | -283          | -305          |
| Trong đó, chi phí lãi vay        | -73           | -83           | -128          | -150          |
| Lợi nhuận từ công ty             | 651           | 693           | 606           | 602           |
| Lợi nhuận/(chi phí) khác         | 66            | 0             | 100           | 100           |
| <b>LNTT</b>                      | <b>1.277</b>  | <b>1.560</b>  | <b>2.271</b>  | <b>2.964</b>  |
| Thuế TNDN                        | -217          | -343          | -500          | -652          |
| <b>LNST trước CĐTS</b>           | <b>1.060</b>  | <b>1.217</b>  | <b>1.772</b>  | <b>2.312</b>  |
| Lợi ích CĐ thiểu số              | -34           | -85           | -85           | -85           |
| <b>LNST sau CĐTS, báo cáo</b>    | <b>1.026</b>  | <b>1.132</b>  | <b>1.686</b>  | <b>2.227</b>  |
| EBITDA                           | 480           | 1.304         | 1.981         | 2.552         |
| EPS báo cáo, VND                 | 1.890         | 2.083         | 3.105         | 4.100         |
| EPS cốt lõi <sup>(1)</sup> , VND | 1.890         | 2.083         | 3.105         | 4.100         |
| EPS pha loãng, VND               | 1.890         | 2.083         | 3.105         | 4.100         |
| DPS, VND                         | 700           | 700           | 700           | 700           |
| DPS/EPS (%)                      | 37%           | 34%           | 23%           | 17%           |

(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

| TỶ LỆ                       | 2023    | 2024F  | 2025F  | 2026F  |
|-----------------------------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Tăng trưởng</b>          |         |        |        |        |
| Tăng trưởng doanh thu       | 18,4%   | 46,0%  | 37,2%  | 34,0%  |
| Tăng trưởng LN HĐKD         | -112,4% | N.M.   | 107,1% | 48,1%  |
| Tăng trưởng LNTT            | 0,1%    | 22,1%  | 45,6%  | 30,5%  |
| Tăng trưởng EPS, điều chỉnh | 9,4%    | 10,2%  | 49,0%  | 32,1%  |
| <b>Khả năng sinh lời</b>    |         |        |        |        |
| Biên LN gộp %               | 5,4%    | 6,0%   | 6,3%   | 6,0%   |
| Biên LN từ HĐ %             | -0,1%   | 2,2%   | 3,3%   | 3,7%   |
| Biên EBITDA %               | 2,5%    | 4,6%   | 5,1%   | 4,9%   |
| Biên LNST sau CĐTS %        | 5,3%    | 4,0%   | 4,3%   | 4,3%   |
| ROE %                       | 7,7%    | 8,1%   | 11,1%  | 13,2%  |
| ROA %                       | 3,9%    | 3,8%   | 4,8%   | 5,6%   |
| <b>Chỉ số hiệu quả vận</b>  |         |        |        |        |
| Số ngày tồn kho             | 25      | 30     | 30     | 30     |
| Số ngày phải thu            | 87      | 95     | 90     | 85     |
| Số ngày phải trả            | 88      | 110    | 110    | 110    |
| TG luân chuyển tiền         | 25      | 15     | 10     | 5      |
| <b>Thanh khoản</b>          |         |        |        |        |
| CS thanh toán hiện hành     | 1,8     | 1,6    | 1,6    | 1,6    |
| CS thanh toán nhanh         | 1,6     | 1,5    | 1,4    | 1,4    |
| CS thanh toán tiền mặt      | 0,6     | 0,5    | 0,5    | 0,5    |
| Nợ/Tài sản                  | 6,6%    | 7,8%   | 7,5%   | 6,6%   |
| Nợ/Vốn sử dụng              | 11,4%   | 14,9%  | 14,9%  | 13,7%  |
| Nợ/Vốn CSH                  | -65,0%  | -62,9% | -64,6% | -68,3% |
| Khả năng thanh toán lãi     | -0,2x   | 7,5x   | 10,2x  | 12,8x  |

Nguồn: PVS, Vietcap

| BẢNG CĐKT (tỷ đồng)        | 2023          | 2024F         | 2025F         | 2026F         |
|----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương        | 5.757         | 6.772         | 8.130         | 10.038        |
| Đầu tư TC ngắn hạn         | 4.329         | 4.329         | 4.329         | 4.329         |
| Các khoản phải thu         | 4.185         | 7.362         | 9.566         | 12.109        |
| Hàng tồn kho               | 1.470         | 2.184         | 2.988         | 4.016         |
| TS ngắn hạn khác           | 548           | 548           | 548           | 548           |
| <b>Tổng TS ngắn hạn</b>    | <b>16.290</b> | <b>21.195</b> | <b>25.561</b> | <b>31.041</b> |
| TS dài hạn (gộp)           | 13.401        | 14.951        | 15.601        | 16.251        |
| - Khấu hao lũy kế          | -10.009       | -10.687       | -11.370       | -12.000       |
| TS dài hạn (ròng)          | 3.391         | 4.264         | 4.231         | 4.251         |
| Đầu tư TC dài hạn          | 4.945         | 5.338         | 5.644         | 5.946         |
| TS dài hạn khác            | 1.790         | 1.790         | 1.790         | 1.790         |
| <b>Tổng TS dài hạn</b>     | <b>10.126</b> | <b>11.392</b> | <b>11.665</b> | <b>11.987</b> |
| <b>Tổng Tài sản</b>        | <b>26.416</b> | <b>32.587</b> | <b>37.226</b> | <b>43.028</b> |
| Phải trả ngắn hạn          | 3.513         | 8.010         | 10.957        | 14.726        |
| Nợ ngắn hạn                | 1.176         | 500           | 500           | 300           |
| Nợ ngắn hạn khác           | 4.371         | 4.371         | 4.371         | 4.371         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>    | <b>9.060</b>  | <b>12.881</b> | <b>15.828</b> | <b>19.397</b> |
| Nợ dài hạn                 | 564           | 2.032         | 2.287         | 2.542         |
| Nợ dài hạn khác            | 3.248         | 3.248         | 3.248         | 3.248         |
| <b>Tổng nợ</b>             | <b>12.872</b> | <b>18.160</b> | <b>21.362</b> | <b>25.187</b> |
| Cổ phiếu ưu đãi            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Vốn cổ phần                | 4.780         | 4.780         | 4.780         | 4.780         |
| Thặng dư vốn CP            | 40            | 40            | 40            | 40            |
| Cổ phiếu quỹ               | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Lợi nhuận giữ lại          | 8.015         | 8.812         | 10.164        | 12.057        |
| Vốn khác                   | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Lợi ích CĐTS               | 710           | 795           | 880           | 965           |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>      | <b>13.544</b> | <b>14.426</b> | <b>15.864</b> | <b>17.841</b> |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b> | <b>26.416</b> | <b>32.587</b> | <b>37.226</b> | <b>43.028</b> |
| CP lưu hành cuối năm (tr)  | 478           | 478           | 478           | 478           |

| LCTT (tỷ đồng)                 | 2023         | 2024F         | 2025F        | 2026F         |
|--------------------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| <b>Tiền đầu năm</b>            | <b>5.219</b> | <b>5.757</b>  | <b>6.772</b> | <b>8.130</b>  |
| Lợi nhuận sau thuế             | 1.026        | 1.132         | 1.686        | 2.227         |
| Khấu hao                       | 493          | 677           | 683          | 630           |
| Thay đổi vốn lưu động          | -312         | 606           | -61          | 198           |
| Điều chỉnh khác                | -1.492       | 0             | 0            | 0             |
| <b>Tiền từ hoạt động KD</b>    | <b>-285</b>  | <b>2.415</b>  | <b>2.309</b> | <b>3.055</b>  |
| Chi mua sắm TSCĐ, ròng         | -897         | -1.550        | -650         | -650          |
| Đầu tư, ròng                   | 1.714        | -393          | -306         | -302          |
| <b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>       | <b>818</b>   | <b>-1.943</b> | <b>-956</b>  | <b>-952</b>   |
| Cổ tức đã trả                  | -378         | -335          | -335         | -335          |
| Tăng (giảm) vốn                | 0            | 0             | 0            | 0             |
| Tăng (giảm) nợ ngắn hạn        | 424          | -676          | 0            | -200          |
| Tăng (giảm) nợ dài hạn         | -60          | 1.468         | 255          | 255           |
| Tiền từ các hoạt động TC khác  | -19          | 85            | 85           | 85            |
| <b>Tiền từ hoạt động TC</b>    | <b>-32</b>   | <b>542</b>    | <b>6</b>     | <b>-194</b>   |
| <b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b> | <b>538</b>   | <b>1.015</b>  | <b>1.358</b> | <b>1.908</b>  |
| <b>Tiền cuối năm</b>           | <b>5.757</b> | <b>6.772</b>  | <b>8.130</b> | <b>10.038</b> |

## Phụ lục

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

Hình 16: Tổng hợp hợp đồng thuê FSO/FPSO (cập nhật)

|   | FSO<br>Orkid   | FPSO<br>Lam Sơn   | FSO<br>Biển Đông 01     | FSO Sao Vàng –<br>Đại Nguyệt | FPSO<br>Ruby II   |
|---|----------------|---|-------------------------|------------------------------|---|
| % sở hữu của PVS  | 49%            | 51%   | 51%                     | 51%                          | 60%   |
| Chi phí đầu tư (triệu USD)  | 169            | 400   | 149                     | 120                          | 300   |
| Trữ lượng (thùng dầu)   | 745.000        | 350.000   | 350.000                 | 777.695                      | 645.000   |
| Mỏ  | PM3 CAA        | Thăng Long –<br>Đông Đô                                   | Hải Thạch –<br>Mộc Tinh | Sao Vàng – Đại<br>Nguyệt     | Hồng Ngọc   |
| Loại thuê   | Thuê tài chính | Thuê vận hành   | Thuê vận hành           | Thuê vận hành                | Thuê vận hành   |
| Giá thuê ngày<br>(USD/ngày)   | Khoảng 45.000  | 50.000  | Khoảng 41.000           | Khoảng 68.900                | 92.500  |
| Thời gian hợp đồng  | 2018-2024      | Đến cuối năm<br>2024, đang đàm<br>phán cho các<br>năm tới | 2023-2028               | 2021-2027                    | Đến cuối năm<br>2024, đang đàm<br>phán cho các<br>năm tới |
| Dự báo lợi nhuận trung<br>bình/năm giai đoạn 2024-<br>2028                    | 18 tỷ đồng     | 24 tỷ đồng  | 25 tỷ đồng              | 130 tỷ đồng                  | 310 tỷ đồng   |
| <b>Dự báo % LNST sau lợi<br/>ích CDTS/năm của PVS<br/>giai đoạn 2024-2028</b> | <b>1,0%</b>    | <b>1,3%</b>   | <b>1,4%</b>             | <b>7,2%</b>                  | <b>17,2%</b>  |

Nguồn: PVS, Vietcap

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

Giá thuê ngày của FPSO Ruby II là 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2023. PVS đã gia hạn hợp đồng này với giá thuê ngày hiện tại là 92.500 USD cho đến cuối năm 2024. Chúng tôi tăng giá định giá thuê ngày cho FPSO này từ 40.000 USD lên 92.500 USD trong giai đoạn 2025-2026 sau khi EIA tăng dự báo giá dầu Brent gần đây. Ngoài ra, trong buổi trao đổi của chúng tôi với PVS, chúng tôi nhận thấy khả năng cao công ty sẽ gia hạn hợp đồng với cùng giá thuê ngày. Chúng tôi duy trì giá định giá thuê ngày là 40.000 USD trong giai đoạn 2027-2028.

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

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

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

Hiện tại, PVS và các khách hàng đã thống nhất giá thuê ngày của FPSO Lam Sơn là 50.000 USD cho đến cuối năm 2024. Mặc dù quá trình đàm phán hợp đồng dài hạn vẫn đang diễn ra, chúng tôi cho rằng PVS sẽ có thể gia hạn hợp đồng cho FPSO này, tương ứng yếu tố hỗ trợ đối với dự báo LNST sau lợi ích CDTS giai đoạn 2025-2028 của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý rằng hiện tại chúng tôi

dự báo giá dầu Brent trung bình là 75-83 USD/thùng trong giai đoạn 2024-2028, điều này thuận lợi cho các hoạt động E&P.

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

### Hợp đồng FSO Biển Đông 01 gia hạn đến năm 2028

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

## Phụ lục 2: Các hợp đồng M&C dầu khí trong nước tiềm năng; dự án Lô B ghi nhận tiến độ tích cực

Hình 17: Các hợp đồng M&C tiềm năng cho các dự án dầu khí trong nước (cập nhật)

|                                    | Lô B   | Cá Voi Xanh                     | Lạc Đà Vàng                             | Sư Tử Trắng – giai đoạn 2B   |
|------------------------------------|--|---------------------------------|---|--|
| Địa điểm                           | Bể Malay-Thổ Chu                                       | Bể Sông Hồng                    | Bể Cửu Long                             | Bể Cửu Long  |
| Nhà đầu tư                         | PVN (42,9%), PVEP (26,8%), MOECO (22,6%), PTTEP (7,7%) | ExxonMobil (64%), PVN (36%)     | Murphy Oil (40%), PVEP (35%), SKI (25%) | PVEP (50%), ConocoPhillips (23,25%), KNOC (14,25%), SKI (9%), Geopetrol (3,5%) |
| Trữ lượng khí/dầu đã được xác nhận | 107 tỷ m <sup>3</sup>                                  | 150 tỷ m <sup>3</sup>           | 63 triệu thùng                          | 24 tỷ m <sup>3</sup>   |
| Tổng vốn XD/CB                     | 5,2 tỷ USD*  | 4,6 tỷ USD*                     | 700 triệu USD                           | 1,1 tỷ USD   |
| Tiến độ                            | Kỳ vọng nhận FID trong nửa đầu năm 2024                | Chuẩn bị kế hoạch phát triển mỏ | Đã nhận FID vào cuối năm 2023           | Kỳ vọng nhận FID trong nửa đầu năm 2024  |
| Dự kiến đón dòng khí/dầu đầu tiên  | 2027   | 2030                            | 2027                                    | 2026   |
| Thời gian dự kiến của hợp đồng EPC | 2024-2027  | 2025-2028                       | 2024-2027                               | 2024-2026  |
| Ước tính giá trị hợp đồng          | USD5,8bn**   | USD830mn                        | USD356mn                                | USD250mn   |

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

### Dự án Lô B có bước tiến triển đáng kể

Như đã đề cập trong [Báo cáo ngành năng lượng](#) của chúng tôi, công bố ngày 30/10/2023, PVN và các đối tác nước ngoài đã tổ chức lễ ký kết thỏa thuận khung (HOA) để khai thác dòng khí đầu tiên từ dự án Lô B vào năm 2027. Điều này khẳng định kỳ vọng của chúng tôi rằng Lô B sẽ nhận được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào nửa đầu năm 2024.

Thông tin chi tiết về HOA vẫn chưa được công bố, nhưng chúng tôi hiểu rằng có những cải thiện đáng kể liên quan đến những trở ngại còn lại đối với dự án Lô B. Những trở ngại này bao gồm 1) chốt giá khí (mới đây Hội đồng khoa học đề xuất giảm giá khí Lô B từ 13-14 USD/triệu BTU xuống 12 USD/triệu BTU) và 2) ký Hợp đồng mua bán điện (PPA), Hợp đồng mua bán khí (GSA), Hợp đồng mua bán khí (GSPA) và Hợp đồng vận chuyển khí (GTA) với khối lượng theo hợp đồng.

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

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

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

**Hình 18: Ước tính doanh thu và LNST của PVS Lô B (triệu USD) (cập nhật)**

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

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

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

|                           | Kho cảng LNG Thị Vải  | Kho cảng LNG Sơn Mỹ   |
|---------------------------|---|---|
| Địa điểm                  | Tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu  | Tỉnh Bình Thuận   |
| Nhà đầu tư                | GAS   | GAS   |
| Công suất                 | - Giai đ 1: 1 triệu TPA<br>- Giai đoạn 2: 3 triệu TPA<br>- Giai đoạn 3: 6 triệu TPA   | 3-6 triệu TPA   |
| Tổng vốn XDCB             | - Giai đoạn 1: 286 triệu USD<br>- Giai đoạn 2: 200 triệu USD<br>- Giai đoạn 3: N/A  | 1,4 tỷ USD  |
| Trạng thái                | - Giai đoạn 1: Bộ Công Thương hoàn tất kiểm tra.<br>- Giai đoạn 2: Chờ Bộ Công Thương phê duyệt tính khả thi.<br>- Giai đoạn 3: N/A | - Đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt báo cáo nghiên cứu khả thi. |
| Năm hoạt động dự kiến     | - Giai đoạn 1: 2024<br>- Giai đoạn 2: 2025-2026<br>- Giai đoạn 3: N/A   | 2026  |
| Ước tính giá trị hợp đồng | - 100 triệu USD cho giai đoạn 1&2<br>- 300 triệu USD cho giai đoạn 3  | 300 triệu USD   |

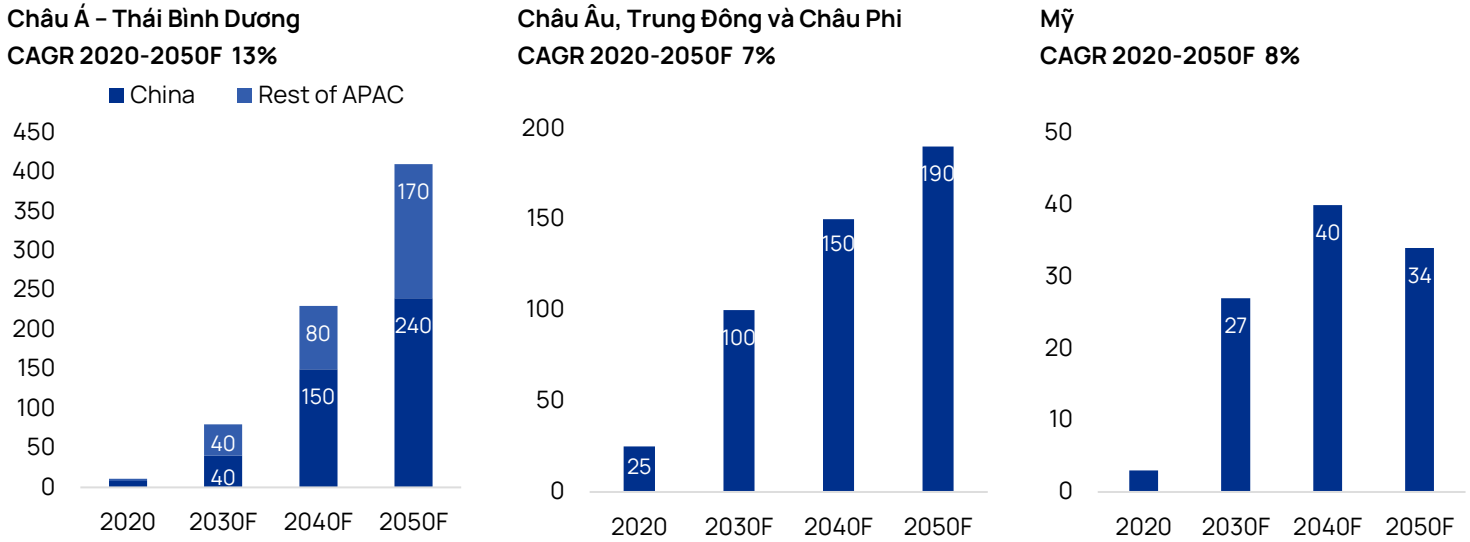
Nguồn: GAS, truyền thông đại chúng, Vietcap

### Phụ lục 3: Tiềm năng điện gió ngoài khơi

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

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

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



Nguồn: McKinsey, Vietcap

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

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

Hình 21: Đường ống dự án điện gió ngoài khơi của Orsted ở Đài Loan

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

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

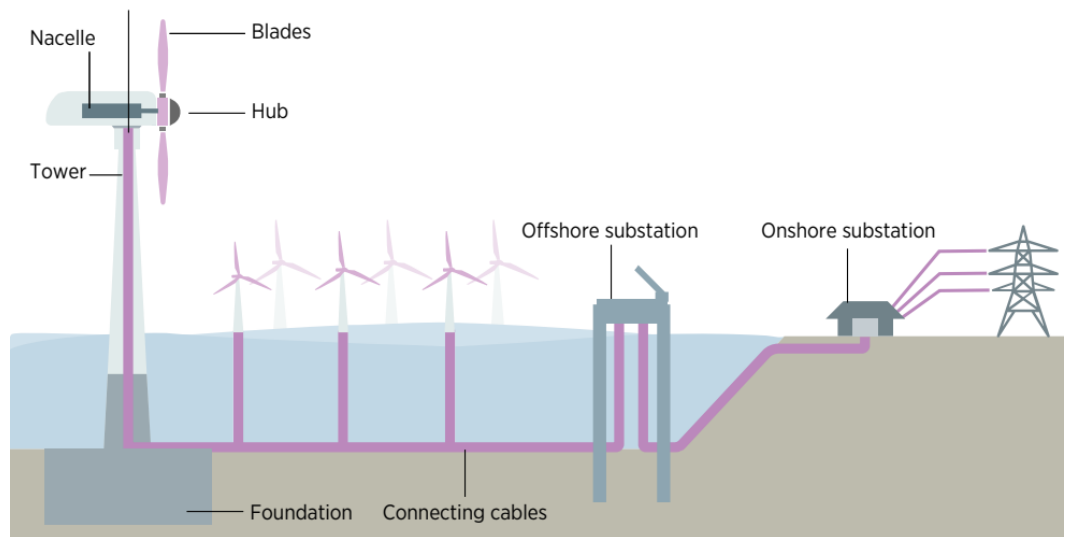
## Xây dựng trang trại điện gió ngoài khơi có những điểm tương đồng với xây dựng dầu khí

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

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

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

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



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

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

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

**Hình 23: Nhà thầu điện gió ngoài khơi làm việc tại Đài Loan**

| Công ty   | PVS<br>(Việt Nam)   | Nhà máy SK Ocean<br>(Trước đây có tên<br>Samkang M&T)<br>(Hàn Quốc)   | Sing Da Marine Structure (Đài<br>loan)  |
|---|---|---|---|
| Tổng quan   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhà thầu dầu khí hàng đầu Việt Nam.</li> <li>- Là nhà thầu nổi tiếng ở Châu Á.</li> <li>- Đã thực hiện hơn 60 dự án công nghiệp và ngoài khơi tại Việt Nam và quốc tế.</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bãi chế tạo lớn nhất Hàn Quốc cho các dự án ngoài khơi.</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Công ty đầu tiên ở Đài Loan khởi công xây dựng nhà máy thi công chân đế.</li> <li>- Nhận được hỗ trợ kỹ thuật từ DNV (Na Uy) – đơn vị tư vấn được công nhận cho ngành hàng hải.</li> <li>- EPC các dự án ngoài khơi (phụ kiện chuyển tiếp chân đế).</li> </ul> |
| Ngành nghề kinh doanh chính                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>- M&amp;C</li> <li>- FSO/FPSO</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- EPC các dự án ngoài khơi</li> <li>- Đóng tàu</li> <li>- Sản xuất ống</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Khu đổi mới công nghiệp công nghệ biển Cao Hùng</li> <li>- Địa điểm: Cảng Singda, Đài Loan</li> <li>- Diện tích: 27 ha</li> <li>- Sản lượng: Lên tới 50 chân đế/năm</li> </ul>   |
| Bãi chế tạo   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Bãi chế tạo PTSC</li> <li>- Địa điểm: Vũng Tàu, Việt Nam</li> <li>- Diện tích: 82 ha (trung tâm logistics và bãi chế tạo lớn nhất khu vực).</li> <li>- Năng lực sản xuất: Giá trị hợp đồng 2,0 tỷ USD/năm</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Nhà máy đóng tàu Goseong</li> <li>- Địa điểm: Gyeongnam, Hàn Quốc</li> <li>- Diện tích: 42 ha</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Khu đổi mới công nghiệp công nghệ biển Cao Hùng</li> <li>- Địa điểm: Cảng Singda, Đài Loan</li> <li>- Diện tích: 27 ha</li> <li>- Sản lượng: Lên tới 50 chân đế/năm</li> </ul>   |
| Các hợp đồng đã ký cho dự án điện gió ngoài khơi Hải Long         | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dự án: Hải Long 2 &amp; 3</li> <li>- Công suất: 1.044 MW</li> <li>- Ký: tháng 8/2022</li> <li>- Tổng thầu EPC: PTSC M&amp;C &amp; Semco Maritime</li> <li>- Cấu phần: 2 trạm biến áp ngoài khơi</li> <li>- Giá trị hợp đồng của PVS: 68 triệu USD</li> <li>- Lắp đặt: 2024</li> <li>- Hoàn thành vận hành: 2026</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dự án: Hải Long 2B&amp;3</li> <li>- Công suất: 744 MW</li> <li>- Ký: tháng 8 năm 2022</li> <li>- Thành phần: 52 chân đế</li> <li>- Lắp đặt: 2024-2025</li> <li>- Hoàn thành vận hành: 2025-2026</li> </ul>                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Không có hợp đồng với Hải Long.</li> </ul>   |
| Các hợp đồng đã ký cho dự án điện gió ngoài khơi Greater Changhua | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dự án: Greater Changhua 2b &amp; 4</li> <li>- Ký: Tháng 5/2023</li> <li>- Thành phần: 33 chân đế</li> <li>- Giá trị hợp đồng của PVS: 320 triệu USD</li> <li>- Hoàn thành xây dựng: 2025</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dự án: Greater Changhua 1 &amp; 2a</li> <li>- Công suất: 900MW</li> <li>- Ký kết: Tháng 6/2019</li> <li>- Thành phần: 28 chân đế</li> <li>- Hoàn thành xây dựng: Tháng 8/2021</li> <li>- Giao hàng: Tháng 8-Tháng 10/2021</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dự án: Greater Changhua 1 &amp; 2a</li> <li>- Công suất: 900MW</li> <li>- Ký: Tháng 11 năm 2018</li> <li>- Thành phần: 56 chân đế</li> <li>- Hoàn thành: 2020-2021</li> <li>- Lắp đặt: 2021</li> </ul>   |

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

## Giả định backlog M&C điện gió của chúng tôi

Theo công ty tư vấn năng lượng tái tạo BVG Associates, việc xây dựng, lắp đặt và vận hành các bộ phận (bao gồm tháp, trạm biến áp và nền móng) chiếm khoảng 40% tổng vốn đầu tư của một

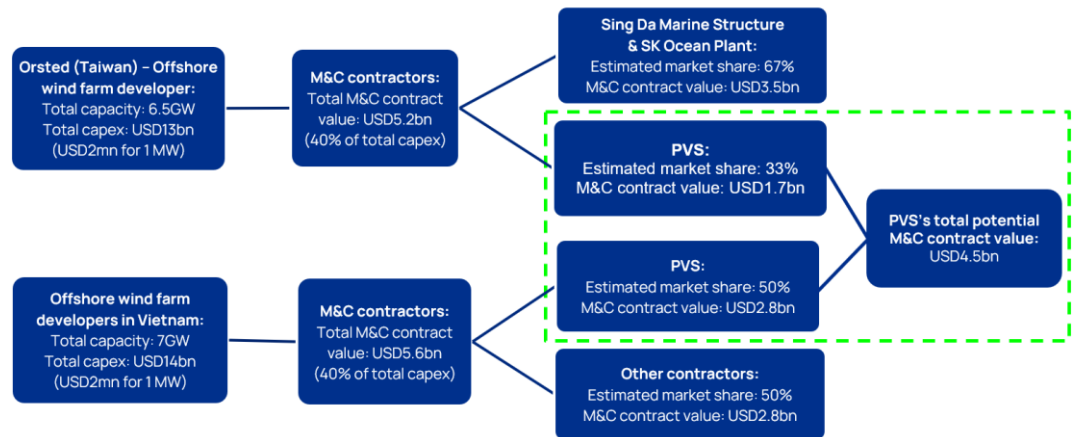


trang trại gió ngoài khơi. Điều này có nghĩa là giá trị hợp đồng tiềm năng mà các nhà thầu M&C có thể nhận được từ trang trại gió ngoài khơi là khoảng 40% tổng vốn đầu tư.

Với mục tiêu phát triển 6,5 GW trang trại gió ngoài khơi ở Đà Loan của Orsted, chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư cho các dự án này là 13 tỷ USD (tức là chúng tôi giả định 2 triệu USD vốn đầu tư cho mỗi MW trang trại gió ngoài khơi). Chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng M&C từ các trang trại gió của Orsted ở Đà Loan là khoảng 5,2 tỷ USD. Do các dự án điện gió ngoài khơi thường có sự tham gia của nhiều nhà thầu nên chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng tiềm năng ở Đà Loan mà PVS có thể nhận được là ~1,7 tỷ USD (giả định thị phần là 33% trong bối cảnh cạnh tranh được minh họa trong Hình 24). Ngày 15/5/2023, Thủ tướng Chính phủ đã phê duyệt Quy hoạch điện giai đoạn 2021-2030, tầm nhìn đến năm 2050 (QHĐ VIII). Mặc dù mục tiêu điện gió ngoài khơi trong nước là 6.000 MW vào năm 2030 (thấp hơn 1.000 MW so với dự thảo tháng 11/2022) (Hình 25), PVS vẫn sẽ được hưởng lợi từ công suất điện gió ngoài khơi mà công ty sẽ hợp tác phát triển với công ty Sembcorp của Singapore (công ty không nằm trong quy hoạch tổng thể, theo PVS). Vào ngày 10/2/2023, PVS đã ký thỏa thuận hợp tác phát triển với Sembcorp để cùng phát triển các dự án điện gió ngoài khơi (công suất ban đầu là 2.300 MW và vốn đầu tư khoảng 5 tỷ USD) và xuất khẩu điện từ các trang trại điện gió này sang Singapore thông qua đường cáp điện ngầm cao thế, bắt đầu từ năm 2030. Do đó, chúng tôi cho rằng PVS có thể đạt được giá trị hợp đồng điện gió ngoài khơi là 2,8 tỷ USD – 50% thị trường điện gió ngoài khơi của Việt Nam.

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

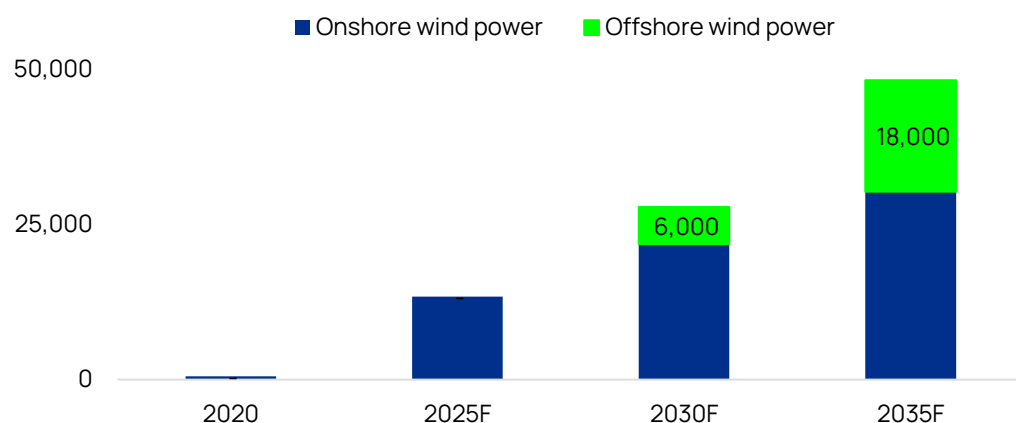
**Hình 24: Tóm tắt các giả định backlog M&C của chúng tôi cho các dự án điện gió ngoài khơi**



Nguồn: Vietcap

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

Hình 25: Các mục tiêu điện gió của Việt Nam trong QHĐ VIII (MW)



Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

Orsted đã ký Biên bản ghi nhớ (MoU) với Tập đoàn T&T (Việt Nam) để cùng phát triển một nhà máy điện có tổng công suất 2.000 MW, mục tiêu sẽ đi vào hoạt động vào năm 2030. Tập đoàn Sumitomo của Nhật Bản cũng có kế hoạch vận hành một trang trại điện gió ngoài khơi tại Việt Nam với công suất 500-1.000 MW vào năm 2030. Renova, một công ty khác của Nhật Bản, cũng đã ký MoU với PVS để cùng phát triển nhà máy điện gió ngoài khơi có công suất 2.000 MW trong tương lai. Ngoài ra, công ty con PTSC M&C của PVS đã ký MoU với Orsted vào tháng 8/2022 để hợp tác thực hiện các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam. Chúng tôi cho rằng việc ký kết MoU này sẽ giúp PTSC M&C tham gia vào các dự án điện gió ngoài khơi và phát triển năng lực trong lĩnh vực mới này.

## Phụ lục 5: Cơ cấu doanh nghiệp

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

Hình 26: Cơ cấu doanh nghiệp của PVS



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

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

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

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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

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

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

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

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

#### Phòng giao dịch Đống Đa

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

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

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm Nguyễn Anh Duy

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

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

#### Hàng tiêu dùng

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

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

#### Bất động sản

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

**Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng**  
**Nguyễn Thảo Vy**  
**Trưởng phòng cao cấp, ext 147**  
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 191

#### Khách hàng cá nhân

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

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

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

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

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

## Khuyến cáo

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