

## TỔNG CTCP KHOAN & DỊCH VỤ DẦU KHÍ (PVD)

**Khả quan (Duy trì)**

### DẦU KHÍ

Giá hiện tại	VND28.000
Cao/Thấp 52 tuần	VND28.700/VND15.300
Giá mục tiêu	VND34.500
Giá mục tiêu cũ	VND31.400
Giá mục tiêu sv. Consensus	6,2%
Tiềm năng tăng giá	20,8%
Tỷ suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	20,8%

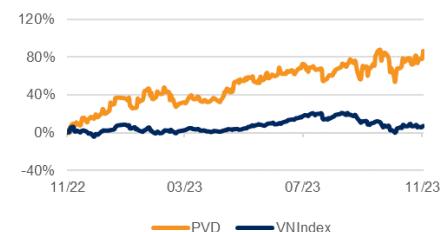
Tăng trưởng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Góc nhìn kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Vốn hóa	USD654tr
GTGD BQ 3 tháng	USD5.99tr
Room NN còn lại	USD167tr
SLCP lưu hành	556tr
SLCP lưu hành pha loãng	556tr

	<b>PVD</b>	<b>Ngành</b>	<b>VNI</b>
P/E trượt 12T	36,7x	183,5x	13,6x
P/B hiện tại	1,1x	1,8x	1,6x
ROA	2,1%	-1,2%	2,0%
ROE	3,1%	-2,2%	11,7%

\*tại ngày 30/11/2023

### Diễn biến giá



Giá cp (%)	1T	3T	12T
CP phổ thông	10,7	13,7	86,6
So với index	6.7	22.1	79.8

### Cơ cấu cổ đông

PVN	50,5%
Khác	49,5%

### Tổng quan doanh nghiệp

PVDrilling (PVD) là doanh nghiệp dẫn đầu trong lĩnh vực khoan dầu khí tại Việt Nam với đội giàn khoan tương đối trẻ (tuổi trung bình là 13) so với các công ty cùng ngành (khoảng 35% giàn khoan trên thế giới có tuổi đời trên 20 tuổi), cung cấp dịch vụ khoan không chỉ ở Việt Nam mà còn ở thị trường Đông Nam Á. Bên cạnh đó, PVD cũng là doanh nghiệp chủ chốt trong mảng dịch vụ giếng khoan tại Việt Nam.

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

## Triển vọng vững chắc trong tầm mắt

- Duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** với tiềm năng tăng giá là 23,2%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 9,9% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 11,1% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn nhờ sự kết hợp giữa dự phóng EPS năm 2024-25 cao hơn và giả định WACC thấp hơn.
- P/B hiện tại ở mức 1,1x, là mức tương đương P/B trung bình trong lịch sử và khá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng vững chắc của công ty.

### Điểm nhấn tài chính

- KQKD 9T23 phục hồi mạnh mẽ với việc ghi nhận LN ròng đạt 381 tỷ đồng (15,7tr USD) nhờ giá thuê ngày giàn tự nâng (JU) tăng mạnh.
- Môi trường lãi suất cao ở Mỹ gây áp lực lên KQKD của PVD với chi phí lãi vay lên tới 186 tỷ đồng (7,7tr USD), tương đương 49% LNTT 9T23.
- Chúng tôi dự báo LN ròng sẽ tiếp tục tăng tốc trong năm 2024 với tốc độ tăng trưởng 115,7% svck nhờ triển vọng mảng khoan vững chắc.

### Luận điểm đầu tư

#### Thị trường giàn JU toàn cầu vững chắc hỗ trợ HĐKD của doanh nghiệp

Chúng tôi nhận thấy triển vọng thị trường (TT) giàn tự nâng toàn cầu vững chắc do nhu cầu khoan đang tăng lên nhờ nhu cầu ngày càng tăng từ Trung Đông và Đông Nam Á, trong khi nguồn cung JU vẫn khan hiếm do lượng đặt hàng đóng mới JU thấp trong vài năm tới. Do đó, chúng tôi cho rằng giá thuê ngày JU sẽ duy trì ở mức cao trong vài năm tới, là tín hiệu tốt cho các nhà thầu khoan như PVD.

#### Lịch trình khoan bận rộn trong hai năm tới

PVD đã ký hợp đồng cho đội giàn khoan trong vòng 2 năm tới và tất cả các giàn sẽ hoạt động ở thị trường nước ngoài ít nhất đến giữa 2025. Điều này là cơ sở để chúng tôi nâng hiệu suất sử dụng trung bình giàn JU từ 95% lên 98% cho năm 2024-2025. Hơn nữa, chúng tôi tin rằng TT trong nước sẽ cung cấp lượng việc làm tiềm năng rất lớn cho PVD từ cuối 2025 trở đi với nhiều dự án E&P đang được triển khai.

#### Kế hoạch đầu tư giàn JU mới sẽ là động lực tăng giá tiềm năng

Theo ban lãnh đạo, PVD có kế hoạch đầu tư một giàn khoan JU mới trong năm 2024. Công ty tự tin vào tính khả thi của khoản đầu tư này nhờ triển vọng TT khoan tích cực hiện nay. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng sẽ không đơn giản để PVD có thể mua được giàn JU mới với giá hợp lý do nguồn cung giàn JU khan hiếm và mức giá chào mua cao. Do đó, chúng tôi xem đây là động lực tăng giá tiềm năng tăng giá với PVD và chưa đưa vào dự phóng của mình do còn thiếu nhiều thông tin.

#### Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ của doanh nghiệp

PVD đang giao dịch ở mức P/B là 1,1x, bằng với mức trung bình lịch sử kể từ năm 2010 và thấp hơn nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành. Tỷ lệ P/E trượt ở mức cao là 36,7x cũng được hỗ trợ bởi kỳ vọng tăng trưởng kép 2 năm đạt 52,8%.

	<b>12-22A</b>	<b>12-23E</b>	<b>12-24E</b>	<b>12-25E</b>
Tăng trưởng DT	35,9%	3,0%	18,2%	9,6%
Tăng trưởng EPS	(553,9%)	NM	115,7%	41,7%
Biên LN gộp	10,6%	21,2%	29,0%	31,9%
Biên LN ròng	(1,9%)	8,7%	15,9%	20,6%
P/E (x)	NA	32	15	10
P/B điều chỉnh (x)	1,1	1,1	1,1	1,0
ROAE	(0,8%)	3,5%	7,3%	9,7%
Nợ ròng/VCSH	12,5%	7,2%	1,4%	(7,1%)

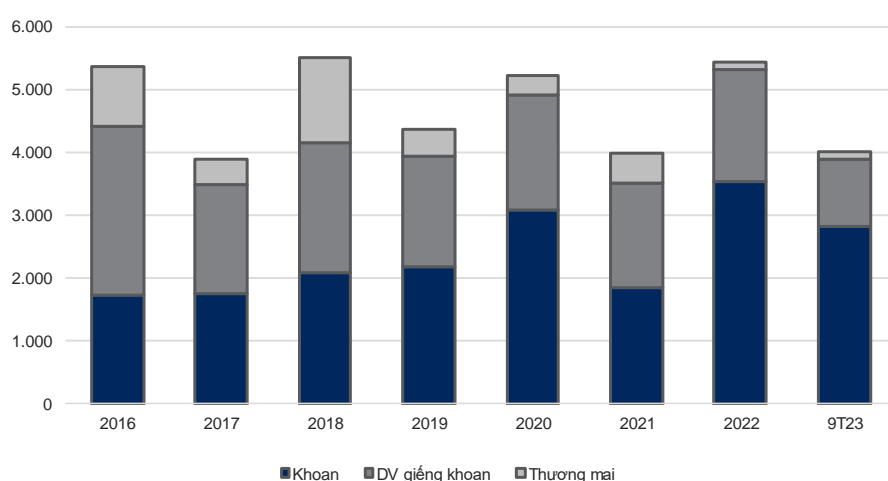
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

### Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường khoan dầu khí tại Việt Nam

Tổng Công ty Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PV Drilling) – thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) – được thành lập trên cơ sở nhận chuyển giao các nguồn lực từ Xí nghiệp Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Biển (PTSC Offshore) thuộc Công ty Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (PTSC), vào năm 2001. Việc thành lập PVD là chủ trương tập trung xây dựng và phát triển các loại hình dịch vụ kỹ thuật dầu khí chuyên sâu của PVN, nhằm tạo thế chủ động trong công tác khoan và các dịch vụ liên quan đến công tác khoan dầu khí tại Việt Nam. Năm 2006, công ty chính thức niêm yết cổ phiếu lên HOSE.

Hình 1: Doanh thu của PVD theo từng mảng kinh doanh (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

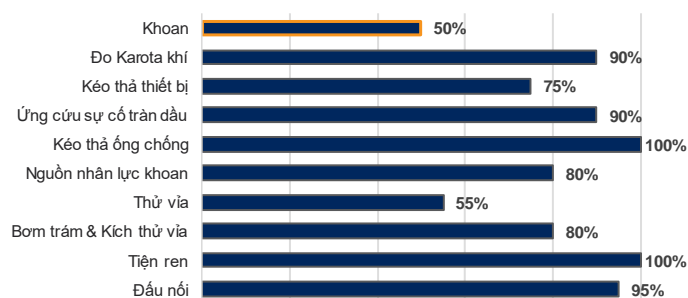
PVD hiện là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường trong việc cung cấp giàn khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan cũng như cung cấp nhân lực cho hoạt động khoan trên bờ và ngoài khơi tại Việt Nam. Với đội giàn tự nâng còn khá trẻ (độ tuổi trung bình là 13) so với các doanh nghiệp cùng ngành (khoảng 35% đội giàn tự nâng toàn cầu có tuổi trên 20 năm), PVD cũng là nhà thầu khoan uy tín và đáng tin cậy tại thị trường quốc tế với phạm vi hoạt động trên khắp Đông Nam Á (ĐNÁ), bao gồm Malaysia, Indonesia, Brunei, Thailand và Cambodia.

Hình 2: Đội giàn khoan của PVD tại thời điểm tháng 11/2023

Đội giàn	Năm khởi động	Vốn đầu tư (triệu USD)	Loại giàn
PVD I	2007	115	Tự nâng
PVD II	2009	204	Tự nâng
PVD III	2009	206	Tự nâng
PVD VI	2015	220	Tự nâng
PVD XI	2007	19	Giàn đất liền
PVD V - TAD	2011	230	Giàn tiếp trợ nửa nổi nửa chìm

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Thị phần của PVD trong ngành khoan và dịch vụ giếng khoan tại Việt Nam



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận 9T23 tốt như kỳ vọng

Hình 4: Tổng quan KQKD Q3/23 và 9T23

Đơn vị: tỷ đồng	Q3/22	Q3/23	% svck	9T22	9T23	% svck	% sv dự phóng 2023	Nhận định
Hiệu suất sử dụng trung bình giàn tự nâng (%)	95%	92%	-3,0 điểm%	82%	97%	15,0 điểm%		
Giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng (USD)	59.000	78.000	32,2%	57.667	73.800	28,0%		
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.241,7</b>	<b>1.381,1</b>	<b>11,2%</b>	<b>3.923,4</b>	<b>4.033,3</b>	<b>2,8%</b>	<b>73,5%</b>	Doanh thu 9T23 tăng nhẹ 2,8% svck do tác động trái chiều của: (1) giá thuê ngày giàn tự nâng cao hơn (+28% svck lên khoảng 73.800 USD) và (2) không ghi nhận DT từ giàn khoan thuê ngoài như trong 9T22 và DT dịch vụ giếng khoan thấp hơn
Khoan	836,5	943,6	12,8%	2.579,1	2.826,1	9,6%		
DV giếng khoan	360,2	405,1	12,5%	1.254,7	1.068,7	-14,8%		
Thương mại	45,1	32,5	-28,0%	67,7	123,4	82,2%		
<b>LN gộp</b>	<b>117,2</b>	<b>295,9</b>	<b>152,5%</b>	<b>313,5</b>	<b>895,4</b>	<b>185,6%</b>	<b>78,0%</b>	
Khoan	23,7	180,3	659,7%	(27,5)	532,1	N/A		
DV giếng khoan	88,2	113,4	28,6%	326,5	351,7	7,7%		
Thương mại	5,2	2,1	-59,8%	12,9	8,3	-36,0%		
<b>Biên LN gộp</b>	<b>9,4%</b>	<b>21,4%</b>	<b>12,0 điểm%</b>	<b>8,0%</b>	<b>22,2%</b>	<b>14,2 điểm%</b>		Biên LN gộp 9T23 tăng mạnh 14,2 điểm % svck chủ yếu nhờ kết quả tích cực của mảng khoan (đến từ việc giá thuê ngày giàn tự nâng tăng mạnh)
Khoan	2,8%	19,1%	16,3 điểm%	-1,1%	18,8%	19,9 điểm%		
DV giếng khoan	24,5%	28,0%	3,5 điểm%	26,0%	32,9%	6,9 điểm%		
Thương mại	11,6%	6,5%	-5,1 điểm%	19,0%	6,7%	-12,3 điểm%		
Chi phí bán hàng	(3,6)	(4,8)	35,1%	(7,6)	(11,3)	47,8%	63,4%	
Chi phí QLDN	(91,9)	(113,4)	23,5%	(310,3)	(365,1)	17,6%	84,6%	
EBIT	21,8	177,7	715,6%	(4,4)	519,0	N/A		
LN (chi phí) thuần từ hoạt động tài chính	(61,5)	(90,6)	47,2%	(140,6)	(214,0)	52,2%	105,1%	Chi phí tài chính ròng 9T23 tăng 52,2% svck chủ yếu do chi phí lãi vay tăng (+53,4% svck lên 186,6 tỷ đồng) do Fed tiếp tục tăng lãi suất
Doanh thu tài chính	25,9	43,0	66,3%	81,9	97,4	18,9%		
Chi phí tài chính	(87,4)	(133,6)	52,8%	(222,4)	(311,3)	40,0%		
Lợi nhuận từ LDLK	11,0	3,5	-67,8%	19,8	26,6	34,1%		
Thu nhập khác	(14,8)	61,9	N/A	(43,5)	100,7	N/A		Trong 9T23, PVD ghi nhận khoản LN bất thường 140 tỷ đồng từ Valeura Thái Lan theo thỏa thuận chấm dứt hợp đồng khoan
LNTT	(43,5)	152,5	N/A	(168,7)	432,4	N/A		
<b>LN ròng</b>	<b>(33,7)</b>	<b>150,6</b>	<b>N/A</b>	<b>(150,5)</b>	<b>381,3</b>	<b>N/A</b>	<b>75,4%</b>	Phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng năm 2024/25: Triển vọng kinh doanh vững chắc

Hình 5: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2023-25

Đơn vị: tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
Giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng (USD)	77.000	77.000	0,0%	90.000	98.000	8,9%	94.500	104.860	11,0%	Chúng tôi nâng giả định giá thuê ngày trung bình giàn tự nâng năm 2024-25 lên 8,9%/11% để phản ánh mức giá thuê cao hơn đối với các hợp đồng khoan trong năm 2024-25. Theo PVD, công ty đã ký kết được những hợp đồng khoan với giá thuê đạt mức 100.000 USD
Giá thuê ngày giàn TAD (USD)	90.000	90.000	0,0%	90.000	90.000	0,0%	90.000	90.000	0,0%	
Hiệu suất sử dụng giàn tự nâng (%)	95%	95%	0,5 điểm%	95%	98%	3,0 điểm%	95%	98%	3,0 điểm%	Chúng tôi nâng giả định hiệu suất sử dụng giàn năm 2024-25 lên 98% do chúng tôi nhận thấy lịch trình khoan của PVD gần như đã được lấp kín trong hai năm tới
Hiệu suất giàn TAD (%)	98%	99%	1,0 điểm%	98%	99%	1,0 điểm%	98%	99%	1,0 điểm%	
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.490</b>	<b>5.596</b>	<b>1,9%</b>	<b>6.243</b>	<b>6.612</b>	<b>5,9%</b>	<b>6.805</b>	<b>7.246</b>	<b>6,5%</b>	Chúng tôi nâng dự phóng DT năm 2024-25 thêm 5,9%/6,5% do tác động trái chiều của: (1) dự phóng DT khoan cao hơn nhờ giả định hiệu suất sử dụng và giá thuê giàn tự nâng cao hơn, và (2) DT dịch vụ giếng khoan thấp hơn do việc tắt cả các giàn khoan tự nâng của PVD hoạt động ở nước ngoài sẽ ảnh hưởng đến DT dịch vụ giếng khoan, mảng kinh doanh vốn phụ thuộc nhiều vào các dự án khai thác dầu khí trong nước
Thương mại	230	172	-25,0%	241	207	-14,3%	253	248	-2,0%	
Khoan	3.443	3.767	9,4%	3.912	4.749	21,4%	4.045	5.010	23,9%	
DV giếng khoan	1.817	1.657	-8,8%	2.090	1.657	-20,7%	2.507	1.988	-20,7%	
<b>LN gộp</b>	<b>1.148</b>	<b>1.184</b>	<b>3,2%</b>	<b>1.646</b>	<b>1.919</b>	<b>16,6%</b>	<b>1.882</b>	<b>2.313</b>	<b>22,9%</b>	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>20,9%</b>	<b>21,2%</b>	<b>0,3 điểm%</b>	<b>26,4%</b>	<b>29,0%</b>	<b>2,7 điểm%</b>	<b>27,7%</b>	<b>31,9%</b>	<b>4,3 điểm%</b>	Biên LN gộp năm 2024-25 tăng mạnh nhờ tác động tích cực của giả định hiệu suất sử dụng và giá thuê ngày giàn tự nâng cao hơn
Chi phí bán hàng và QLDN	450	484	7,8%	451	483	7,0%	471	500	6,1%	Điều chỉnh phù hợp với kết quả 9T23
EBIT	698	700	0,3%	1.195	1.437	20,2%	1.411	1.813	28,5%	
LN (chi phí) thuần từ hoạt động tài chính	(204)	(277)	36,0%	(119)	(177)	49,5%	(31)	(76)	143,8%	Chúng tôi tăng mạnh dự phóng chi phí tài chính thuần năm 2023-25 để phản ánh tác động của lãi suất USD cao hơn dự kiến đối với KQKD của PVD. Hiện tại, PVD có số dư nợ vay bằng USD là 3.530 tỷ đồng vào cuối Q3/23, điều này sẽ gây áp lực lên KQKD của PVD trong bối cảnh lãi suất USD duy trì ở mức cao ít nhất là trong một năm tới
Lợi nhuận từ LDLK	55	39	-28,7%	94	66	-29,4%	136	109	-20,1%	Điều chỉnh phù hợp với kết quả 9T23
LN khác	63	89	42,2%	(12)	(13)	5,9%	(8)	(1)	-88,6%	Chúng tôi tăng LN khác năm 2023 để phản ánh khoản bồi thường 70 tỷ đồng mà PVD nhận được từ Valuera Thái Lan trong Q3/23
LNTT	612	551	-9,9%	1.158	1.313	13,4%	1.508	1.845	22,3%	
<b>LN ròng</b>	<b>506</b>	<b>488</b>	<b>-3,5%</b>	<b>952</b>	<b>1.053</b>	<b>10,6%</b>	<b>1.225</b>	<b>1.491</b>	<b>21,7%</b>	
EPS (đồng)	909	877	-3,5%	1.712	1.892	10,6%	2.202	2.681	21,7%	

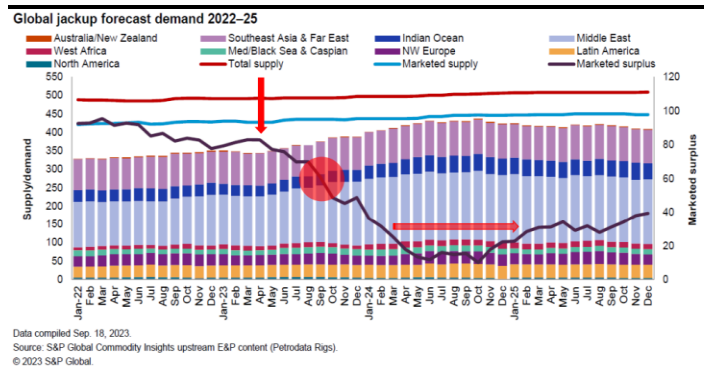
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Điều kiện thị trường JU toàn cầu thực sự vững chắc tại thời điểm hiện tại**

**Nhu cầu giàn khoan JU đang tăng lên**

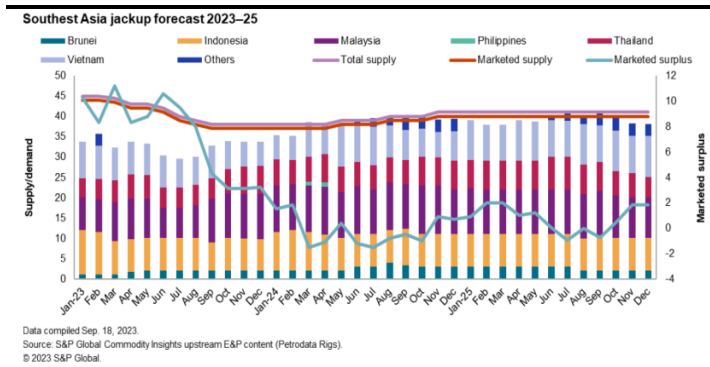
Theo S&P Global, nhu cầu giàn JU ở Trung Đông dự kiến sẽ tăng từ 169 giàn vào năm 2023 (+35,2% svck) lên 183 giàn vào năm 2024 (+8,3% svck), chủ yếu đến từ nhu cầu tăng mạnh của Saudi Aramco và ADNOC. Trong khi đó, thị trường ĐNÁ cũng sẽ là khu vực sôi động trong những năm tới, với nhu cầu dự kiến sẽ tăng từ 32,7 giàn năm 2023 lên 38,4/39,2 giàn vào năm 2024/25.

**Hình 6: Nhu cầu giàn khoan tự nâng trên toàn cầu**



Nguồn: S&P GLOBAL

**Hình 7: Nhu cầu giàn khoan tự nâng tại Đông Nam Á**



Nguồn: S&P GLOBAL

### Trong khi nguồn cung bị thắt chặt

Ngược lại, nguồn cung giàn JU dường như sẽ tiếp tục bị thắt chặt do lượng đặt hàng thấp. Số lượng đơn đặt hàng đóng mới trong vài năm tới ở mức thấp lịch sử, vào ~5% tổng số giàn khoan trên toàn cầu (20 giàn khoan đóng mới/435 giàn khoan có thể hoạt động trên thị trường). Để làm rõ thêm tình trạng nguồn cung khan hiếm hiện nay, chúng tôi lưu ý rằng có tới 141 giàn khoan đóng mới tại các nhà máy đóng tàu đang chờ giao hàng vào thời điểm tháng 10/2014 – là đỉnh của chu kỳ tăng giá trước đó của TT khoan. Ngoài ra, có 163 giàn khoan có tuổi đời trên 30 năm, trong đó có 62 giàn không sẵn sàng để đưa vào hoạt động (tương đương khoảng 33% tổng đội giàn JU), độ tuổi khó có thể đáp ứng được những yêu cầu ngày càng cao hơn của các chiến dịch khoan ngày nay.

**Hình 8: Lịch giao giàn khoan tự nâng đóng mới dự kiến trên toàn cầu. Nguồn cung bổ sung tiềm năng dường như rất hạn chế trong vài năm tới**

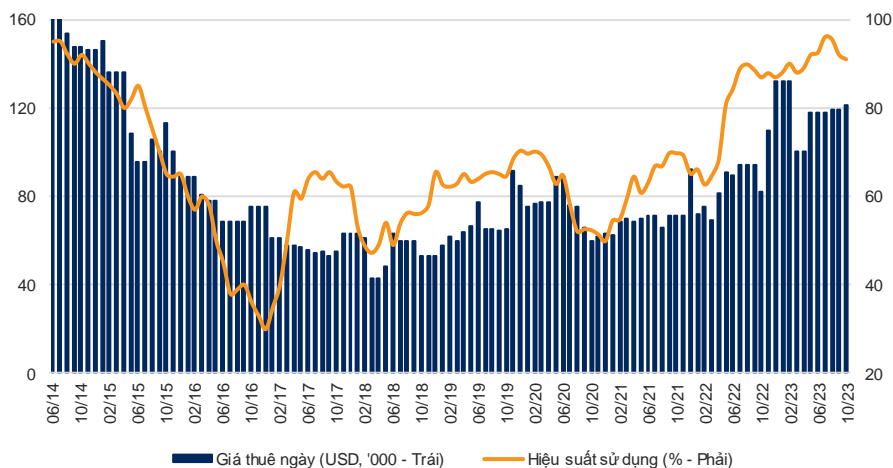
STT	Tên giàn	Đơn vị quản lý	Ngày giao	Quốc gia
1	ARO 2005	ARO Drilling	03/11/2023	UAE
2	Ayu	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	09/11/2023	Trung Quốc
3	West Umbrie	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08/12/2023	Trung Quốc
4	Gulf Driller V	Ocean Challenger	09/12/2023	Trung Quốc
5	West Titan	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	09/12/2023	Trung Quốc
6	Varada 1	Essar Oilfields Services	08/01/2024	Ấn Độ
7	Varada 2	Essar Oilfields Services	09/01/2024	Ấn Độ
8	B370	Rigco Holding Pte Ltd	08/05/2024	Singapore
9	ARO 2006	ARO Drilling	30/05/2024	UAE
10	West Dione	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08/06/2024	Trung Quốc
11	West Rhea	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08/06/2024	Trung Quốc
12	TS Coral	Shanhaiguan Shipyard	08/08/2024	Trung Quốc
13	TS Jade	Shanhaiguan Shipyard	08/08/2024	Trung Quốc
14	Vale	Borr Drilling	22/08/2024	Singapore
15	West Tethys	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08/10/2024	Trung Quốc
16	Var	Borr Drilling	08/11/2024	Singapore
17	West Mimas	Dalian Shipbuilding Industry Co (DSIC)	08/12/2024	Trung Quốc
18	TS Opal	Shanhaiguan Shipyard	08/01/2025	Trung Quốc
19	West Hyperion	COSL	09/03/2025	Trung Quốc
20	TS Emerald	Shanhaiguan Shipyard	06/01/2026	Trung Quốc

Nguồn: PV DRILLING, ODS PETRODATA



Theo đó, giá thuê ngày giàn tự nâng trên toàn cầu đã tăng mạnh. Giá thuê dao động quanh mức 130.000-140.000 USD với một số giàn khoan thể hệ mới có giá thuê chạm mức 150.000 USD. Tại khu vực Đông Nam Á, giá thuê giàn JU (loại 301-400 IC) cũng đạt vùng giá 105.000-133.000 USD. Chúng tôi cho rằng giá thuê giàn JU sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao trong thời gian tới do thị trường giàn JU hiện tại tiếp tục bị thắt chặt. Đây là tín hiệu khả quan cho các nhà cung cấp dịch vụ khoan như PVD.

**Hình 9: Giá thuê ngày trung bình và hiệu suất sử dụng trung bình giàn tự nâng (loại 361-400 IC) đang ở mức cao so với giai đoạn 2015-2021**



Nguồn: S&P GLOBAL, VNDIRECT RESEARCH

### Lịch khoan của PVD gần như đã được lấp đầy trong 2 năm tới

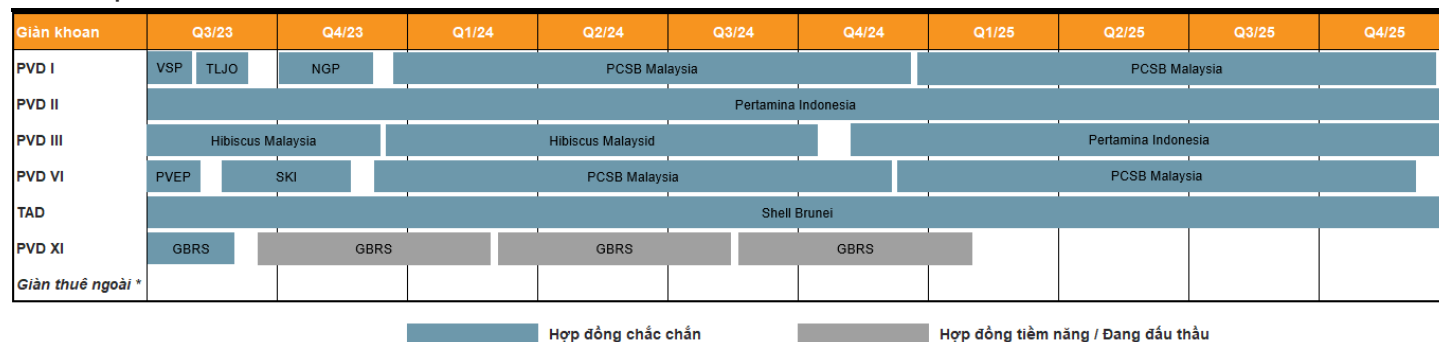
Chúng tôi nhận thấy lịch khoan của PVD gần như đã được lấp đầy trong 2 năm tới, cụ thể như sau:

- Giàn PVD I đang khoan cho Northern Gulf Petroleum (NGP) tại Thailand. Vào cuối năm 2023, PVD I sẽ được kéo sang Malaysia để phục vụ hai hợp đồng 1 năm cho Petronas Carigali (PCSB), trong đó PVD sẽ được hưởng giá thuê cao hơn cho hợp đồng thứ 2.
- Giàn PVD II hiện đang khoan cho Pertamina tại Indonesia với hợp đồng dài hạn 2 năm (+1 năm tùy chọn gia hạn) kể từ tháng 10/2022.
- Giàn PVD III tiếp tục khoan tại Hibiscus Malaysia đến giữa năm 2024 với hợp đồng gia hạn từ cuối năm 2023 (với giá thuê cao hơn nhiều so với hợp đồng cũ). Sau đó, PVD III dự kiến sẽ được kéo sang Indonesia để phục vụ cho Pertamina với hợp đồng dài hạn 3 năm kèm tùy chọn gia hạn 2 năm.
- Giàn PVD VI sẽ được kéo sang Malaysia để phục vụ cho PCSB từ tháng 11/2023 với các điều khoản hợp đồng tương tự như giàn PVD I.

Do đó, chúng tôi dự báo hiệu suất sử dụng giàn JU trung bình của PVD sẽ ở mức 98% trong cả hai năm 2024-25. Chúng tôi cũng lưu ý rằng nhu cầu khoan tại Đông Nam Á đang trên đà tăng trưởng, trong đó nhu cầu của Việt Nam được kỳ vọng sẽ là một trong những động lực chính trong năm 2025 với nhiều dự án trọng điểm sắp được triển khai như: Kinh Ngự Tráng, Lạc Đà Vàng và Lô B. Do

đó, chúng tôi tin rằng thị trường trong nước sẽ đem lại khối lượng việc làm tiềm năng rất lớn cho PVD kể từ cuối năm 2025.

**Hình 10: Lịch trình khoan của PVD**



Nguồn: PVDRILLING

### Lợi nhuận của PVD sẽ tăng tốc trong những năm tới

Với triển vọng vững chắc hiện tại của DN, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của PVD rõ ràng sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong hai năm tới. Chúng tôi dự báo LN ròng của PVD sẽ tăng trưởng 115,7%/41,7% svck trong năm 2024-25 nhờ: (1) hiệu suất sử dụng giàn JU cao (98% trong năm 2024-25) và (2) giá thuê trung bình giàn JU tiếp tục tăng mạnh (+27%/7% trong năm 2024-25).

## Định giá

### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 34.500 đồng

Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu cao hơn 34.500 đồng (+9,9% sv, báo cáo gần nhất), dựa trên dựa trên tỷ trọng tương đương của hai phương pháp định giá DCF và P/B mục tiêu năm 2024 là 1,3 lần (+0,5 độ lệch chuẩn sv. P/B trung bình). Chúng tôi tin rằng PVD xứng đáng được định giá lại ở mức P/B cao hơn so với mức trung bình lịch sử (kể từ năm 2010) nhờ triển vọng tăng trưởng vững chắc của doanh nghiệp và giá trị đội giàn khoan hiện tại tăng mạnh so với cùng kỳ năm ngoái (giá trị giàn JU loại 300ft IC tham chiếu: +40% svck). Chúng tôi cũng lưu ý rằng PVD từng được giao dịch ở mức P/B trung bình là 1,5 lần trong giai đoạn 2010-2015 – chu kỳ tăng giá gần nhất của thị trường khoan.

Giá mục tiêu của chúng tôi chịu ảnh hưởng bởi: (1) dự phóng EPS năm 2024-25 cao hơn, (2) chuyển mô hình DCF sang năm 2024 và (3) giảm giả định WACC từ 12,6% xuống 11,4% khi chúng tôi giảm lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 10 năm tại ngày 30/9) và giảm [phần bù rủi ro thị trường](#) từ 10% xuống 9,6%.

Hình 11: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	34.424	50%	17.212
P/B mục tiêu năm 2024 là 1,3x	34.664	50%	17.332
Giá mục tiêu			34.544
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>34.500</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 12: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>DT thuần</b>	<b>6.612</b>	<b>7.246</b>	<b>7.047</b>	<b>6.688</b>	<b>7.017</b>	<b>7.157</b>	<b>7.306</b>
% svck	18,2%	9,6%	-2,7%	-5,1%	4,9%	2,0%	2,1%
COGS & OPEX	(5.176)	(5.432)	(5.533)	(5.490)	(5.650)	(5.775)	(5.910)
EBIT	1.437	1.813	1.514	1.198	1.367	1.381	1.397
Biên LN hoạt động KD	21,7%	25,0%	21,5%	17,9%	19,5%	19,3%	19,1%
Thuế khả dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT * (1-mức thuế)	1.149	1.451	1.211	958	1.094	1.105	1.117
+ Chi phí khấu hao	848	845	800	771	771	771	771
% doanh thu	12,8%	11,7%	11,3%	11,5%	11,0%	10,8%	10,6%
- CapEx	(165)	(181)	(176)	(167)	(175)	(179)	(183)
% doanh thu	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
+ Thay đổi vốn lưu động	(245)	100	(9)	22	(85)	47	273
% doanh thu	-3,7%	1,4%	-0,1%	0,3%	-1,2%	0,7%	3,7%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	(124)	32	108	212	258	303	356
% doanh thu	-1,9%	0,4%	1,5%	3,2%	3,7%	4,2%	4,9%
Dòng tiền tự do (UFCF)	1.463	2.246	1.934	1.797	1.862	2.047	2.335

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH



Hình 13: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,3
Phân bù rủi ro thị trường	9,6%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>14,9%</b>

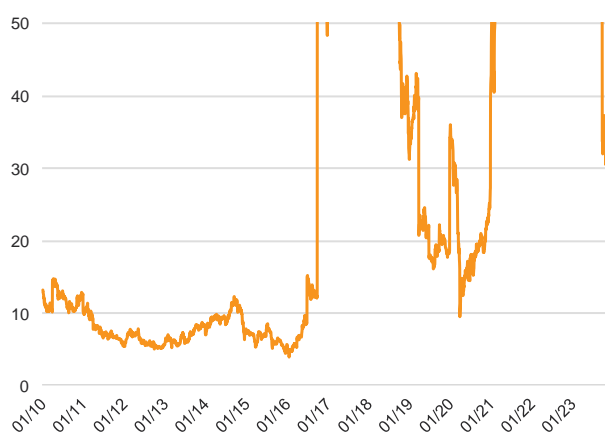
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: WACC và Tăng trưởng dài hạn

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	65%
Nợ	35%
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	20,0%
<b>WACC</b>	<b>11,4%</b>
Tăng trưởng dài hạn	1,2%

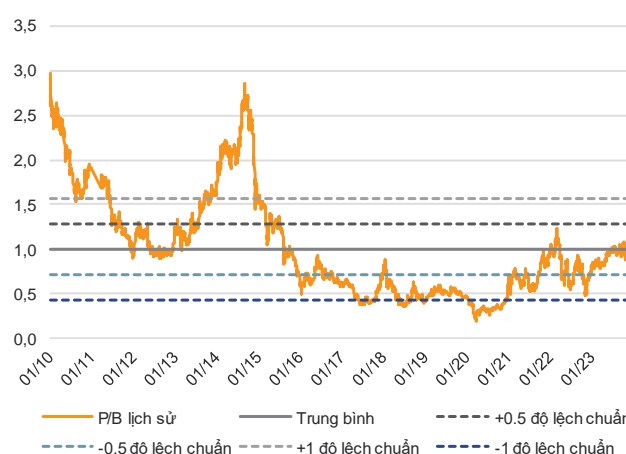
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: P/E lịch sử của PVD



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: P/B lịch sử của PVD



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: So sánh các công ty cùng lĩnh vực khoan dầu khí

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		tr.USD	TTM	2024	Hiện tại	2024	2023	2024	2023
Sapura Energy Bhd	SAPE MK	NR	0,05	N/A	154	N/A	N/A	N/A	N/A	8,7%	9,6%	N/A	N/A
Velesto Energy Bhd	VEB MK	NR	0,22	N/A	388	314,3	12,9	0,8	0,7	3,2%	6,5%	2,1%	5,3%
Borr Drilling Ltd	BORR NO	NR	66,20	N/A	1.633	N/A	8,1	1,7	1,4	1,5%	20,5%	12,7%	42,5%
Valaris Ltd	VAL US	NR	68,34	N/A	4.982	52,8	14,5	4,2	3,2	5,1%	29,3%	1,1%	4,5%
Transocean	RIG US	NR	6	N/A	5.056	N/A	30,9	0,5	0,5	-8,0%	1,2%	-4,3%	1,2%
Trung bình						183,5	16,6	1,8	1,5	2,1%	13,4%	2,9%	13,3%
PV Drilling	PVD VN	Khả quan	28.000	34.500	641	36,7	14,8	1,1	1,1	3,5%	7,3%	2,4%	5,0%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 30/11)

Hình 18: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF khi giả định giá thuê ngày giàn tự nâng và chi phí vận hành thay đổi

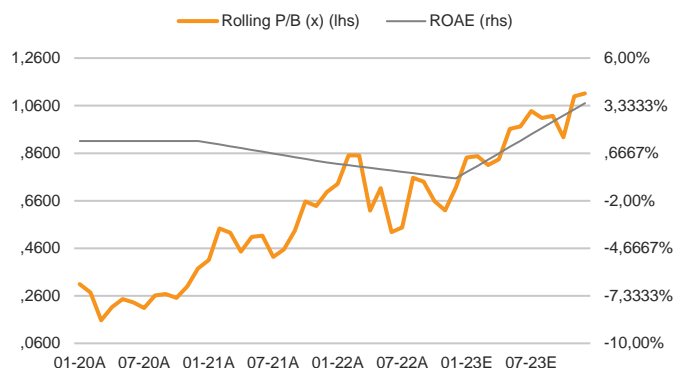
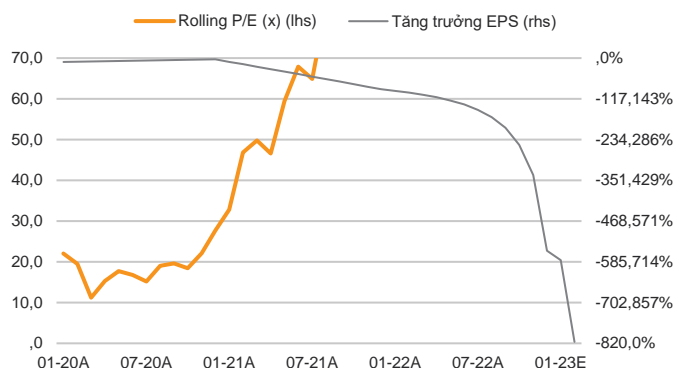
		Giá thuê giàn khoan tự nâng trung bình (USD/ngày)					
Chi phí vận hành (USD/ngày)			-10%	-5%	Cơ sở	5%	10%
			88.200	93.100	98.000	102.900	107.800
	-10%	37.109	32.266	34.495	36.725	38.955	41.185
	-5%	39.171	31.115	33.345	35.575	37.804	40.034
	Cơ sở	41.232	29.964	32.194	34.424	36.654	38.883
	5%	43.294	28.814	31.043	33.273	35.503	37.733
	10%	45.356	27.663	29.893	32.123	34.352	36.582

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:**

- Động lực tăng giá tiềm năng là giá thuê giàn JU cao hơn kỳ vọng và doanh thu đến từ giàn khoan đầu tư mới.
- Rủi ro giảm giá là giá thuê giàn JU thấp hơn kỳ vọng và giá dầu giảm mạnh.

## Định giá



### Báo cáo KQ HKĐD

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	5.432	5.596	6.612
Giá vốn hàng bán	(4.854)	(4.411)	(4.693)
Chi phí quản lý DN	(493)	(468)	(463)
Chi phí bán hàng	(18)	(17)	(20)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>67</b>	<b>700</b>	<b>1.437</b>
EBITDA thuần	850	1.527	2.284
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(783)</b>	<b>(827)</b>	<b>(848)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>67</b>	<b>700</b>	<b>1.437</b>
Thu nhập lãi	118	129	135
Chi phí tài chính	(313)	(405)	(312)
Thu nhập ròng khác	(56)	89	(13)
TN từ các Cty LK & LD	45	39	66
<b>LN trước thuế</b>	<b>(139)</b>	<b>551</b>	<b>1.313</b>
Thuế	(16)	(108)	(249)
Lợi ích cổ đông thiểu số	52	44	(11)
<b>LN ròng</b>	<b>(103)</b>	<b>488</b>	<b>1.053</b>
Thu nhập trên vốn	(103)	488	1.053
Cổ tức phổ thông	(3)	0	(167)
<b>LN giữ lại</b>	<b>(106)</b>	<b>488</b>	<b>886</b>

### Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	2.079	2.566	3.172
Đầu tư ngắn hạn	424	509	764
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.163	2.300	2.717
Hàng tồn kho	909	846	900
Các tài sản ngắn hạn khác	71	73	86
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>5.646</b>	<b>6.294</b>	<b>7.640</b>
Tài sản cố định	13.567	12.908	12.226
Tổng đầu tư	641	653	666
Tài sản dài hạn khác	850	850	850
<b>Tổng tài sản</b>	<b>20.704</b>	<b>20.706</b>	<b>21.381</b>
Vay & nợ ngắn hạn	835	785	738
Phải trả người bán	568	604	643
Nợ ngắn hạn khác	1.465	1.365	1.613
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>2.868</b>	<b>2.754</b>	<b>2.994</b>
Vay & nợ dài hạn	3.000	2.817	2.651
Các khoản phải trả khác	758	720	684
Vốn điều lệ và	5.563	5.563	5.563
LN giữ lại	436	777	1.418
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13.849</b>	<b>14.191</b>	<b>14.833</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	229	224	219
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>20.704</b>	<b>20.706</b>	<b>21.381</b>

### Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>(139)</b>	<b>551</b>	<b>1.313</b>
Khấu hao	783	827	848
Thuế đã nộp	(48)	(108)	(249)
Các khoản điều chỉnh khác	217	(258)	(414)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>(897)</b>	<b>(190)</b>	<b>(245)</b>
<b>LC tiền thuần HKĐD</b>	<b>(83)</b>	<b>822</b>	<b>1.252</b>
Đầu tư TSCĐ	(155)	(168)	(165)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	1.362	67	(102)
<b>Thay đổi tài sản dài hạn khác</b>	<b>1.208</b>	<b>(100)</b>	<b>(268)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(235)	(233)	(212)
Dòng tiền từ HĐTC khác	62	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(3)	0	(167)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>(176)</b>	<b>(233)</b>	<b>(379)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.131	2.079	2.566
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>948</b>	<b>488</b>	<b>605</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.079	2.566	3.172

### Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	(1,9%)	8,7%	15,9%
Vòng quay TS	0,26	0,27	0,31
ROAA	(0,5%)	2,4%	5,0%
Đòn bẩy tài chính	1,51	1,48	1,45
ROAE	(0,8%)	3,5%	7,3%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	145,4	150,0	150,4
Số ngày nắm giữ HTK	68,3	70,0	70,2
Số ngày phải trả tiền bán	42,7	50,0	50,1
Vòng quay TSCĐ	0,41	0,42	0,53
ROIC	(0,6%)	2,7%	5,7%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,0	2,3	2,6
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	2,0	2,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,9	1,1	1,3
Vòng quay tiền	171,0	170,0	170,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	35,9%	3,0%	18,2%
Tăng trưởng LN từ HKĐD		944,3%	105,3%
Tăng trưởng LN ròng	(626,5%)		115,7%
Tăng trưởng EPS	(553,9%)		115,7%

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

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

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

### Khuyến nghị ngành

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

## KHUYẾN CÁO

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

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

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

**Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích**

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

**Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

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

Điện thoại: +84 2439724568

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

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