

Khoan & Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD)

Hưởng lợi nhờ nguồn cung giàn khoan thắt chặt

22/08/2023

 Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
 hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu 1H2023 sụt giảm nhẹ trong khi lợi nhuận sau thuế cải thiện từ mức âm cùng kỳ

Doanh thu 1H2023 của PVD giảm nhẹ 0.9% yoy. PVD không phát sinh doanh thu từ giàn đi thuê nhưng giá cước trung bình tăng khoảng 30% yoy và hiệu suất hoạt động cải thiện mạnh, giúp cho doanh thu không bị sụt giảm nhiều. LNST 1H2023 đạt 207 tỷ VND so với mức lỗ 149 tỷ VND cùng kỳ, chủ yếu do giá cước cho thuê giàn trung bình và hiệu suất khai thác các giàn khoan tăng. Ngoài ra, PVD cũng ghi nhận khoản thu phát sinh 70.2 tỷ VND do khách hàng đền bù hợp đồng.

Nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong khi nguồn cung thắt chặt sẽ khiến giá cước và hiệu suất hoạt động trên thị trường tăng cao

Giá dầu Brent duy trì ở mức cao và hoạt động thăm dò và khai thác sôi động tại thị trường Trung Đông đang khiến nhu cầu thuê giàn khoan trong khu vực tăng đột biến. Trong khi đó, nguồn cung giàn khoan toàn cầu đang bị thắt chặt do các giàn khoan cũ dần rời khỏi thị trường trong khi tốc độ sản xuất các giàn khoan mới không đáp ứng kịp nhu cầu. Đặc biệt, đội giàn khoan tại Đông Nam Á đang sụt giảm mạnh do sức hút từ Trung Đông, sẽ khiến thị trường trong khu vực bị thiếu hụt.

Kỳ vọng cải thiện giá cước và hiệu suất hoạt động giàn JU

Chúng tôi tin rằng với lợi thế tuổi đời rất trẻ trong khu vực, mức cước bình quân cho 4 giàn tự nâng của PVD có thể tăng lên trên 100 nghìn USD/ngày khi các giàn này có hợp đồng mới. Chúng tôi cũng kỳ vọng đội giàn JU của PVD sẽ tăng hiệu suất hoạt động trung bình từ 82.5% trong 2022 lên mức 92.1% và 96.0% tương ứng trong 2023 và 2024 xét trên nhu cầu thuê cao trong khu vực.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 30,200 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PVD. Giá mục tiêu là 30,200 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 25.8% so với giá tại ngày 22/08/2023.

MUA Duy trì

Giá mục tiêu	30,200 VND
Tăng/giảm (%)	25.8%
Giá hiện tại (22/08/2023)	24,000 VND
Giá mục tiêu đồng thuận	30,200 VND
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	13,341

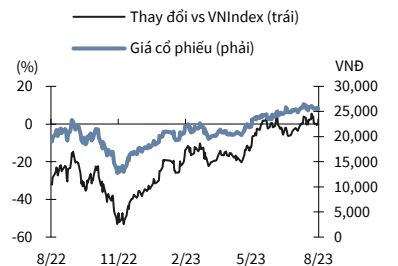
Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	46.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	130.3
Sở hữu nước ngoài (%)	28.0%
Cổ đông lớn	PVN (50.5%)

Biến động giá cổ phiếu (%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0.2	13.8	15.6	34.2
Tương đối	-4.7	-1.4	-0.7	38.6

Dự phóng KQKD & định giá

FY - end	2021A	2022A	2023F	2024F
Doanh số thuần (tỷ VND)	3,996	5,432	5,337	5,948
Lãi/lỗ từ HĐKD	-28	66	690	898
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VND)	20	-103	443	570
EPS (VND)	-36	-250	796	1,025
Tăng trưởng EPS (%)	-113	594	-418	29
P/E (x)	-623.89	-71.40	37.81	29.37
P/B (x)	0.69	0.71	1.17	1.13
ROE (%)	0.3	-1.1	3.1	3.8
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	0.0	0.0

Nguồn: Bloomberg, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 1H2023

Doanh thu 1H2023 sụt giảm nhẹ trong khi lợi nhuận sau thuế cải thiện từ mức âm cùng kỳ

Doanh thu 1H2023 của PVD giảm nhẹ 0.9% yoy. Trong 1H2023, PVD không thuê thêm giàn trong khi cùng kỳ công ty có đóng góp doanh thu từ giàn Hakuryu-11 đi thuê. Bù lại, giá cước cho thuê giàn trung bình đã tăng khoảng 30% yoy và hiệu suất hoạt động tăng lên khoảng 92% so với mức 75% cùng kỳ, giúp cho doanh thu không bị sụt giảm nhiều.

LNST 1H2023 đạt 207 tỷ VND so với mức lỗ 149 tỷ VND cùng kỳ, chủ yếu do giá cước cho thuê giàn trung bình và hiệu suất khai thác các giàn khoan tăng. Lưu ý rằng các giàn khoan đi thuê từ các nhà cung cấp khác thường không đóng góp nhiều vào cơ cấu lợi nhuận gộp do biên lợi nhuận gộp thường rất thấp (1.5-2%), nên việc không thuê thêm giàn khoan không ảnh hưởng đáng kể tới lợi nhuận của doanh nghiệp. Ngoài ra trong 1H2023, PVD cũng ghi nhận tăng cổ tức nhận từ các liên doanh và khoản thu nhập bất thường phát sinh do khách hàng đền bù hủy hợp đồng, trong khi chi phí lãi vay tăng đột biến 107% yoy do tình hình lãi suất LIBOR quốc tế tăng mạnh từ đầu năm.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

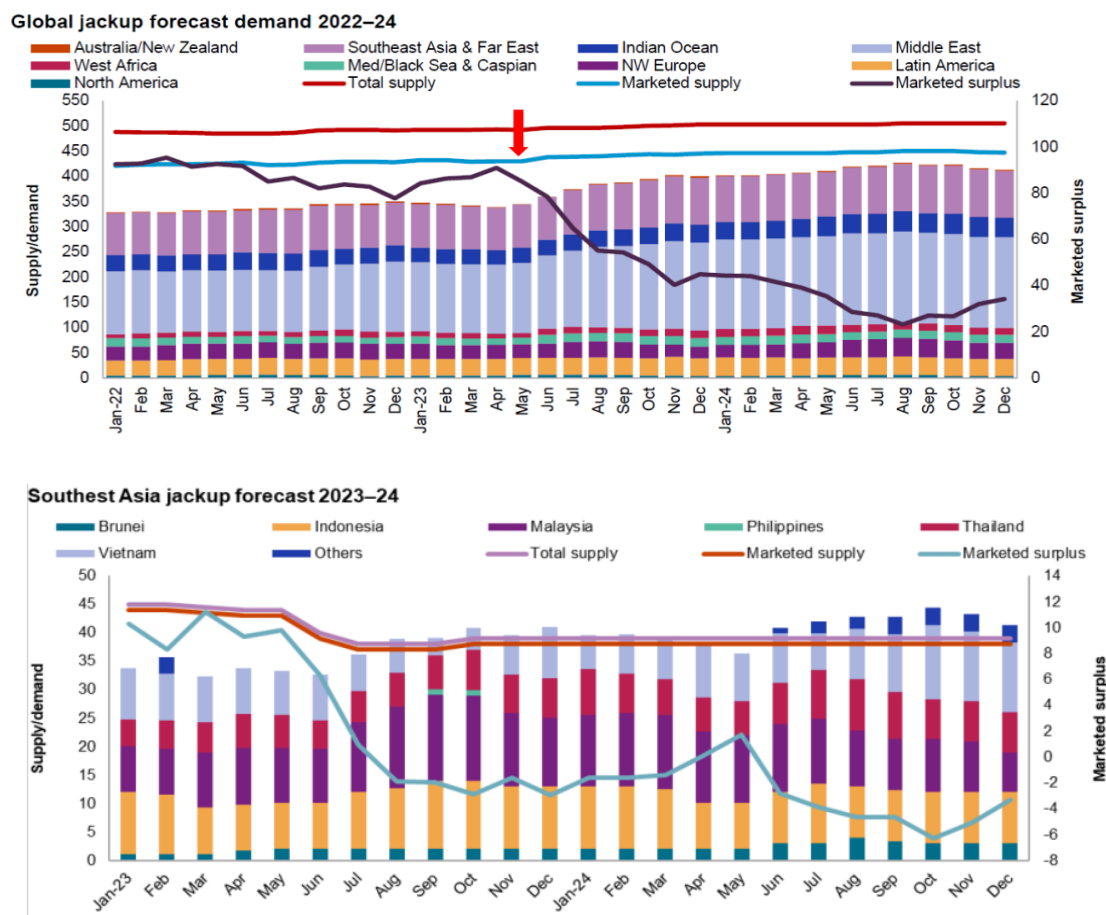
(Tỷ VNĐ)	1H2022	1H2023	YoY %	Chú thích
Doanh thu	2,660	2,637	-1%	
Dịch vụ khoan	1,737	1,884	8%	Cước phí giàn khoan JU tăng khoảng 30% yoy, hiệu suất hoạt động tăng lên 92% so với mức 75% cùng kỳ, nhưng không phát sinh doanh thu từ giàn khoan đi thuê như trong 1H2022.
Thương mại	23	91	303%	
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và khác	893	664	-26%	Hoạt động E&P nội địa trầm lắng trong 1H2023 ảnh hưởng trực tiếp tới khối lượng công việc mảng kỹ thuật.
Lợi nhuận gộp	194	596	207%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	7%	23%		
Dịch vụ khoan	-3%	19%		BLNG dịch vụ cho thuê giàn cải thiện đột biến do cước phí và hiệu suất hoạt động tăng trong khi chi phí vốn không thay đổi đáng kể. Việc không sử dụng giàn đi thuê cũng góp phần cải thiện BLNG.
Thương mại	32%	7%		
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và khác	27%	36%		
Chi phí SG&A	-221	-257		
% SG&A / doanh thu	-8%	-10%		
LN từ HĐKD	-26	340	N.M	
Thu nhập tài chính	56	52	-6.5%	
Chi phí tài chính	-134	-178	32.5%	Chi phí lãi vay tăng chủ yếu do mặt bằng lãi suất LIBOR quốc tế tăng mạnh.
Thu nhập khác (ròng)	-29	39	N.M	Nhận khoản bồi thường khoảng 70.2 tỷ VND do khách hàng thay đổi hợp đồng thuê.
LN trước thuế	-124	276	N.M	
LN sau thuế	-149	207	N.M	

Nguồn: PVD, KBSV

Nhu cầu thuê giàn tăng mạnh trong khi nguồn cung thắt chặt sẽ khiến giá cước và hiệu suất hoạt động trên thị trường tăng cao

Chúng tôi duy trì dự báo giá dầu Brent trung bình đạt lần lượt 80 và 75 USD/thùng cho năm 2023 và 2024. Mức giá này sẽ khuyến khích hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) trên thế giới. Đặc biệt, chúng tôi nhận thấy nhu cầu thuê giàn khoan trong khu vực đang tăng đột biến do các nước Trung Đông phải tranh thủ đẩy mạnh hoạt động E&P trong giai đoạn 2023-2030 để sau đó sẽ dần giảm sự lệ thuộc vào nguồn thu từ dầu thô. S&P Global dự báo nhu cầu thuê giàn tự nâng (JU) tại Trung Đông sẽ tăng từ 125 giàn trong 2022 lên mức 169 và 184 giàn trong 2023 và 2024. Trong khi đó, nguồn cung giàn khoan JU trên thế giới đang rất hạn hẹp. Theo IHS Market, tổng nguồn cung giàn JU trên thế giới tính đến tháng 7/2023 là 495 giàn, trong đó có 160 giàn có tuổi đời trên 30 năm (bao gồm 63 giàn mất khả năng khai thác) sẽ khó có thể cho thuê do tính ổn định thấp và rủi ro hỏng hóc, cháy nổ tăng cao. Khu vực Đông Nam Á cũng phải đối mặt với tình trạng thiếu hụt cung khi mà từ 2022 đến tháng 6/2023, có tới 21 trên 53 giàn di chuyển tới Trung Đông là có xuất xứ từ Đông Nam Á. S&P Global dự báo thặng dư nguồn cung trên thế giới sẽ liên tục suy giảm tới cuối năm 2024, thậm chí có thể sẽ xuống mức âm đối với thị trường Đông Nam Á. Hiện tại, thế giới chỉ có 20 giàn khoan mới dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong giai đoạn 2023-2025 nhưng đã được đặt hàng hết bởi các khách hàng Trung Đông. Các đơn hàng xây giàn khoan mới nếu có phát sinh trong thời gian tới cũng sẽ phải mất trung bình 2-3 năm để hoàn thành. Do đó, chúng tôi cho rằng tình trạng thiếu hụt nguồn cung trên thị trường sẽ còn kéo dài.

Biểu đồ 2. Dự báo nguồn cung giàn khoan toàn cầu và khu vực Đông Nam Á trong giai đoạn 2022-2024F

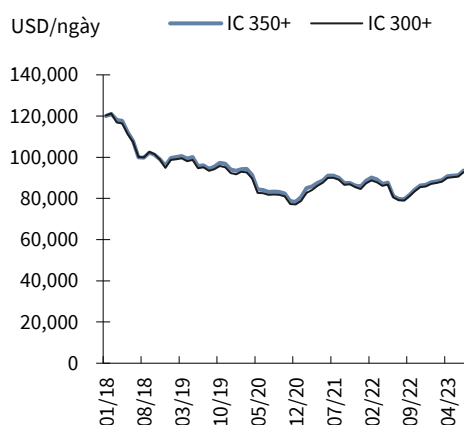


Nguồn: S&P Global, KBSV

Kỳ vọng cải thiện giá cước và hiệu suất hoạt động giàn JU

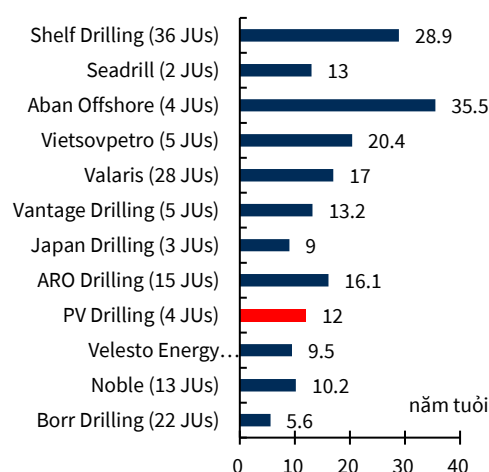
Các giàn JU sẽ là động lực tăng trưởng cho PVD trong giai đoạn 2023-2027. Giàn PVD I, II và VI đã có công việc đến cuối 2024. Giàn PVD III có hợp đồng tới hết tháng 5/2024. Các hợp đồng của PVD trong năm 2023 đang có mức giá cước thuê khoảng 75-80 nghìn USD/ngày. Giá cước của các hợp đồng trong năm 2024 ở mức 80-90 nghìn USD/ngày. Giá cước trong các hợp đồng hiện tại của PVD đang khá thấp so với mức trên thị trường. Chúng tôi tin rằng với lợi thế tuổi đời rất trẻ trong khu vực, mức cước bình quân cho 4 giàn tự nâng của PVD có thể tăng lên trên 100 nghìn USD/ngày khi các giàn này có hợp đồng mới. Chúng tôi cũng kỳ vọng đội giàn JU của PVD sẽ tăng hiệu suất hoạt động trung bình từ 82.5% trong 2022 lên mức 92.1% và 96.0% tương ứng trong 2023 và 2024 xét trên nhu cầu thuê rất cao trong khu vực.

Biểu đồ 3. Diễn biến giá cước giàn tự nâng IC 300+ và IC 350+ trên thế giới (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Độ tuổi trung bình đội giàn của PVD so với các đối thủ trong khu vực



Nguồn: PVD, KBSV

Tiềm năng tăng trưởng mảng dịch vụ khoan từ việc mở rộng đội giàn

PVD đang có kế hoạch đầu tư thêm 1 giàn JU sau khi xem xét nhu cầu gia tăng đột biến trong thời gian tới. Tổng mức đầu tư khoảng 130 triệu USD, tỷ lệ vay/VCSH=70/30. Dự kiến công ty sẽ tiếp cận mua các giàn đang hoàn thiện ở mức 60-70%, giải ngân vào cuối 2023 và kỳ vọng đưa giàn khoan về trong năm 2024. Chúng tôi cho rằng giàn khoan mới này sẽ ngay lập tức có hợp đồng với giá cước hấp dẫn sau khi được PVD tiếp nhận. Tuy nhiên, chúng tôi hiện chưa đưa giàn khoan này vào mô hình dự phóng do PVD hiện vẫn đang trong quá trình tìm kiếm đối tác đầu tư.

Thị trường E&P nội địa sẽ sôi động hơn từ năm 2024, tác động tích cực tới mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan

Mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ khác được kỳ vọng sẽ hưởng lợi trực tiếp nhờ khối lượng công việc lớn tại các dự án Tê Giác Trắng, Cá Ngừ Vàng, Đại Hùng giai đoạn 3, Lạc Đà Vàng, Lô 05-1b/c, Lô 09-2, Lô 11-2, và Lô 15-2/17 trong năm 2024.

Dự án Lô B Ô Môn vẫn chưa có nhiều tiến triển do chưa giải quyết được các vấn đề ở khâu trung-hạ nguồn. Chúng tôi cho rằng FID của dự án sẽ chậm trễ tới giữa năm 2024.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VND)	2022	2023F	+/-%YoY	Chú thích
Giá cước bình quân giàn JU (nghìn USD/ngày)	61	78	28.0%	
Hiệu suất sử dụng giàn JU (%)	82.5%	92.1%		
Doanh thu	5,432	5,337	-1.7%	
Dịch vụ khoan	3,535	3,607	2.0%	Cước phí và hiệu suất hoạt động tăng nhưng không có giàn đi thuê như trong 2022
Thương mại	115	126.35	10.0%	
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác	1,781	1,603	-10.0%	Hoạt động E&P nội địa chưa tiến triển nhiều trong 2023
Lợi nhuận gộp	577	1,169	102.4%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	10.6%	21.9%		
Dịch vụ khoan	3.6%	23.3%		Tăng đột biến do cước phí và hiệu suất hoạt động tăng trong khi chi phí vốn không thay đổi đáng kể. Việc không sử dụng giàn đi thuê cũng góp phần cải thiện BLNG.
Thương mại	24.3%	6.0%		
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và dịch vụ khác	23.7%	20.0%		
Chi phí SG&A	511	479	-6.3%	
% SG&A / doanh thu	9.4%	9.0%		
LN từ HĐKD	66	690	945.5%	
Thu nhập tài chính	118	124	5.1%	
Chi phí tài chính	313	323	3.2%	Lãi suất LIBOR trên thị trường tăng mạnh nhưng PVD đàm phán thay đổi cơ cấu lãi vay thành công, từ LIBOR +3% thành LIBOR +1%
Thu nhập khác (ròng)	-56	14	N.M	Phát sinh khoản thu từ khách hàng bồi thường hợp đồng trong 1H2023
LN trước thuế	-139	568	N.M	
LN sau thuế	-155	454	N.M	

Nguồn: PVD, KBSV

Định giá

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 30,200 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) để đưa ra khuyến nghị MUA cho PVD với mức giá mục tiêu là 30,200 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 25.8% so với giá đóng cửa 24,000 VNĐ/cổ phiếu ngày 22/08/2023.

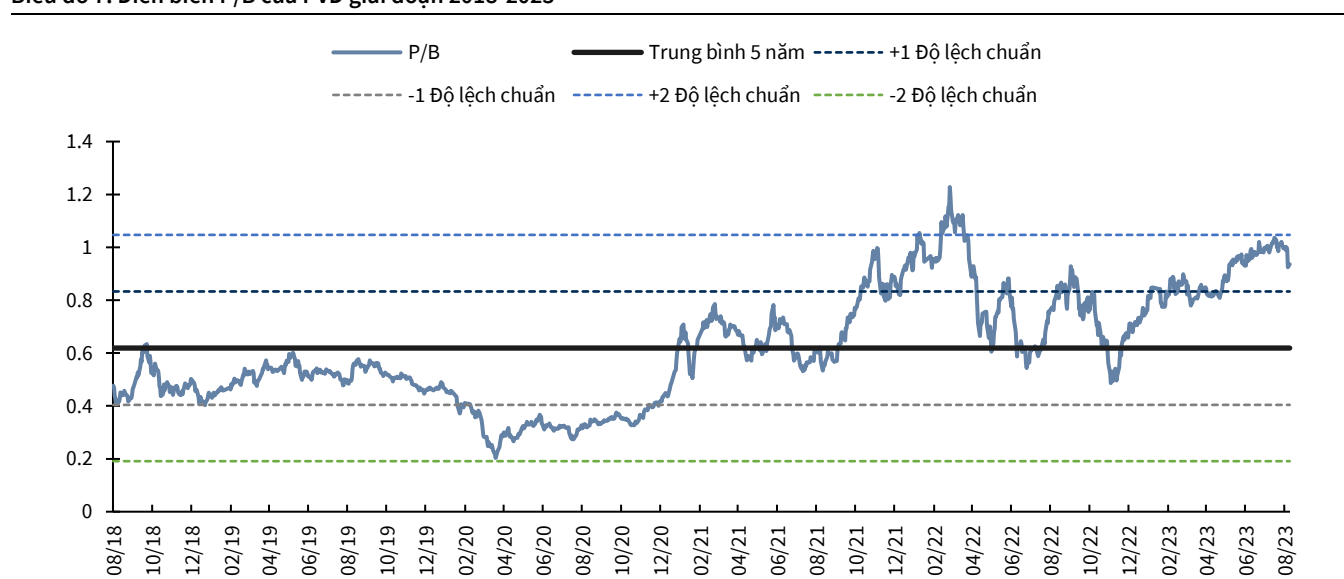
Bảng 6. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	5.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VNĐ)	10,004
Phần bù rủi ro	8.2%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2023-2027	6,730
Beta	1.5	Tổng giá trị hiện tại	16,734
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	3,543
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-3,226
Chi phí vốn bình quân	13.9%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-226
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	16,825
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	556.3
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	30,200
		Giá hiện tại (22/08/2023)	24,000
		Upside	25.8%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra tương đương với mức P/B 2023F đạt 1.18x, cao hơn +2 độ lệch chuẩn so với P/B trung bình 5 năm của PVD. Chúng tôi cho rằng mức P/B này là hợp lý bởi (1) giai đoạn 2018-2021 thuộc chu kỳ thấp của toàn ngành nên kéo P/B trung bình xuống mức thấp; (2) PVD mới có lãi trở lại từ năm 2022 nên chưa thể hồi phục hoàn toàn trong năm 2023 để phản ánh hết giá trị vào trong BVPS; và (3) các catalysts tăng trưởng cho PVD trong thời gian tới là rất rõ ràng, xứng đáng một mức premium đáng kể so với quá khứ.

Biểu đồ 7. Diễn biến P/B của PVD giai đoạn 2018-2023



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoí phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhh@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congh@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.