

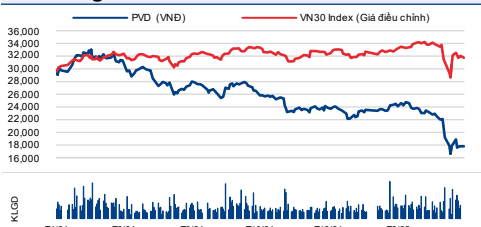
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ22,000 (từ VNĐ34,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 23.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (21/4/2025)	17,800
Mã Bloomberg	PVD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,650-33,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,850
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,893
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	382
Slg CP lưu hành (tr.đv)	556
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	272
Slg CP NN được mua (tr.đv)	225
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	8.59%
Tỷ lệ freefloat	0%
Cổ đông lớn	PVN (50.5%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(23.4)	(24.3)	(39.2)
So với chỉ số	(18.5)	(23.1)	(44.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,200	1,866	(35.7)
2026F	1,393	2,502	(44.3)
2027F	1,685	2,480	(32.1)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PV Drilling, một trong những công ty hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực khoan dầu khí, chuyên cung cấp dịch vụ khoan cả trong nước và quốc tế.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Nam
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng
nam.nhoang@hsc.com.vn
+84 28 3823 3299 Ext. 190

Tỷ suất lợi nhuận mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan gây áp lực; giảm giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu PVD nhưng giảm 35% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 22.000đ/cp sau khi đánh giá KQKD năm 2024 và các xu hướng nền tảng cơ bản của Công ty, cũng như diễn biến giá dầu và giá cho thuê giàn khoan gần đây.
- Cho năm 2025-2026, dự báo lợi nhuận thuần được điều chỉnh giảm lần lượt 48% và 50%, tương ứng với mức giảm 4,4% trong năm nay và tăng trưởng 16,1% vào năm sau. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận thuần dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới đạt lần lượt 11,4% và 10,3%.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 1 tháng qua, PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần, thấp hơn 2,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá của cổ phiếu là 24%, cho thấy P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 18,3 lần và 15,6 lần.

Sự kiện: Đánh giá KQKD năm 2024 và diễn biến giá dầu Brent

Lợi nhuận thuần năm 2024 của PVD đạt 698 tỷ đồng, chỉ đạt 77% dự báo cho cả năm của HSC, chủ yếu do KQKD mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan kém tích cực. Trong năm, PVD đã mua thành công giàn khoan tự nâng PVD 8 (dự kiến đóng góp từ Q3/2025) và bán giàn PVD 11, giúp tăng thêm 16% công suất giàn khoan ngoài khơi.

Trong khi đó, giá dầu Brent đang ảnh hưởng tiêu cực đến giá cổ phiếu PVD. Trong 3 tháng, giá dầu Brent đã giảm 17% do thuế đối ứng của Mỹ, sản lượng khai thác dầu thô của OPEC+ tăng và giá bán dầu thô của Ả rập Saudi cho các khách hàng châu Á giảm.

Tác động: Giảm 48-50% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026

Cho năm 2025-2026, HSC giảm lần lượt 12-14% dự báo giá dầu Brent xuống 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng (từ 76,7 USD/thùng và 75,0 USD/thùng trước đó). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng giá dầu Brent vẫn có khả năng tăng trở lại nếu Mỹ tiếp tục áp đặt các lệnh trừng phạt đối với hoạt động xuất khẩu dầu thô của Iran trong trường hợp các cuộc đàm phán hạt nhân thất bại.

Dựa trên điều này và các thay đổi khác trong giả định định giá, chúng tôi giảm lần lượt 48% và 50% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 của PVD. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 937 tỷ đồng (tăng trưởng 21%) trên doanh thu 2,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 5%). Các dự báo mới của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 23% trong 1 tháng qua trong bối cảnh giá dầu Brent suy yếu vì lo ngại về chính sách thuế của Tổng thống Trump và KQKD năm 2024 thấp hơn dự báo, PVD đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2025 là 15,0 lần và P/B dự phóng năm 2025 là 0,6 lần, với lợi suất cổ tức 0%.

HSC giảm 35% giá mục tiêu xuống 22.000đ/cp (từ 34.000đ/cp) để phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận và đưa ra các giả định định giá thận trọng hơn. Cho năm 2027-2028, chúng tôi cũng tăng giả định giá cho thuê giàn khoan tự nâng lên 110.000 USD/ngày từ 94.000 USD/ngày để phản ánh tình trạng thiếu hụt nguồn cung giàn khoan tự nâng mới trên toàn cầu. Nếu PVD có thể gia hạn các hợp đồng hiện tại ở mức giá cao hơn từ nửa cuối 2025 trở đi, lợi nhuận dài hạn của công ty sẽ được hỗ trợ đáng kể. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 21/4.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,707	2,020	1,995 ▼	2,328 ▼	2,447 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	585	698	667 ▼	775 ▼	937 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,051	1,254	1,200 ▼	1,393 ▼	1,685 ▼
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
BVPS (đồng)	26,354	28,406	29,606	30,999 ▼	32,684 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.44	5.32	6.01	4.71	3.92
P/E ĐC (lần)	16.9	14.2	14.8	12.8	10.6
Lợi suất cổ tức (%)	-	0	0	0	0
P/B (lần)	0.68	0.63	0.60	0.57	0.54
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	599	19.3	(4.37)	16.1	21.0
ROAE (%)	4.10	4.58	4.14	4.60	5.29

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Giá dầu Brent giảm làm suy yếu triển vọng

Lợi nhuận thuần năm 2024 của PVD chỉ đạt 74% so với dự báo của HSC, chủ yếu do tỷ suất lợi nhuận gộp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan suy giảm. Chúng tôi điều chỉnh giảm mạnh 48% và 50% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 do yếu tố này cũng như do giá dầu Brent suy giảm. Chúng tôi giảm 35% giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) xuống 22.000đ (tiềm năng tăng giá 24%) nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào nhờ: định giá hấp dẫn sau khi giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây, triển vọng ổn định và cải thiện về giá cho thuê giàn khoan theo ngày, cũng như nhờ vị thế thị trường vững chắc của PVD trong ngành.

Các diễn biến quan trọng gần đây

Diễn biến giá dầu Brent...

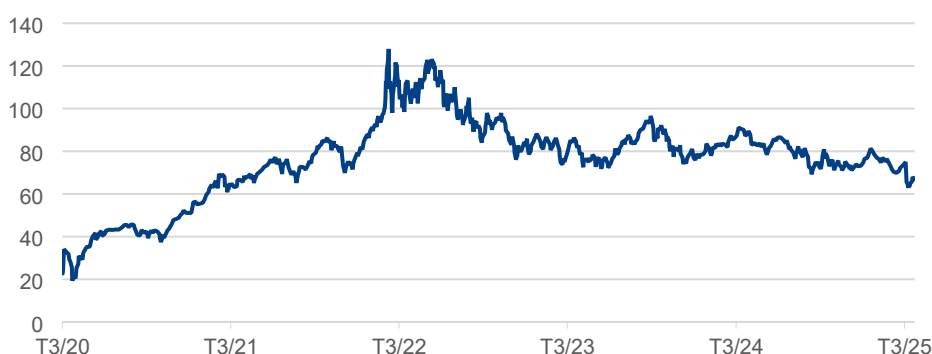
Gần đây, nhiều tổ chức dự báo đã giảm dự báo giá dầu Brent cho năm 2025, do căng thẳng thương mại Mỹ - Trung gây lo ngại về nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu suy yếu, OPEC+ có khả năng đẩy mạnh sản lượng và Ả rập Saudi đã giảm giá dầu thô Arab Light cho khách hàng châu Á với mức giảm 2,3 USD/thùng, mức giảm lớn nhất trong hơn hai năm qua.

Giá dầu Brent có thể tăng nếu Mỹ và Iran không đạt được thỏa thuận về chương trình làm giàu hạt nhân, điều này có thể làm giảm xuất khẩu dầu thô của Iran, chủ yếu sang các nhà máy lọc dầu tư nhân tại Trung Quốc. Theo [Reuters](#), tính đến tháng 3, xuất khẩu dầu thô của Iran đạt 1,83 triệu thùng/ngày, trong đó khoảng 1,7-1,8 triệu thùng/ngày là xuất sang Trung Quốc. Tính đến ngày 21/4, các cuộc đàm phán hạt nhân giữa Mỹ và Iran vẫn đang tiến triển thận trọng. Vòng đầu tiên diễn ra vào ngày 12/4 tại Oman, tiếp theo là vòng thứ hai vào ngày 19/4 tại Rome.

Cả hai bên cho biết đã đạt được một số tiến triển và đã lên lịch cho vòng đàm phán thứ ba vào ngày 26/4 tại Oman. Các vấn đề then chốt bao gồm kho dự trữ uranium được làm giàu ở mức cao của Iran và yêu cầu đảm bảo các biện pháp chống lại khả năng Mỹ vi phạm thỏa thuận trong tương lai. Phía Mỹ đề xuất chuyển lượng uranium này sang một nước thứ ba, như Nga, trong khi Iran kiên quyết muốn giữ lại trong nước. Iran cũng đã đề xuất một kế hoạch ba giai đoạn: giảm mức làm giàu uranium xuống 3,67%, chuyển lượng uranium đã làm giàu ra nước ngoài, và tăng cường giám sát của Liên Hợp Quốc, để đổi lấy việc dỡ bỏ các lệnh trừng phạt. Kết quả của các cuộc đàm phán này sẽ có ảnh hưởng lớn đến thị trường dầu mỏ toàn cầu.

Bảng 1: Giá dầu Brent (USD/thùng)

Có xu hướng giảm từ giữa năm 2022



Nguồn: Bloomberg

... dẫn đến việc giảm dự báo giá dầu Brent

Với những diễn biến trên, HSC giảm dự báo giá dầu Brent xuống lần lượt 67,5 USD/thùng cho năm 2025 (giảm 12% so với dự báo trước đó và giảm 15,5% so với bình quân năm 2024 ở mức 79,9 USD/thùng) và 64,7 USD/thùng cho năm 2026 (giảm 13,7% so với dự báo trước đó và giảm 4,0% so với bình quân dự báo mới cho năm 2025 ở mức 67,5 USD/thùng) (Bảng 2). Dự báo giá dầu Brent tiếp tục được tính dựa trên số liệu trung vị từ Bloomberg (cập nhật đến ngày 21/4).

HSC cũng thực hiện phân tích độ nhạy giữa biến động giá dầu Brent với lợi nhuận thuần của PVD (Bảng 3). Theo đó, với mỗi mức tăng 5 USD/thùng trong giá dầu Brent bình quân hằng năm so với kịch bản cơ sở của chúng tôi (USD67,5/thùng và USD64,7/thùng cho năm 2025–2026), lợi nhuận thuần của PVD có thể tăng thêm 72 tỷ đồng.

Bảng 2: Dự báo giá dầu Brent (bình quân năm)

Hiện giá dầu Brent được dự báo đạt 64,7 USD/thùng

USD/thùng	Thực tế 2024	Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F
Giá dầu Brent	79.9	67.5	64.7	65.6
Tăng/giảm	-2.9%	-15.5%	-4.0%	1.3%
Điều chỉnh	-1.3%	-12.0%	-13.7%	-
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent	81.0	76.7	75.0	-
Tăng/giảm	-1.4%	-4.0%	-2.2%	-

Nguồn: Bloomberg median dự báo

Bảng 3: Độ nhạy của lợi nhuận thuần đối với biến động giá dầu Brent theo kịch bản cơ sở của chúng tôi, PVD

Kịch bản cơ sở đối với giá dầu Brent cho năm 2025-2026 lần lượt là 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng

Tỷ đồng					
Thay đổi giá dầu Brent (USD/thùng)	-10	-5	0	+5	+10
Lợi nhuận thuần 2025	523	595	667	739	811
Lợi nhuận thuần 2026	631	703	775	847	919

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 4: Hợp đồng chưa ghi nhận của giàn khoan thuộc sở hữu và giàn thuê theo ngày hoạt động trong năm 2025, PVD

PVD 8 bắt đầu hoạt động từ quý 3/2025

Giàn khoan	Khách hàng	Quốc gia	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Giàn khoan PVD 1	PCSB (Petronas Carigali Sdn Bhd)	Malaysia		90	91	92	30	303
	PCSB (Petronas Carigali Sdn Bhd)	Malaysia					52	52
Giàn khoan PVD 2	Pertamina	Indonesia		90	91	92	54	327
Giàn khoan PVD 3	Hibiscus - SEAH	Malaysia		70	-	-	-	70
	Pertamina	Indonesia		-	70	92	92	254
Giàn khoan PVD 6	KSB	Malaysia		56	-	-	-	56
	POSCO/PCSB	Malaysia		-	74	92	92	258
Giàn khoan PVD 8		Việt Nam		-	-	30	92	122
PVD 5 T16AD	BSP	Brunei		90	91	92	92	365
Tổng số ngày hoạt động			1,785	396	417	490	504	1,807
Hakuryu-11 – giàn thuê		Việt Nam		90	16	-	-	106
Borr-Thor – giàn thuê		Việt Nam		-	48	30	-	78
		Việt Nam		-	-	59	24	83
Tổng số ngày hoạt động – tất cả các giàn			2,042	486	481	579	528	2,074

Nguồn: PV Drilling, HSC ước tính.

KQKD năm 2024 thấp hơn kỳ vọng

Lợi nhuận thuần năm 2024 của PVD đạt 698 tỷ đồng, chỉ đạt 77% dự báo cho cả năm của HSC, chủ yếu do KQKD mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan kém tích cực. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này chỉ đạt 20,4%, thấp hơn đáng kể so với ước tính trước đó của HSC là 30% và giảm so với mức 27,2% của năm 2023. Mảng khoan cốt lõi cũng yếu hơn dự kiến với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 21,4%, thấp hơn 27,9% so với dự báo do chi phí hoạt động tăng.

Trong năm 2024, PVD đã thực hiện nhiều thay đổi đáng chú ý đối với đội giàn khoan của mình. Công ty đã mua giàn khoan tự nâng mới PVD 8, với tổng vốn đầu tư 81 triệu USD, cao hơn kỳ vọng trước đó của chúng tôi là 55–60 triệu USD. Giàn khoan này dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ Q4/2025. Ngoài ra, Công ty còn bán giàn khoan trên đất liền PVD 11, giàn khoan duy nhất loại này của công ty. Chúng tôi không kỳ vọng sẽ có khoản lợi nhuận đáng kể nào từ thương vụ này.

Về tỷ suất lợi nhuận: tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan giảm xuống mức 20,6%, từ 27,2% trong năm 2023. Nguyên nhân chính được cho là do áp lực cạnh tranh về giá gia tăng tại thị trường trong nước.

Trong khi đó, xét số lượng dự án chưa triển khai trong năm 2025, chúng tôi nhận thấy sự cải thiện nhẹ về số ngày hoạt động của các giàn khoan thuộc sở hữu của PVD, đạt 1.807 ngày trong năm 2025, tăng nhẹ so với 1.785 ngày trong 2024 (Bảng 4).

Vốn đầu tư từ PVN dự kiến tăng mạnh trong năm 2025

Trong năm 2025, PVD kỳ vọng doanh thu từ các chương trình khai thác & thăm dò dầu khí PVN sẽ tăng mạnh. Cụ thể, PVN dự kiến chi đầu tư 60,7 nghìn tỷ đồng (tăng 80% so với năm 2024) cho một loạt dự án trọng điểm như Lô B - Ô Môn, Dung Quất, và nhiều dự án khác.

Phù hợp với xu hướng tăng chi tiêu đầu tư cho dịch vụ khoan tại Việt Nam, ngành dầu khí Việt Nam nhìn chung đang từng bước triển khai các chiến dịch khoan dài hạn trong năm 2025 nhờ các dự án lớn như Lô B - Ô Môn, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng giai đoạn 2B. Các dự án này dự kiến làm tăng nhu cầu giàn khoan tự nâng để làm việc tại Việt Nam cũng như làm tăng quy mô thị trường cho các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD. Theo chia sẻ từ phía PVD, công ty sẽ có nhiều dự án khoan trong nước trong thời gian tới (Bảng 5).

Bảng 5: Các hợp đồng khoan nổi bật tại Việt Nam

Lô B Ô Môn bắt đầu sử dụng dịch vụ khoan từ quý 1/2026

	2026	2025	2024
Lô B Ô Môn: 1 giàn khoan tự nâng và 1 giàn khoan hỗ trợ /giàn khoan tự nâng: Q1/2026 (PVD)		Kinh Ngư Trắng: Q3/2025 (Vietsovpetro)	Cá Tầm: 2025-2026 (Vietsovpetro)
Lạc Đà Vàng: Cuối năm 2025 đầu năm 2026 (chưa xác nhận)		Tê Giác Trắng - Cá Ngừ Vàng: Q3/2025 (chưa xác nhận, có thể là PVD)	Các chiến dịch khoan ngắn hạn cho: Sao Vàng Đại Nguyệt, Hải Sư Vàng - Lạc Đà Hồng, Tê Giác Trắng (PVD)
Các chiến dịch khoan ngắn hạn cho JVPC (Rạng Đông, Phương Đông), ENI (Kèn Bàu) trong năm 2025-26 (chưa xác nhận)		Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B: Quý 3/2025 (chưa xác nhận)	
		Lô 16-2: Q3/2025 (chưa xác nhận, có thể là PVD)	
		Lô 12/11: Q2/2025, lô 11-2: Q3/2025 (PVD)	
		Lạc Đà Vàng: cuối năm 2025 đầu năm 2026. (chưa xác nhận)	
		Các chiến dịch khoan ngắn hạn cho JVPC, ENI 2025-2026 (chưa xác nhận, có thể là PVD)	

Nguồn: PV Drilling

Bảng 6: Các hợp đồng khoan trong thời gian tới, PVD

Cần đảm bảo hợp đồng dài hạn vào năm 2025 cho hoạt động trong tương lai

Tên	Quốc gia	2026	2027	2028	2029	FY30	FY31
Giàn khoan PVD 1	Malaysia	365 (*)	365 (*)	365 (*)			
Giàn khoan PVD 2	Indonesia	N/a	N/a	N/a			
Giàn khoan PVD 3	Indonesia	365	365	90			
Giàn khoan PVD 6	Malaysia	365 (*)	365 (*)	365 (*)			
Giàn khoan PVD 8		N/a	N/a	N/a			
PVD 5 TAD	Brunei	365	365	365	365 (*)	365 (*)	365 (*)
Tổng số ngày hoạt động – các giàn khoan thuộc sở hữu của PVD		1,460	1,460	1,460	730	455	365

Ghi chú: (*) mở rộng.
Nguồn: HSC ước tính

Cập nhật các hợp đồng chưa triển khai

Để thấy rõ hơn các hợp đồng chưa triển khai, HSC liệt kê danh sách hợp đồng cho giàn khoan của PVD trong vài năm tới tại Bảng 6. Trong năm 2026, 4 trên 6 giàn khoan của PVD sẽ gia hạn hợp đồng với mức giá cho thuê theo ngày mới. Thời điểm hoàn tất các hợp đồng thường là từ ba đến sáu tháng trước khi hợp đồng mới có hiệu lực để có thời gian điều động và giải phóng giàn khoan. HSC kỳ vọng các hợp đồng này sẽ được ký kết trong nửa cuối năm 2025 với mức giá thị trường hiện hành cho

giàn khoan tự nâng cao cấp tại khu vực Đông Nam Á dao động từ 90.000 USD/ngày đến 135.000 USD/ngày.

Dự báo mới

Kế hoạch HĐKD cho năm 2025

PVD đặt kế hoạch HĐKD cho năm 2025 như sau:

- Doanh thu: 7,2 nghìn tỷ đồng (giảm 22%, bằng 68% so với dự báo cả năm của HSC).
- LNST: 530 tỷ đồng (giảm 24%, bằng 76% dự báo cả năm của chúng tôi).

HSC đánh giá kế hoạch này là khá thận trọng bởi PVD đã đảm bảo được hợp đồng cho phần lớn hoạt động trong năm 2025.

Dự báo mới của HSC

Cho năm 2025-2026, HSC giảm lần lượt 48,3% và 50% dự báo lợi nhuận thuần của PVD do hạ giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan, tăng giả định chi phí hoạt động và chi phí tài chính. Cho năm 2027, chúng tôi giả định: giá cho thuê giàn khoan tự nâng đạt 126.000 USD/ngày, phản ánh sự thiếu hụt dài hạn về nguồn cung giàn khoan mới toàn cầu; giá cho thuê giàn TAD được giữ nguyên ở mức 90.000 USD/ngày; tỷ suất lợi nhuận gộp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các mảng khác được giữ ở mức 20%.

Bảng 7: Dự báo lợi nhuận và giả định chính, PVD

Hạ dự báo lợi nhuận do KQKD kém khả quan năm 2024 và chi phí cao hơn ước tính

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	2027F	2024F	2025F	2026F	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9,288	10,551	12,125	12,836	6,446	8,072	8,848	44.1%	30.7%	37.0%
Lợi nhuận gộp	1,754	1,999	2,254	2,478	1,794	2,476	2,860	-2.2%	-19.3%	-21.2%
Lợi nhuận HĐ	1,137	1,224	1,363	1,535	1,191	1,722	2,033	-4.6%	-28.9%	-32.9%
Thu nhập HĐ tài chính	152	119	133	172	161	202	221	-5.7%	-41.1%	-39.8%
Chi phí tài chính	400	522	536	535	331	391	397	20.8%	33.7%	34.9%
Thu nhập từ cty LD, LK	49	49	49	49	83	107	113	-41.1%	-54.7%	-56.8%
Lợi nhuận thuần	698	667	775	937	869	1,291	1,550	-19.7%	-48.3%	-50.0%
Giá thuê giàn khoan tự nâng (USD)	106,000	111,300	116,865	122,708	93,220	100,678	105,711	13.7%	10.6%	10.6%
Chi phí HĐ (USD)	53,253	55,123	57,058	59,062	42,840	43,268	43,701	24.3%	27.4%	30.6%
Giá thuê TAD (USD)	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	90,000	0.0%	0.0%	0.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp – của mảng dịch vụ giếng/mảng khác	21%	20%	20%	20%	30%	30%	30%	-9.4ppt	-10.0ppt	-10.0ppt

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 8: Tỷ lệ tăng trưởng svck năm trước của dự báo mới, PVD

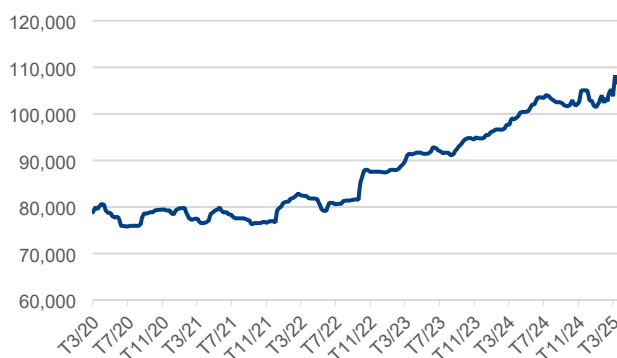
Dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 sẽ giảm nhẹ

	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	14%	15%	6%
Lợi nhuận gộp	14%	13%	10%
Lợi nhuận HĐ	8%	11%	13%
Lợi nhuận thuần	-4%	16%	21%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: Giá thuê giàn khoan tự nâng 361-400 ft theo ngày (USD/ngày)

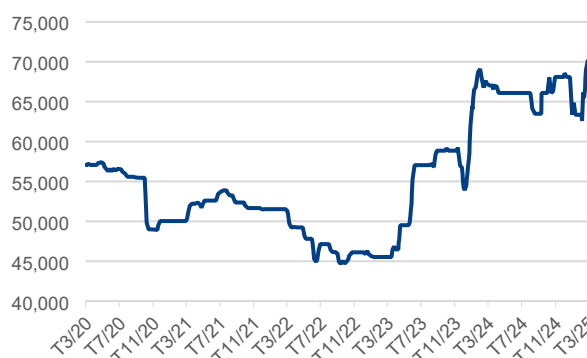
Giá hiện tại là 108 nghìn USD/ngày



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 10: Giá thuê giàn khoan tự nâng 261-300 theo ngày (USD/ngày)

Giá hiện tại là 70 nghìn USD/ngày



Nguồn: Bloomberg

Bảng 11: Giàn khoan thuộc sở hữu và đi thuê ngoài, PVD

Hầu hết đều là loại giàn khoan trên 400ft

Tên	Loại	Mức nước sâu (ft)	Bắt đầu hoạt động năm	Sở hữu/thuê
PVD 1	Giàn khoan tự nâng	300	2007/2009	Sở hữu
PVD 2	Giàn khoan tự nâng	400	2009	Sở hữu
PVD 3	Giàn khoan tự nâng	400	2009	Sở hữu
PVD 5	TAD	32-820	2007/2025	Sở hữu
PVD 6	Giàn khoan tự nâng	400	2015	Sở hữu
PVD 8	Giàn khoan tự nâng	400	2007/2025	Sở hữu
Thor	Giàn khoan tự nâng	400	2019	Thuê
Hakuryu 11	Giàn khoan tự nâng	425	2013	Thuê

Nguồn: HSC ước tính

Lý giải cho triển vọng lợi nhuận tích cực hơn của PVD

Giá cho thuê theo ngày trên thị trường tăng mạnh trong nửa cuối năm 2025:

Do PVD sẽ cần ký hợp đồng cho 4 trong số 6 giàn khoan tự nâng để đưa vào hoạt động trong năm 2026, chúng tôi kỳ vọng rằng bất kỳ sự gia tăng nào trong mức giá thị trường hiện hành cho các giàn khoan này sẽ có lợi cho lợi nhuận ngắn hạn của PVD.

Tiến triển dự án mỏ khí Lô B – Ô Môn

Bất chấp kỳ vọng thị trường về dự án Lô B – Ô Môn, HSC hiện vẫn thận trọng với dự án này do PVD chưa thể đảm bảo được hợp đồng dài hạn. Trong danh mục hợp đồng chưa thực hiện của PVD, Lô B – Ô Môn mới chỉ cam kết hợp đồng ngắn hạn cho một giàn khoan tự nâng và một giàn TAD/tự nâng từ Q1/2026. Hợp đồng dài hạn cho dự án này vẫn cần được theo dõi và có thể mang lại đóng góp tích cực cho lợi nhuận dài hạn của PVD.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC điều chỉnh giảm 35% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 22.000đ (từ 34.000đ) sau khi giảm dự báo lợi nhuận và áp dụng các giả định định giá thận trọng hơn.

Những giả định định giá cơ bản của HSC như sau:

- Giả định giá cho thuê giàn khoan tự nâng cho năm 2025-2026 được điều chỉnh tăng nhẹ, lần lượt là 117.000 USD/ngày và 123.000 USD/ngày (so với dự báo trước đó là 101.000 USD/ngày và 106.000 USD/ngày).

- Giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan là 20% cho giai đoạn 2025-2027 (so với dự báo trước đó là 30%), do áp lực cạnh tranh gia tăng tại thị trường trong nước.
- Giàn khoan PVD 8 được đưa vào khai thác từ tháng 9 (thay vì tháng 1 trong giả định trước).
- Không còn đóng góp từ giàn khoan đất liền PVD 11 trong năm 2025.
- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%.
- Tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% từ 7,5% trước để phù hợp với quan điểm nội bộ của HSC, theo đó giả định WACC tăng lên mức 13,7% từ 13,3%.

Bảng 12: Tính toán, giả định định giá, PVD

UFCF đạt 3,5 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1,175	1,212	1,339	1,537	1,512	1,482
Thuế trên EBIT @ 18,0%	(235)	(242)	(268)	(307)	(302)	(296)
NOPAT	940	970	1,071	1,230	1,210	1,186
Khấu hao	884	772	965	913	931	879
Thay đổi vốn lưu động	(607)	(314)	(272)	(123)	(72)	(75)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,842)	(2,183)	(310)	(297)	(284)	(879)
Dòng tiền HĐ khác	174	(108)	(55)	(25)	(15)	(15)
UFCF	(452)	(864)	1,399	1,698	1,770	1,096
Hệ số chiết khấu	0.00	1.00	1.14	1.29	1.47	1.67
Giá trị hiện tại		(864)	1,230	1,313	1,203	655
Tổng UFCF		3,538				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 13: Giả định giá mục tiêu, PVD

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.0%
EV/EBITDA	5.3x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	8,776
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	3,538
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp	12,314
Cộng: Tiền	2,973
Trừ: Tổng nợ	(3,049)
Giá trị vốn CSH	12,238
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	556.3
Giá mục tiêu 12 tháng	22,000
Thị giá (đồng)	17,950
Tiềm năng tăng giá	23.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 14: Tính toán WACC, PVD

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.4
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	16.3%
Chi phí nợ trước thuế	7.5%
Thuế suất theo luật định	20.0%
Chi phí nợ	6.0%
Chi phí nợ trước thuế	75.0%
Thuế suất theo luật định	25.0%
WACC	13.7%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, PVD

Giá mục tiêu là 22.000đ dựa trên giả định lãi suất phi rủi ro là 4% & tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-4.0%	-2.0%	0.0%	2.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	18,834	20,798	23,369	26,879	31,954
	3.5%	18,382	20,244	22,666	25,942	30,621
	4.0%	17,949	19,716	22,000	25,064	29,390
	4.5%	17,533	19,213	21,370	24,240	28,250
	5.0%	17,134	18,732	20,771	23,466	27,191

Nguồn: HSC ước tính

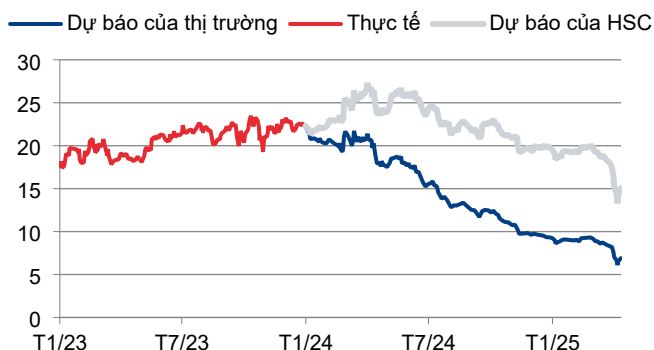
Với các giả định cơ sở bao gồm tốc độ tăng trưởng dài hạn 0% và lãi suất phi rủi ro 4%, giá mục tiêu hợp lý cho cổ phiếu PVD là 22.000đ.

Bối cảnh định giá

Giá cổ phiếu PVD đã giảm 24% trong 3 tháng qua, chủ yếu do giá dầu Brent giảm 17% và những lo ngại xoay quanh việc Mỹ áp thuế đối ứng lên hàng hóa từ Việt Nam. PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,1 lần, thấp hơn 2,6 độ lệch chuẩn (tương đương 39%) so với bình quân từ tháng 1/2023 là 24,3 lần, trong khi lợi suất cổ tức hiện là 0%. Công ty có thể sẽ cân nhắc kế hoạch chi trả cổ tức tiền mặt, điều này nếu xảy ra sẽ hỗ trợ tâm lý tích cực cho cổ phiếu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn dự kiến sẽ không có cổ tức tiền mặt trong ngắn hạn.

Biểu đồ 16: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVD

P/E trượt dự phóng 1 năm, PVD...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PVD

... thấp hơn 2,6 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21,4 lần



Nguồn: HSC

Bảng 18: So sánh với các DN cùng ngành trong nước, PVD

PVD có định giá ở mức chiết khấu rất sâu do với các DN cùng ngành trong nước chủ yếu do lợi nhuận của BSR kém tích cực

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	PE điều chỉnh 2025	P/B 2025	ROE 2025
BSR	1,910	10.6	50.8	0.9	2%
PVS	5,285	6.4	9.0	2.0	24%
PVT	480	2.6	13.0	0.9	9%
Bình quân	2,559	6.5	24.3	1.3	12%
PVD	385.4	6.0	14.7	0.6	4%
Chênh lệch/chiết khấu so với các DN khác	-85%	-9%	-39%	-52%	-64%

Nguồn: HSC ước tính

Những rủi ro chính

- Giá cho thuê giàn khoan theo ngày và tỷ lệ sử dụng giàn khoan giảm xuống. HSC nhận thấy mức giá cho thuê theo ngày bình quân đang giảm nhẹ đối với giàn khoan tự nâng ở Đông Nam Á và sẽ cập nhật dự báo và giá mục tiêu mới của mình trong trường hợp mức giá này giảm đáng kể.
- Bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc phê duyệt đầu tư cho các giàn khoan tự nâng bổ sung.
- Tài sản lỗi thời: Do quá trình chuyển đổi năng lượng đang diễn ra, có khả năng giàn khoan của PVD sẽ không còn cần thiết trong tương lai.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,804	9,288	10,551	12,125	12,836
Lợi nhuận gộp	1,305	1,754	1,999	2,254	2,478
Chi phí BH&QL	(547)	(635)	(776)	(891)	(943)
Thu nhập khác	155	77.6	0	0	0
Chi phí khác	(64.1)	(59.8)	0	0	0
EBIT	850	1,137	1,224	1,363	1,535
Lãi vay thuần	(258)	(248)	(403)	(403)	(363)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	66.1	48.7	48.7	48.7	48.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	658	937	869	1,009	1,221
Chi phí thuế TNDN	(112)	(239)	(174)	(202)	(244)
Lợi ích cổ đông thiểu số	38.9	(0.12)	(27.8)	(32.3)	(39.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	585	698	667	775	937
Lợi nhuận thuần ĐC	585	698	667	775	937
EBITDA ĐC	1,707	2,020	1,995	2,328	2,447
EPS (đồng)	1,051	1,254	1,200	1,393	1,685
EPS ĐC (đồng)	1,051	1,254	1,200	1,393	1,685
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	556	556	556	556	556
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	556	556	556	556	556
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	556	556	556	556	556

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,256	2,203	2,485	3,335	4,521
Đầu tư ngắn hạn	1,278	770	844	970	1,027
Phải thu khách hàng	2,314	3,469	3,904	4,486	4,749
Hàng tồn kho	1,000	1,216	1,583	1,819	1,925
Các tài sản ngắn hạn khác	79.8	124	137	158	167
Tổng tài sản ngắn hạn	6,928	7,782	8,953	10,767	12,389
TSCĐ hữu hình	13,115	12,861	14,839	14,041	13,304
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	9.23	1,222	655	799	920
Đầu tư vào Cty LD,LK	666	681	709	737	766
Tài sản dài hạn khác	914	1,068	1,002	1,152	1,219
Tổng tài sản dài hạn	14,705	15,832	17,206	16,729	16,210
Tổng cộng tài sản	21,633	23,614	26,159	27,496	28,599
Nợ ngắn hạn	553	507	532	557	582
Phả trả người bán	569	1,173	1,055	1,212	1,284
Nợ ngắn hạn khác	1,666	2,235	2,638	3,031	3,209
Tổng nợ ngắn hạn	3,146	4,124	4,436	5,043	5,331
Nợ dài hạn	2,788	2,541	4,041	3,841	3,641
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	801	897	950	1,091	1,155
Tổng nợ dài hạn	3,589	3,438	4,991	4,933	4,797
Tổng nợ phải trả	6,735	7,562	9,427	9,976	10,128
Vốn chủ sở hữu	14,661	15,802	16,470	17,245	18,182
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	250	263	276	289
Tổng vốn chủ sở hữu	14,898	16,052	16,732	17,520	18,472
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,633	23,615	26,160	27,496	28,600
BVPS (đ)	26,354	28,406	29,606	30,999	32,684
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,085	846	2,088	1,064	(297)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	850	1,137	1,224	1,363	1,535
Khấu hao	(857)	(884)	(772)	(965)	(913)
Lãi vay thuần	(258)	(248)	(403)	(403)	(363)
Thuế TNDN đã nộp	(141)	(281)	(282)	(257)	(269)
Thay đổi vốn lưu động	905	1,512	1,825	2,098	2,221
Khác	(604)	(1,977)	(2,309)	(2,581)	(2,556)
LCT thuần từ HKKD	1,616	1,037	887	1,258	1,526
Đầu tư TS dài hạn	(406)	(1,842)	(2,183)	(310)	(297)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(488)	1,084	375	328	466
LCT thuần từ HĐĐT	(894)	(758)	(1,808)	18.2	169
Cổ tức trả cho CSH	(3.49)	(3.49)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(494)	(292)	1,525	(175)	(175)
Khác	(46.9)	(36.0)	(321)	(252)	(334)
LCT thuần từ HĐTC	(544)	(332)	1,204	(427)	(509)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,079	2,256	2,203	2,485	3,335
LCT thuần trong kỳ	177	(52.8)	283	849	1,186
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,256	2,203	2,485	3,335	4,521
Dòng tiền tự do	1,210	(805)	(1,296)	948	1,229

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	22.5	18.9	18.9	18.6	19.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	29.4	21.8	18.9	19.2	19.1
Tỷ suất LNT (%)	10.1	7.51	6.32	6.39	7.30
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.1	25.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	6.86	60.0	13.6	14.9	5.86
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	115	18.4	(1.24)	16.7	5.14
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	668	19.3	(4.37)	16.1	21.0
Tăng trưởng EPS (%)	599	19.3	(4.37)	16.1	21.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	599	19.3	(4.37)	16.1	21.0
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.10	4.58	4.14	4.60	5.29
ROACE (%)	4.68	5.99	5.94	6.17	6.71
Vòng quay tài sản (lần)	0.27	0.41	0.42	0.45	0.46
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.90	0.91	0.72	0.92	0.99
Số ngày tồn kho	81.1	58.9	67.5	67.3	67.9
Số ngày phải thu	188	168	167	166	167
Số ngày phải trả	46.2	56.8	45.0	44.8	45.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	8.04	6.37	13.3	6.87	(0.93)
Nợ/tài sản (%)	15.9	13.6	17.9	16.4	15.2
EBIT/lãi vay (lần)	3.30	4.58	3.03	3.38	4.23
Nợ/EBITDA (lần)	2.01	1.59	2.35	1.94	1.78
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.20	1.89	2.02	2.13	2.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.89	1.16	1.14	0.90	0.75
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.44	5.32	6.01	4.71	3.92
P/E (lần)	16.9	14.2	14.8	12.8	10.6
P/E ĐC (lần)	16.9	14.2	14.8	12.8	10.6
P/B (lần)	0.68	0.63	0.60	0.57	0.54
Lợi suất cổ tức (%)	-	0	0	0	0

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn