

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

MUA +20,2%

Ngành	Dầu khí
Ngày báo cáo	08/08/2025
Giá hiện tại	34.600 VND
Giá mục tiêu	41.600 VND
Giá mục tiêu gần nhất	39.000 VND
TL tăng	+20,2%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+20,2%

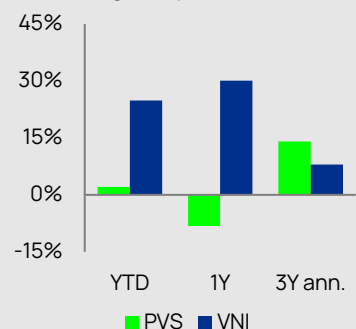
GT vốn hóa	16,3 nghìn tỷ đồng
Room KN	6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	267,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51,4%
SL cổ phiếu lưu hành	478,0 tr
Pha loãng	478,0 tr

	PVS	VNI
P/E (trượt)	16,2x	14,7x
P/B	1,1x	1,9x
ROE	9,1%	12,8%
ROA	3,9%	2,0%

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

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	23.770	36.172	40.592	53.998
% YoY	22,7%	52,2%	12,2%	33,0%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.070	1.038	1.271	1.751
% YoY	4,2%	-3%	22%	38%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	1.022	1.233	1.271	1.751
% YoY	-0,4%	20,6%	3,1%	37,8%
Biên lợi nhuận gộp	4,5%	4,5%	4,7%	4,9%
Biên EBITDA	1,4%	1,8%	2,0%	2,6%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-1,1%	0,2%	0,9%	1,8%
Biên lợi nhuận ròng	5,3%	3,4%	3,4%	3,5%
ROE	7,6%	6,8%	7,8%	9,7%
EV/EBITDA	12,1x	8,6x	10,4x	7,0x
P/E	22,6x	19,9x	16,3x	11,8x
P/B	1,2x	1,2x	1,1x	1,0x

Doanh thu M&C tăng trưởng tích cực, biên lợi nhuận phục hồi thúc đẩy lợi nhuận

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 7% giá mục tiêu lên 41.600 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS). Mức tăng của giá mục tiêu được thúc đẩy bởi mức tăng 7% của dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 (lần lượt thay đổi +12%/+12%/+10%/-4%/+9% cho từng năm trong giai đoạn 2025–2029).
- Mức tăng đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS của chúng tôi chủ yếu đến từ việc (1) chúng tôi điều chỉnh tăng 0,3 điểm % biên lợi nhuận gộp mảng cơ khí & xây dựng (M&C) năm 2025 lên mức 1,8%, qua đó phản ánh KQKD khả quan của quý 2 bất chấp khoản trích lập dự phòng bổ sung của công ty; (2) thu nhập tài chính tăng trưởng mạnh nhờ mức tăng của lãi tỷ giá; và (3) hợp đồng FPSO Lam Sơn được gia hạn đến cuối năm 2026, qua đó đóng góp 150 tỷ đồng sau thông báo mới nhất từ PVS. Điều này bù đắp cho mức giảm 5% đối với giả định backlog mảng M&C của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 sẽ tăng 21% YoY, nhờ được thúc đẩy bởi mảng M&C, với doanh thu tăng 85% và biên LN gộp đạt 1,8% (cao hơn so với mức 0,8% trong năm 2024). LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến giảm 3% YoY do chúng tôi giả định PVS sẽ trích lập thêm khoản dự phòng 250 tỷ đồng cho công ty con Sao Mai Bến Đình (PVS sở hữu 51%). Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo sẽ tăng mạnh 22% trong năm 2026, nhờ được hỗ trợ bởi mức tăng 14% của doanh thu mảng M&C, mức tăng 2% của biên lợi nhuận gộp, và việc PVS sẽ không còn ghi nhận các khoản chi phí bất thường.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS báo cáo sẽ ở mức 30% trong giai đoạn 2025–2027, nhờ được thúc đẩy bởi dự báo của chúng tôi rằng backlog mảng M&C sẽ đạt mức 5,8 tỷ USD trong giai đoạn 2025–2029 (với 3,8 tỷ USD hay 65% lượng backlog trên đã được ký kết) và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO sẽ đạt mức 831 tỷ đồng/năm trong cùng kỳ.
- PVS hiện có định giá khá hấp dẫn với mức P/E báo cáo năm 2025 là 19,9 lần, với mức PEG tương ứng là 0,7. Tiến mặt ròng cuối quý 2/2025 của PVS tăng 4% QoQ lên mức 597 triệu USD, tương đương 95% vốn hóa thị trường của công ty.
- Yếu tố hỗ trợ:** Hoàn nhập khoản dự phòng 250 tỷ đồng cho Sao Mai – Bến Đình (trang 18), và hoàn nhập khoản dự phòng bảo hành 700 tỷ đồng cho dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt sớm hơn kỳ vọng.
- Rủi ro:** Khả năng giá dầu giảm có thể ảnh hưởng đến tâm lý thị trường.

Trong quý 2/2025, biên lợi nhuận mảng M&C của PVS đã tăng lên mức 3,5% (+3,3 điểm % YoY, mức cao nhất trong 3 năm) bất chấp khoản trích lập dự phòng bảo hành xấp xỉ 500 tỷ đồng. Các cột mốc quan trọng bao gồm việc bàn giao 33 móng trụ cho dự án Greater Changhua 2b & 4 (tháng 6/2025) và tiến độ khả quan ở cả thượng nguồn (EPCI#1 hoàn thành 25%, EPCI#2 hoàn

thành 55% tính đến cuối tháng 6/2025) và trung nguồn (khởi công xây dựng đường ống dẫn khí trên bờ vào tháng 6/2025) của dự án Lô B. Khoản dự phòng bảo hành xây dựng ghi nhận mức tăng 486 tỷ đồng QoQ lên 2,5 nghìn tỷ đồng, bao gồm các gói thầu chính như Changhua (166 tỷ đồng), Lô B (154 tỷ đồng) và Lạc Đà Vàng (45 tỷ đồng). Dù vậy, biên lợi nhuận gộp vẫn ghi nhận mức tăng, qua đó cho thấy năng lực triển khai hiệu quả của công ty.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 500 triệu USD đối với giả định của chúng tôi về backlog điện gió ngoài khơi quốc tế của PVS, qua đó phản ánh môi trường kinh doanh kém thuận lợi hơn tại Đài Loan. Các yếu tố chính bao gồm: (1) loại bỏ cơ chế giá FIT ưu đãi, (2) yêu cầu nội địa hóa 60%, và (3) việc loại bỏ 900 MW công suất gần đây. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định rằng PVS có thể sẽ ký các hợp đồng với trị giá 500 triệu USD/năm từ năm 2027, nhờ được hỗ trợ bởi triển vọng tích cực của thị trường châu Á – Thái Bình Dương (APAC), với dự báo của McKinsey cho thấy công suất điện gió ngoài khơi trong khu vực sẽ tăng gấp 37 lần, từ mức 11GW lên 410GW trong giai đoạn 2020–2050 (trang 15).

Triển vọng năm 2025: LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi dự kiến sẽ tăng trưởng nhờ lượng backlog lớn của mảng M&C

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/dự báo cũ	Diễn giải: (a) Tăng trưởng so với cùng kỳ (b) Các thay đổi trong dự báo
Doanh thu thuần	23.770	36.172	52%	-1%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng 85% YoY của doanh thu mảng M&C và sự gia tăng doanh thu của các mảng khác, nhờ được hỗ trợ bởi xu hướng gia tăng của các hoạt động thăm dò và khai thác (E&P). (b) Dựa theo KQKD giai đoạn nửa đầu năm 2025 (6T 2025) (b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	2.160	2.160	0%	-9%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.369	2.606	10%	8%	
Khảo sát địa chấn và ROV	507	558	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.550	1.783	15%	10%	(b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Cơ khí và xây dựng (M&C)	13.770	25.481	85%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi đóng góp mới từ các dự án, bao gồm Lô B, Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B, và các dự án đang triển khai như Greater Changhua 2b & 4, cùng với các dự án điện gió ngoài khơi khác. (b) Nhìn chung không thay đổi, do chúng tôi lùi thời gian triển khai dự kiến của các dự án điện gió ngoài khơi sang năm 2026 trở đi, dự kiến PVS sẽ tập trung vào siêu dự án Lô B (dựa theo tiến độ hiện tại của dự án). Điều này giảm thiểu tác động từ backlog mới của bốn chứa ethane tại Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn và mức tăng 2% của tỷ giá USD/VND. (b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Vận hành và bảo trì (O&M)	2.767	2.906	5%	-9%	
Khác	646	678	5%	0%	
LN gộp	1.065	1.626	53%	3%	
OSV	223	259	16%	6%	(b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	133	146	10%	-25%	(b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Khảo sát địa chấn và ROV	58	64	10%	27%	(b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Cần cẩu cảng dịch vụ	310	357	15%	10%	(b) Dựa theo KQKD 6T 2025
M&C	116	446	283%	16%	(a) Kết quả 6T đạt 218 tỷ đồng (+262% YoY; 57% dự báo năm 2025 cũ của chúng tôi). (b) Do ghi nhận mức biên lợi nhuận gộp cao hơn dự kiến trong quý 2/2025, bất chấp khoản trích lập dự phòng bổ sung.
O&M	154	276	79%	-9%	(a) Dự kiến biên lợi nhuận gộp sẽ tăng lên mức 9,5% (+3,9 điểm % YoY), so với mức trung bình 10 năm là 9,5%. (b) Dựa theo KQKD 6T 2025
Khác	71	79	12%	0%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-95	-140	47%	-1,1%	
Chi phí quản lý (G&A)	-1.235	-1.401	13%	-0,9%	(a) Chúng tôi giả định khoản trích lập bổ sung ước tính liên quan đến khoản tiền thuê đất tại Sao Mai Bến Đình (PSB) sẽ ở mức 250 tỷ đồng (xem Phụ lục 7, trang 18).
LN từ HĐKD	-265	86	N.M.	258%	
Thu nhập tài chính	569	884	55%	24%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) mức tăng YoY của số dư tiền mặt ròng - tiền mặt ròng cuối năm 2024 của PVS đạt 541 triệu USD (+64% YoY, +44% QoQ); và (2) mức tăng YoY của khoản lãi tỷ giá. (b) Kết quả 6T đạt 563 tỷ đồng (+94% YoY; 79% dự báo năm 2025 cũ của chúng tôi), chủ yếu nhờ khoản lãi tỷ giá cao hơn dự kiến. (b) Kết quả 6T đạt 59 tỷ đồng (+1% YoY; 25% dự báo năm 2025 cũ của chúng tôi).
Chi phí tài chính	-217	-222	2%	-5%	(a) Trong năm 2024, PTSC Asia Pacific (liên doanh mà PVS sở hữu 51%) ghi nhận lợi nhuận ở mức 193 tỷ đồng (+23% YoY) từ hợp đồng xây dựng FSO Lạc Đà Vàng. Chúng tôi ước tính 156 tỷ đồng đến từ hợp đồng vận hành FPSO Lam Sơn mang tính cốt lõi, phần còn lại là đóng góp một lần từ hợp đồng xây dựng FSO Lạc Đà Vàng và sẽ không tái ghi nhận trong năm 2025. Cần lưu ý rằng chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định rằng hợp đồng vận hành FSO Lạc Đà Vàng sẽ bắt đầu được thực hiện vào cuối năm 2026.
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	864	812	-6%	2%	(a) Trong năm 2024, PVS ghi nhận khoản tiền 311 tỷ đồng từ việc giảm mức nợ vay từ nhà cung cấp liên quan đến Công ty TNHH Khảo sát Địa vật lý PTSC CGGV (PVS sở hữu 51%) sau khi giải thế; và 259 tỷ đồng từ việc hoàn nhập khoản dự phòng bảo lãnh.
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	603	0	-100%	N.M.	
LNST	1.553	1.560	0%	20%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.255	1.217	-3%	20%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.070	1.038	-3%	12%	(a) Chúng tôi giả định rằng công ty sẽ không ghi nhận thêm khoản lợi nhuận khác trong năm 2025, qua đó làm sụt giảm mức LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)	1.022	1.233	21%	10%	(a) Được thúc đẩy bởi mức tăng 2,8 lần YoY đối với lợi nhuận gộp mảng M&C, với doanh thu tăng 85% YoY và biên LN gộp tăng lên mức 1,8% (so với 0,8% trong năm 2024). Chúng tôi lưu ý rằng PVS kỳ vọng sẽ đạt mức tăng trưởng mạnh vào năm 2025 nhờ lượng backlog M&C lớn. (b) Chủ yếu nhờ (1) mức tăng 0,3 điểm % đối với biên LN gộp mảng M&C và (2) chúng tôi đưa khoản thu nhập tài chính cao hơn dự kiến vào mô hình dự báo của chúng tôi.

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi không bao gồm khoản lợi nhuận bất thường. Trong năm 2024, PVS đã ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng bảo lãnh 259 tỷ đồng. Chúng tôi xem chi phí/lợi nhuận từ các khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng bảo hành của mảng M&C là khoản mục cốt lõi.

Triển vọng năm 2026: Đà tăng trưởng mạnh mẽ của LNST sau lợi ích CĐTTS dự kiến sẽ được dẫn dắt bởi mảng M&C

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Diễn giải cho tăng trưởng so với cùng kỳ
Doanh thu thuần	36.172	40.592	12%	Được thúc đẩy bởi mức tăng 14% YoY của doanh thu mảng M&C và sự gia tăng doanh thu của các mảng khác, nhờ được hỗ trợ bởi xu hướng tăng của các hoạt động E&P.
OSV	2.160	2.377	10%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.606	2.867	10%	
Khảo sát địa chấn và RO	558	614	10%	
Cần cứ cảng dịch vụ	1.783	1.872	5%	
M&C	25.481	29.100	14%	Được thúc đẩy bởi (1) đóng góp mới từ các dự án, bao gồm Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B, Nam Du–U Minh, Khánh Mỹ–Đầm Dơi, Formosa (tại Đài Loan) và Kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 2; và (2) các dự án đang triển khai như Lô B, Lạc Đà Vàng, cùng với các dự án điện gió ngoài khơi khác.
O&M	2.906	3.051	5%	
Khác	678	712	5%	
LN gộp	1.626	1.899	17%	
OSV	259	285	10%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	146	215	47%	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi lên mức 7,5% (+1,9 điểm % YoY) so với mức trung bình lịch sử của công ty là 8%.
Khảo sát địa chấn và RO	64	70	10%	
Cần cứ cảng dịch vụ	357	375	5%	
M&C	446	582	31%	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ cải thiện lên mức 2,0% (+0,2 điểm % YoY) so với mức trung bình lịch sử của công ty là 4%.
O&M	276	290	5%	
Khác	79	83	5%	
Chi phí bán hàng	-140	-162	16%	
Chi phí G&A	-1.401	-1.376	-2%	
LN từ HĐKD	86	361	321%	
Thu nhập tài chính	884	719	-19%	Chủ yếu do mức giảm YoY của lãi tỷ giá.
Chi phí tài chính	-222	-246	11%	
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FPSO/FPSO	812	847	4%	
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	0	100	NM	
LN TT	1.560	1.781	14%	
LNST trước lợi ích CĐTTS	1.217	1.389	14%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	1.038	1.271	22%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng 31% YoY của lợi nhuận gộp mảng M&C, nhờ được hỗ trợ bởi mức tăng 14% YoY của doanh thu, xuất phát từ lượng backlog lớn; cùng với việc biên lợi nhuận gộp tăng lên mức 2,0% (+0,2 điểm % YoY). Ngoài ra, chúng tôi giả định rằng công ty sẽ không ghi nhận chi phí bất thường trong năm 2026, trái với việc trích lập khoản dự phòng bất thường 250 tỷ đồng liên quan đến tiền thuê đất của Sao Mai – Bến Đình (PSB) trong năm 2025. Các yếu tố này góp phần bù đắp cho mức giảm ước tính đối với thu nhập tài chính của công ty.
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi (*)	1.233	1.271	3%	

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi không bao gồm khoản lợi nhuận bất thường. Chúng tôi xem chi phí/lợi nhuận từ các khoản trích lập/hoàn nhập dự phòng bảo hành của mảng M&C là khoản mục cốt lõi.

Giả định backlog mảng M&C

Chúng tôi điều chỉnh giảm nhẹ 5% dự báo backlog mảng M&C giai đoạn 2025-2029 xuống mức 5,8 tỷ USD. Nguyên nhân chủ yếu đến từ việc (1) chúng tôi giảm 500 triệu USD trong giả định của chúng tôi đối với các dự án điện gió ngoài khơi quốc tế, qua đó phản ánh rủi ro về tiến độ phát triển chậm hơn tại thị trường điện gió ngoài khơi Đài Loan. Yếu tố này giảm thiểu tác động của (2) mức giá trị hợp đồng cao hơn dự kiến ở mức 138 triệu USD của dự án Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B (được trao thầu vào tháng 7/2025), (3) chúng tôi điều chỉnh tăng 90 triệu USD đối với backlog của dự án Kho cảng LNG Thị Vải Giai đoạn 2 dựa theo kế hoạch vốn đầu tư XDCB cập nhật của GAS (công bố vào tháng 6/2025), cùng với (4) gói thầu bốn chứa ethane trị giá 78 triệu USD vừa mới ký tại Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn (tháng 3/2025).

Chúng tôi ước tính PVS đã ký được các hợp đồng với tổng trị giá 3,8 tỷ USD (tương đương 65% giả định backlog M&C giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi). Kết quả này bao gồm 2,0 tỷ USD backlog điện gió ngoài khơi (70% giả định backlog điện gió ngoài khơi của chúng tôi), 1,0 tỷ USD từ dự án Lô B, 356 triệu USD backlog từ dự án Lạc Đà Vàng và 388 triệu USD backlog từ dự án Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B, lần lượt tương đương 48%/17%/19% giả định backlog đầu khí của chúng tôi.

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

Hợp đồng M&C (triệu USD)		2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng giai đoạn 2025-29
A = I + II	Dự án ngoài khơi	530	975	1.021	1.289	653	1.009	4.947
I	Dự án dầu khí	290	699	659	595	101	42	2.096
1	Gallaf - Giai đoạn 3 (Qatar)	75	5	0	0	0	0	5
2	Lạc Đà Vàng*	39	156	134	11	15	0	317
3	Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B	0	19	116	252	0	0	388
4	Lô B*	176	519	284	130	48	0	981
5	Nam Du-U Minh	0	0	38	113	38	0	189
6	Khánh Mỹ - Đầm Dơi	0	0	88	88	0	0	175
7	Cá Voi Xanh	0	0	0	0	0	42	42
II	Dự án điện gió ngoài khơi	239	276	362	695	551	968	2.851
1	Hải Long 2 & 3 (Đài Loan)	16	0	0	0	0	0	0
2	Greater Changhua 2b & 4 (Đài Loan)	143	207	0	0	0	0	207
3	Baltica 2 (Ba Lan)	48	48	70	0	0	0	119
4	Fengmiao (Đài Loan)	30	20	50	0	0	0	70
5	Formosa (Đài Loan)	0	0	135	315	0	0	450
6	Haiding 2 (Đài Loan)**	0	0	30	25	35	0	90
7	Formosa 4 (Đài Loan)**	0	0	10	30	25	35	100
8	Khách hàng Hàn Quốc **	0	0	40	120	100	140	400
9	Khác (trong backlog 2 tỷ USD đã ký)**	0	0	27	80	66	93	265
10	Các dự án điện gió ngoài khơi nước ngoài khác	0	0	0	125	325	500	950
11	Dự án điện gió ngoài khơi trong nước	0	0	0	0	0	200	200
12	Doanh thu M&C khác	2	0	0	0	0	0	0
B	Dự án trên bờ	16	66	113	267	283	120	848
1	Tàu chở LPG Thị Vải	16	0	0	0	0	0	0
2	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	0	14	57	57	43	0	170
3	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	0	0	30	120	150	0	300
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	0	0	0	90	90	120	300
5	Bồn chứa ethane tại Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn	0	52	26	0	0	0	78
C = A+B	Tổng cộng (triệu USD)	545	1.041	1.134	1.556	935	1.129	5.795

Nguồn: PVS, Vietcap (*) Tổng giá trị của các hợp đồng thành phần; (**) Ước tính của Vietcap và kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành, một phần của 2 tỷ USD backlog đã ký mà PVS công bố. (Lưu ý: Các hợp đồng được tô màu xanh là hợp đồng mới bổ sung).

Cập nhật dự báo dài hạn

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS lên thêm 7%. Sự điều chỉnh này chủ yếu đến từ việc (1) chúng tôi điều chỉnh tăng 0,3 điểm % giả định biên LN gộp mảng M&C năm 2025 lên mức 1,8%, qua đó phản ánh KQKD quý 2 tích cực hơn dự kiến, bất chấp khoản trích lập dự phòng bổ sung; (2) mức tăng của thu nhập tài chính nhờ sự gia tăng của lãi tỷ giá; cùng với (3) khoản đóng góp cao hơn từ FSO Lam Sơn, do PVS công bố đã gia hạn thời gian vận hành FPSO PTSC Lam Sơn đến hết năm 2026. Các yếu tố này góp phần bù đắp cho mức giảm 5% đối với giả định backlog M&C của chúng tôi.

Hình 4: Cập nhật dự báo LNST sau lợi ích CĐTS

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng cộng
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	65	65	65	65	65	
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mới	1.038	1.271	1.751	1.846	2.212	8.117
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cũ	928	1.135	1.587	1.931	2.028	7.609
% thay đổi dự báo	11,8%	12,0%	10,3%	-4,4%	9,1%	6,7%

Nguồn: Vietcap

Định giá

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

Chúng tôi điều chỉnh tăng 6,7% giá mục tiêu lên mức 41.600 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với PVS. Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu đến từ mức tăng 6,7% đối với dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025–2029 của chúng tôi.

Hình 5: Tổng hợp định giá

Định giá CKDT	
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	43.800
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế	5%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	41.600
Dự phóng P/E báo cáo năm 2025/2026 tại giá mục tiêu	23,9x/19,6x

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Giả định và định giá CKDT

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,3	1,3	GTHT của DTTD	1.244
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)	6.614
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTTH của DTTD và GT cuối	7.858
Chi phí VCSH %	16,4	16,4	Tăng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	16.518
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	Giảm: Nợ vay	1.670
Mức thuế doanh nghiệp %	22,0	22,0	Giảm: Lợi ích CĐTS	1.750
Nợ vay %	20,0	20,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	20.957
VCSH %	80,0	80,0	Pha loãng (triệu)	478
WACC %	14,4	14,4	Giá trị CKDT/CP (đồng)	43.800

Nguồn: Dự báo của Vietcap

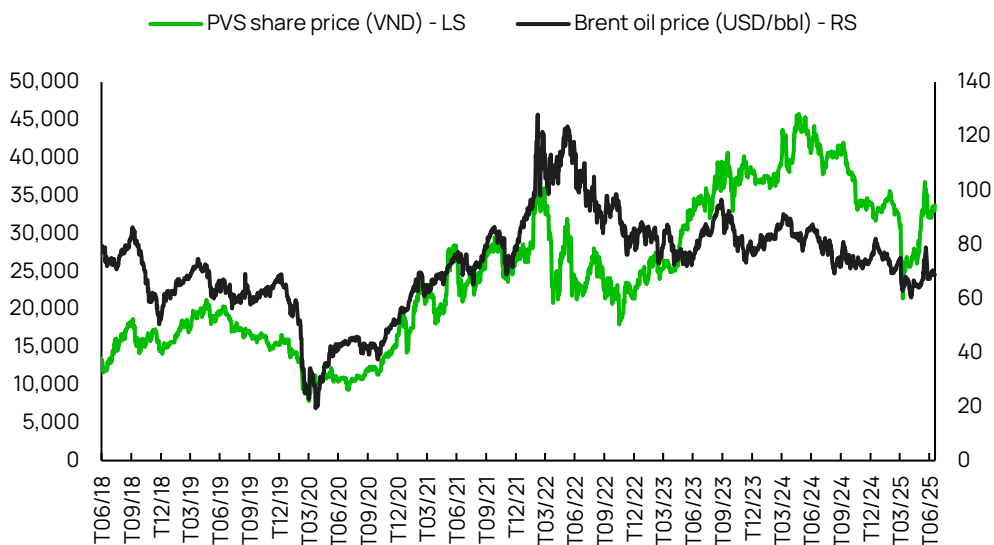
Hình 7: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD	898	1.308	1.982	2.168	2.578
Từ PVS	86	361	963	1.139	1.529
Từ liên doanh FSO/FPSO (*)	812	847	818	829	849
+ Khấu hao	1.033	918	1.069	1.076	1.081
Từ PVS	560	435	441	447	452
Từ liên doanh FSO/FPSO	473	482	629	629	629
- Thuế	-198	-288	-436	-477	-567
- Vốn đầu tư XDCB	-1.451	-2.047	-2.047	-2.047	-1.247
Từ PVS	-1.451	-2.047	-2.047	-2.047	-1.247
Từ liên doanh FSO/FPSO	0	0	0	0	0
- Thay đổi vốn hoạt động	-801	-1.050	-341	2.077	-447
Dòng tiền tự do (DTTD)	-518	-1.159	228	2.798	1.399
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	-485	-948	163	1.749	765
Tổng GTHT của DTTD	-485	-1.432	-1.270	479	1.244

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Báo cáo tài chính của PVS không phản ánh tài sản và nợ vay của các liên doanh FPSO/FSO vì các liên doanh này không được hợp nhất vào PVS. Do đó, chúng tôi bao gồm tài sản và nợ vay 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

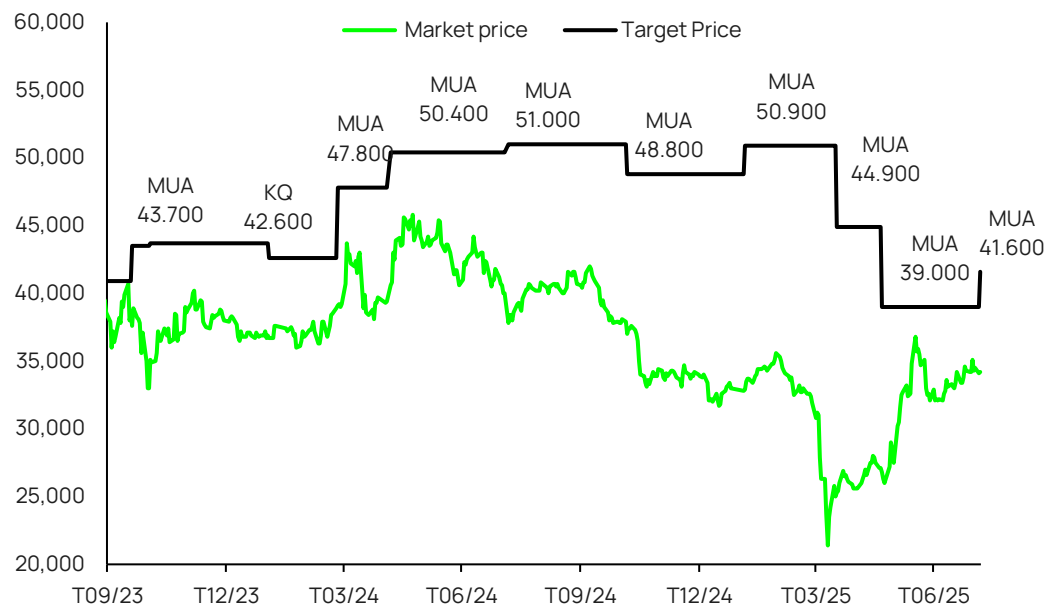


Nguồn: FiinPro, Vietcap

Diễn biến giá cổ phiếu của PVS cho thấy mối tương quan đồng biến cao với giá dầu thô. Chúng tôi tin rằng điều này đến từ 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 PVS và giá dầu sẽ giảm khi đóng góp lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh M&C điện gió ngoài khơi tăng. Đáng chú ý, kể từ cuối năm 2023, trong khi giá dầu Brent vẫn chịu áp lực, giá cổ phiếu PVS đã đi ngược xu hướng và có tín hiệu tăng. Sự dịch chuyển này cho thấy sự thay đổi mang tính cấu trúc trong đánh giá của thị trường, khi nhà đầu tư ngày càng chú trọng đến tiềm năng tăng trưởng từ mảng M&C điện gió ngoài khơi và động lực ổn định từ dự án Lô B.

Diễn biến khuyến nghị

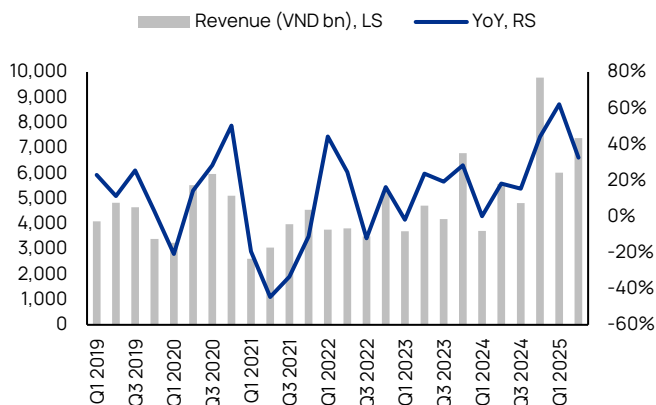
Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu PVS (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

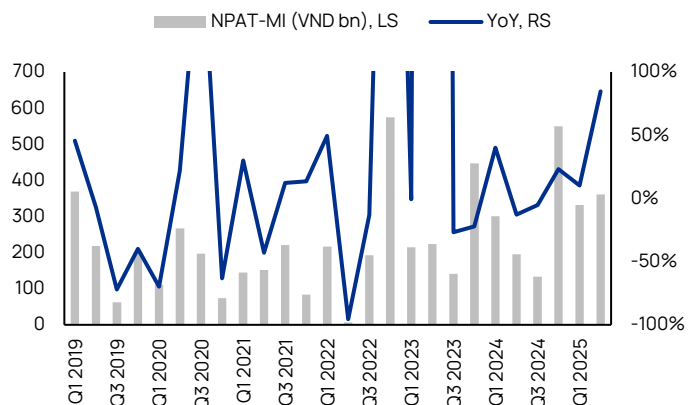
KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu theo quý của PVS



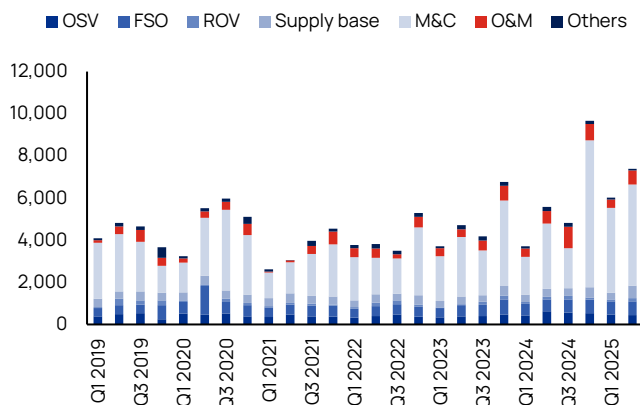
Nguồn: PVS, Vietcap

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



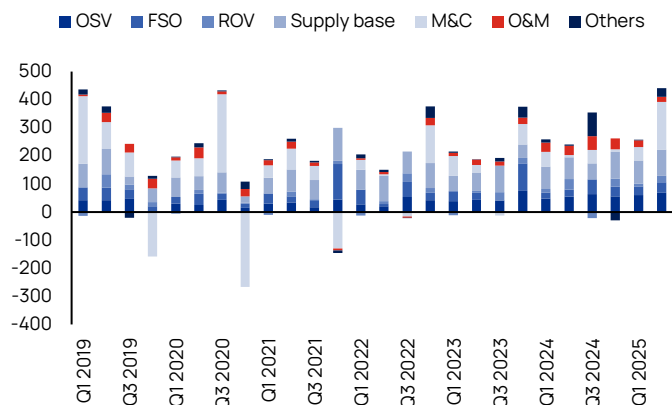
Nguồn: PVS, Vietcap

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



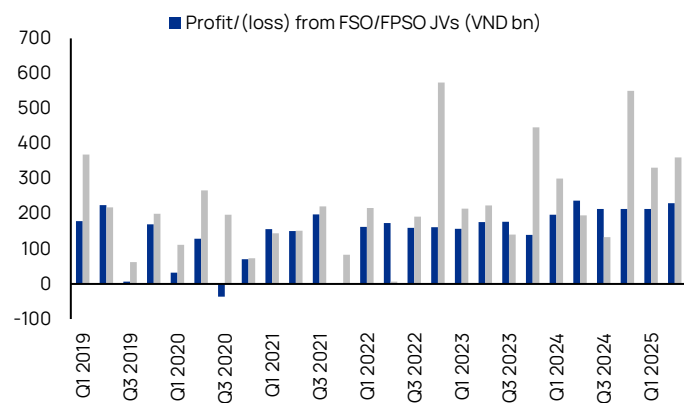
Nguồn: PVS, Vietcap

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



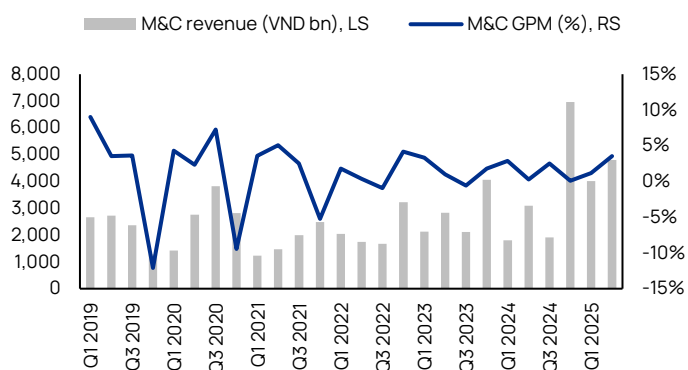
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

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



Nguồn: PVS, Vietcap. (*) Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 4/2019 và quý 4/2021 do các khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình của mảng M&C từ một số dự án được ghi nhận vào danh mục ngoài HĐKD. Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 4/2020 do ghi nhận lỗ từ dự án Gallaf 1 (Qatar). Biên lợi nhuận gộp âm trong quý 2/2024 do ban lãnh đạo ước tính chi phí một cách thận trọng.

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	23.770	36.172	40.592	53.998
Giá vốn hàng bán	-22.705	-34.546	-38.692	-51.341
Lợi nhuận gộp	1.065	1.626	1.899	2.657
Chi phí bán hàng	-95	-140	-162	-200
Chi phí quản lí DN	-1.235	-1.401	-1.376	-1.494
LN từ HĐKD	-265	86	361	963
Thu nhập tài chính	569	884	719	756
Chi phí tài chính	-217	-222	-246	-283
Trong đó, chi phí lãi vay	-64	-68	-92	-129
Lợi nhuận từ công ty LDLK	864	812	847	818
Lợi nhuận/(chi phí) khác	603	0	100	200
LNTT	1.553	1.560	1.781	2.455
Thuế TNDN	-299	-343	-392	-540
LNST trước lợi ích CĐTS	1.255	1.217	1.389	1.915
Lợi ích CĐTS	-185	-179	-119	-163
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.070	1.038	1.271	1.751
EBITDA	336	646	796	1.404
EPS báo cáo, VND	1.532	1.737	2.127	2.931
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	1.464	2.063	2.127	2.931
EPS pha loãng, VND	1.532	1.737	2.127	2.931
DPS, VND	700	0	0	700
DPS/EPS (%)	46%	0%	0%	24%
(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	22,7%	52,2%	12,2%	33,0%
LN từ HĐKD	N.M.	N.M.	320,6%	166,9%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (1)	-0,4%	20,6%	3,1%	37,8%
EPS cốt lõi (1)	-11,6%	41,0%	3,1%	37,8%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	4,5%	4,5%	4,7%	4,9%
Biên LN từ HĐKD %	-1,1%	0,2%	0,9%	1,8%
Biên EBITDA %	1,4%	1,8%	2,0%	2,6%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	4,5%	2,9%	3,1%	3,2%
ROE %	7,6%	6,8%	7,8%	9,7%
ROA %	3,5%	3,0%	3,4%	4,2%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	27	27	32	27
Số ngày phải thu	80	65	65	65
Số ngày phải trả	66	50	50	55
TG luân chuyển tiền	41	42	47	37
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,7	1,7	1,6
CS thanh toán nhanh	1,6	1,5	1,4	1,4
CS thanh toán tiến mặt	0,8	0,7	0,6	0,5
Nợ/Tài sản	4,9%	7,0%	9,7%	11,4%
Nợ/Vốn sử dụng	10,1%	13,9%	18,3%	21,3%
Nợ/Vốn CSH	-100,6%	-86,4%	-62,6%	-48,6%
Khả năng thanh toán lãi vay	-4,1x	1,3x	3,9x	7,4x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	11.422	10.496	9.186	9.168
Đầu tư TC ngắn hạn	3.886	4.358	4.358	4.358
Các khoản phải thu	6.244	6.442	7.229	9.616
Hàng tồn kho	1.830	2.511	3.342	3.732
TS ngắn hạn khác	500	500	500	500
Tổng TS ngắn hạn	23.882	24.307	24.616	27.375
TS dài hạn (gộp)	14.154	15.606	17.652	19.699
- Khấu hao lũy kế	-10.567	-11.127	-11.562	-12.003
TS dài hạn (ròng)	3.588	4.479	6.090	7.696
Đầu tư TC dài hạn	4.730	5.242	6.562	7.868
TS dài hạn khác	1.876	1.876	1.876	1.876
Tổng TS dài hạn	10.195	11.598	14.528	17.440
Tổng Tài sản	34.077	35.904	39.144	44.814
Phải trả ngắn hạn	4.654	4.732	5.300	7.736
Nợ ngắn hạn	869	920	969	1.057
Nợ ngắn hạn khác	8.415	8.415	8.415	8.415
Tổng nợ ngắn hạn	13.938	14.067	14.685	17.208
Nợ dài hạn	790	1.606	2.839	4.071
Nợ dài hạn khác	4.609	4.609	4.609	4.609
Tổng nợ	19.337	20.282	22.132	25.888
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	8.749	9.453	10.723	12.474
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	1.171	1.351	1.469	1.633
Vốn chủ sở hữu	14.740	15.622	17.012	18.926
Tổng cộng nguồn vốn	34.077	35.904	39.144	44.814
CP lưu hành cuối năm (tr)	478	478	478	478

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	5.757	11.422	10.496	9.186
Thu nhập ròng	1.070	1.038	1.271	1.751
Khấu hao	601	560	435	441
Thay đổi vốn lưu động	2.814	-801	-1.050	-341
Điều chỉnh khác	-143	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	4.343	798	656	1.851
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-881	-1.451	-2.047	-2.047
Đầu tư, ròng	1.943	-984	-1.319	-1.306
Tiền từ HĐ đầu tư	1.062	-2.435	-3.366	-3.353
Cổ tức đã trả	-379	-335	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-307	51	49	87
Tăng (giảm) nợ dài hạn	226	816	1.233	1.233
Tiền từ các hoạt động TC khác	658	180	119	163
Tiền từ hoạt động TC	198	712	1.401	1.483
Tổng lưu chuyển tiền tệ	5.664	-926	-1.310	-18
Tiền cuối năm	11.422	10.496	9.186	9.168

Nguồn: PVS, Vietcap

Phụ lục

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

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

	FSO Orkid	FPSO Lam Sơn	FSO Biển Đông 01	FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt	FPSO Ruby II	FSO Lạc Đà Vàng	FSO Lô B
Tỷ lệ sở hữu của PVS	49%	51%	51%	51%	60%	51%*	51%
Chi phí đầu tư (triệu USD)	169	400	149	120	300	200*	200*
Trữ lượng (thùng dầu)	745.000	350.000	350.000	777.695	645.000	450.000	350.000
Mỏ	PM3 CAA	Thăng Long – Đông Đô	Hải Thạch – Mộc Tinh	Sao Vàng – Đại Nguyệt	Hồng Ngọc		
Loại hợp đồng thuê	Thuê tài chính	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	N/A	N/A
Giá thuê ngày (USD/ngày)	~45.000	50.000	~41.000	~68.900	92.500	100.000*	95.000*
Thời hạn hợp đồng	2018-2024	PVS đã gia hạn hợp đồng đến hết năm 2026 và có kế hoạch tiếp tục cho thuê FPSO này trong dài hạn, theo hình thức đàm phán từng năm.	2023-2028	2021-2027	Sau khi hết hạn vào cuối năm 2024, PVS dự kiến sẽ đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.	Từ năm 2026 trở đi*	Từ năm 2027 trở đi*
Dự báo lợi nhuận trung bình hàng năm trong giai đoạn 2025-2029	11 tỷ đồng	78 tỷ đồng	41 tỷ đồng	147 tỷ đồng	469 tỷ đồng	28 tỷ đồng	72 tỷ đồng
% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trung bình hàng năm trong giai đoạn 2025-2029 của PVS	0,7%	4,8%	2,5%	9,1%	28,9%	1,7%	4,4%

Nguồn: PVS, Vietcap (*giá định của Vietcap)

FPSO Ruby II là kho nổi đóng góp lợi nhuận chính

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. Tại ĐHCĐ của công ty vào tháng 6/2024, PVS cho biết công ty đang đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.

Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư ngày 19/5/2025, PVS cho biết công ty tiếp tục ký các hợp đồng một năm với kỳ vọng về một hợp đồng dài hạn trong tương lai. Chúng tôi hiểu rằng khi ký hợp đồng cố định, PVS có thể gia hạn với mức giá thuê ngày hiện tại là 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2024. Chúng tôi dự báo rằng hợp đồng mới sẽ duy trì mức giá ngày này cho đến năm 2029. Do đó, chúng tôi vẫn sẽ duy trì giả định giá thuê ngày trong giai đoạn 2025-2029 của FPSO này ở mức 92.500 USD.

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, dẫn đến việc PVS có khả năng sẽ ghi nhận thêm khoản lợi nhuận bất thường.

FPSO Lam Sơn mang lại tiềm năng tăng trưởng cho dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2029 của chúng tôi nhờ hoàn tất việc ký kết hợp đồng dài hạn

Ngày 16/3/2020, PVS thông báo đã ký hợp đồng gia hạn đối với FPSO Lam Sơn. Thời hạn hợp đồng là 4 năm với hiệu lực bắt đầu từ tháng 7/2017 đến tháng 7/2021 và có thể được gia hạn đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, hợp đồng này bao gồm 1 điều kiện rằng cả 2 bên có thể chấm dứt hợp đồng với thời hạn thông báo trước 90 ngày, điều này tương ứng với rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu giá dầu giảm xuống mức thấp. Chúng tôi lưu ý rằng PVS đã ghi nhận mức chi phí khấu hao cao vượt mức là 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.

Vào tháng 7/2025, PVS công bố đã kéo dài thời gian vận hành FPSO PTSC Lam Sơn đến hết năm 2026 và có kế hoạch tiếp tục cho thuê dài hạn thông qua hình thức đàm phán hợp đồng hàng năm. Chúng tôi hiểu rằng PVS và khách hàng của công ty có thể sẽ thống nhất gia hạn hợp đồng với mức giá thuê hiện tại là 50.000 USD/ngày. Chúng tôi cho rằng điều này là khả thi, nhờ được hỗ trợ bởi hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) thuận lợi cùng với dự báo dài hạn của chúng tôi rằng giá dầu Brent sẽ ở mức 65 USD/thùng (dựa theo giả định của chúng tôi).

FSO Lạc Đà Vàng & FSO Lô B

FSO Lạc Đà Vàng: Chúng tôi ước tính giá thuê ngày là 100.000 USD và kỳ vọng FSO này sẽ đóng góp vào lợi nhuận của PVS từ năm 2026 trở đi, khi Murphy Oil đạt mục tiêu khai thác dòng dầu đầu tiên từ Lạc Đà Vàng vào nửa cuối năm 2026. Vào ngày 01/12/2024, PVS đã ký hợp đồng với Murphy Oil, trụ sở tại Mỹ, để xây dựng và vận hành một FSO, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. PVS nắm giữ 51% cổ phần trong hợp đồng này. Mặc dù các chi tiết cụ thể về vốn đầu tư và giá thuê ngày vẫn chưa được công bố, chúng tôi duy trì các giả định hiện tại của chúng tôi cho dự án FSO Lạc Đà Vàng.

FSO Lô B: Chúng tôi ước tính giá thuê ngày là 95.000 USD (thấp hơn 5% so với dự báo trước đây của chúng tôi là 100.000 USD). Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư của PVS vào tháng 5, công ty cho biết công ty đã giành được hợp đồng FSO Lô B thông qua liên doanh với Yinson (51%-49%). FSO có thời hạn thuê 14 năm (có thể gia hạn thêm 9 năm). Giá trị hợp đồng ước tính (chưa bao gồm thuế GTGT) trên 480 triệu USD cho 14 năm đầu tiên (tương đương 94% dự báo trước đây của chúng tôi). PVS kỳ vọng việc xây dựng FSO sẽ hoàn thành vào quý 4/2027. PVS đặt mục tiêu dự án đạt ROE trên 10%.

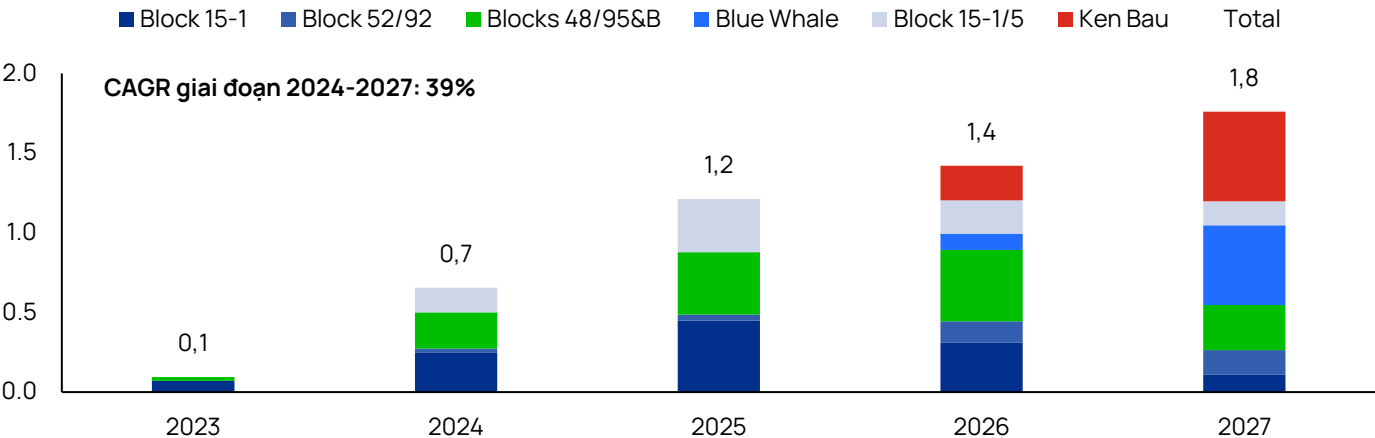
Phụ lục 2: Các hợp đồng M&C dầu khí tiềm năng trong nước

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 m3	150 tỷ m3	63 triệu thùng	24 tỷ m3
Tổng vốn XDCB	5,2 tỷ USD*	4,6 tỷ USD*	700 triệu USD	1,1 tỷ USD
Tiến độ	Bắt đầu khởi công vào tháng 9/2024, sau khi được trao toàn bộ hợp đồng EPCI#1 và EPCI#2	Chuẩn bị kế hoạch phát triển mỏ	Đã nhận FID vào cuối năm 2023	Kỳ vọng PVS sẽ thắng thầu hợp đồng vào nửa đầu 2025.
Dự kiến đón dòng khí/dầu đầu tiên	Giữa năm 2028	2030	2027	2027
Thời gian dự kiến của hợp đồng EPC	2024-2028	2029-2032	2024-2027	2025-2026
Ước tính giá trị hợp đồng	5,8 tỷ USD**	830 triệu USD	356 triệu USD	250 triệu USD

Nguồn: PVS, truyền thông đại chúng, Vietcap (* Vốn XDCB 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)

Hình17: Vốn đầu tư XDCB dự kiến cho các dự án trọng điểm sắp tới (tỷ USD)



Nguồn: Các chuyên gia trong ngành

Khởi công dự án Lô B vào tháng 9/2024, định vị PVS là doanh nghiệp hưởng lợi sớm nhất

Vui lòng tham khảo thêm thông tin chi tiết về dự án Lô B trong [báo cáo Ngành Năng lượng](#) của chúng tôi.

Phân khúc thượng nguồn của Lô B:

- EPCI#1:** Vào ngày 01/12/2024, PVS đã khởi động hợp đồng EPCI#1, sau khi hợp đồng này được trao toàn bộ cho PVS và McDermott (có trụ sở tại Mỹ) vào ngày 03/9/2024. Vào tháng 9/2024, PQPOC đã trao toàn bộ hợp đồng EPCI 1 (trị giá khoảng 1,1 tỷ USD) cho nhà thầu McDermott và PVS. Theo PVS, phần giá trị mà công ty nhận được từ hợp đồng này ước tính khoảng 550 triệu USD. Theo PQPOC, EPCI#1 đã hoàn thành được 25% tính đến cuối tháng 6/2025.
- EPCI#2:** Vào ngày 18-19/09/2024, PQPOC đã tổ chức lễ khởi công để bắt đầu gia công chế tạo phần chân đế và khối kết cấu thượng tầng cho HUB/WHP theo hợp đồng EPCI#2. Theo PVS, hợp đồng này có giá trị là 400 triệu USD và toàn bộ hợp đồng đã được PQPOC trao cho Công ty TNHH MTV Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC (công ty con do PVS sở hữu 100% cổ phần). Theo PQPOC, EPCI#2 đã hoàn thành được 55% tính đến cuối tháng 6/2025.

Phân khúc trung nguồn của Lô B:

- EPCI#3 (đường ống dẫn khí trên bờ):** PVS-Lilama 18 đã khởi động thi công dự án đường ống dẫn khí trên bờ trị giá 257 tỷ USD sau khi nhận được LLOA vào tháng 12/2023. SWPOC cho biết EPCI#3 đã hoàn thành được 18% tính đến cuối tháng 3, và đồng thời đã trao thầu EPCI#4, bao gồm cả tuyến đường ống gần bờ (PC1) và ngoài khơi (PC2).
- EPCI#4 (đường ống dẫn khí ngoài khơi):** Vào ngày 30/06/2025, SWPOC đã trao hợp đồng EPCI#4, bao gồm cả đoạn đường ống gần bờ (PC1) và ngoài khơi (PC2) của tuyến ống dẫn khí ngoài khơi. PVS không tham gia vào bất kỳ gói thầu nào. PC1 được trao cho liên danh giữa Vietsovpetro và CTCP Dịch vụ Hàng hải Thiên Nam, trong khi PC2 thuộc về liên danh giữa Vietsovpetro – TIMAS – CTCP Dịch vụ Biển Tân Cảng.
- Hợp đồng cho thuê FSO:** PVS đã thông báo về việc bảo đảm hợp đồng FSO cho dự án Lô B vào tháng 5 năm 2025. Dự án này sẽ được triển khai thông qua PTSC South East Asia Pte. Ltd., một liên doanh giữa PVS (51%) và Yinson (49%). Giá trị hợp đồng ước tính (chưa bao gồm thuế GTGT) trên 480 triệu USD cho 14 năm đầu tiên. PVS kỳ vọng việc xây dựng FSO sẽ hoàn thành vào quý 4/2027. PVS đặt mục tiêu dự án đạt ROE trên 10%.

Hình 18: Doanh thu và LNST ước tính cho PVS từ dự án Lô B trong giai đoạn 2024-2030 (triệu USD) (cập nhật)

Doanh thu tiềm năng	LNST tiềm năng	Chi tiết
5.357	351	Chúng tôi dự báo lợi nhuận giai đoạn 2024-2050 từ 5 hợp đồng dưới đây sẽ đạt ít nhất 351 triệu USD. Chúng tôi cũng dự báo rằng các hợp đồng này sẽ đóng góp trung bình 27% vào LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 của PVS. Chúng tôi chưa tính đến bất kỳ giá trị hợp đồng nào từ việc xử lý khí tồn vào cuối vòng đời của dự án. Chi tiết hợp đồng: 1. EPCI#1 của 1 giàn xử lý trung tâm (CPP) + 1 giàn sinh hoạt + 1 tháp đốt khí thừa (500 triệu USD) 2. EPCI #2 của 4 WHP (400 triệu USD) 3. EPCI #3 của đường ống dẫn khí trên bờ (257 triệu USD) 4. EPCI của 42 WHP (4,2 tỷ USD) 5. Hợp đồng cho thuê FSO

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: EPCI: Kỹ thuật, Mua sắm, Xây dựng và Lắp đặt; WHP: giàn đầu giếng; FSO: kho dầu nổi. (Lưu ý: Các hợp đồng tô màu đỏ là hợp đồng đã được bảo đảm)

Hình 19: Các hợp đồng M&C tiềm năng cho các kho cảng LNG và FSO 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 đoạn 1: 1 triệu TPA - Giai đoạn 2: 3 triệu TPA - Giai đoạn 3: 6 triệu TPA	3-6 triệu TPA
Tổng vốn XDCB	- Giai đoạn 1: 286 triệu USD - Giai đoạn 2: 200 triệu USD - Giai đoạn 3: N/A	1,4 tỷ USD
Trạng thái	- Giai đoạn 1: Bộ Công Thương hoàn thành việc kiểm tra. - Giai đoạn 2: Đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt nghiên cứu khả thi. - Giai đoạn 3: N/A	- Đang chờ Bộ Công Thương phê duyệt nghiên cứu khả thi.
Năm hoạt động dự kiến	- Giai đoạn 1: 2024 - Giai đoạn 2: 2025-2026 - Giai đoạn 3: N/A	2027
Ước tính giá trị hợp đồng	- 100 triệu USD cho giai đoạn 1&2 - 300 triệu USD cho giai đoạn 3	300 triệu USD

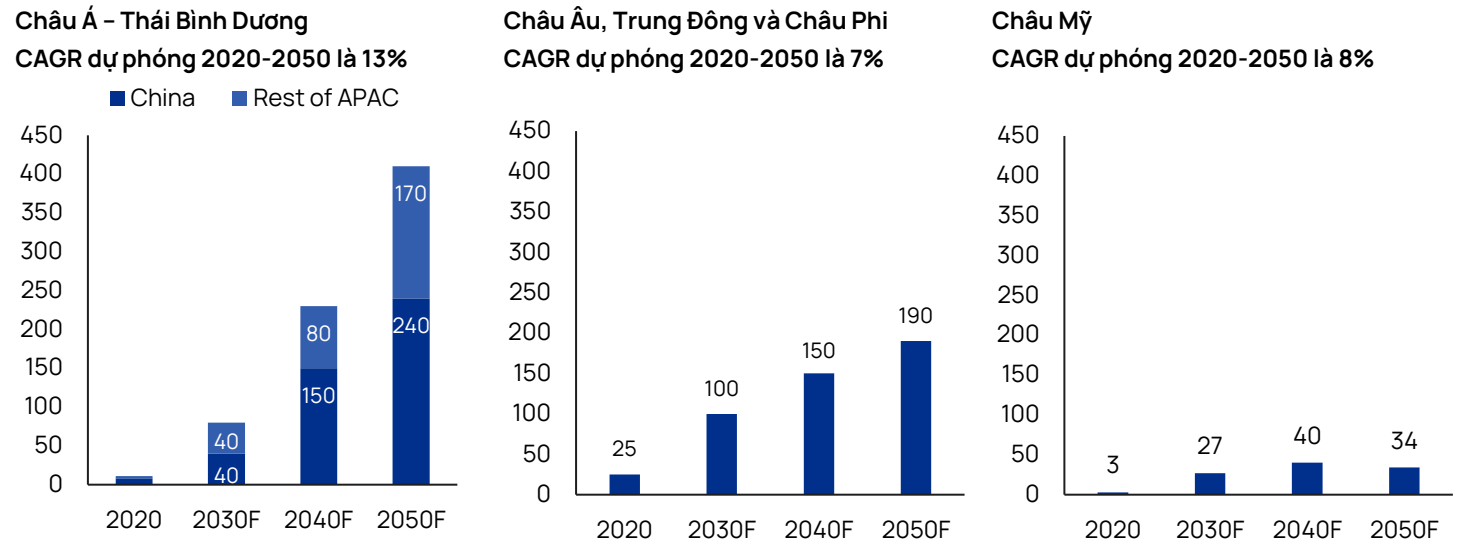
Nguồn: GAS, truyền thông đại chúng, Vietcap

Phụ lục 3: Tiềm năng điện gió ngoài khơi ở thị trường nước ngoài

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

McKinsey dự phóng công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu sẽ tăng gấp 16 lần (từ 40 GW vào năm 2020 lên 630 GW vào năm 2050), trong đó Châu Á - Thái Bình Dương dẫn đầu với mức tăng trưởng gấp 37 lần (từ 11 GW lên 410 GW).

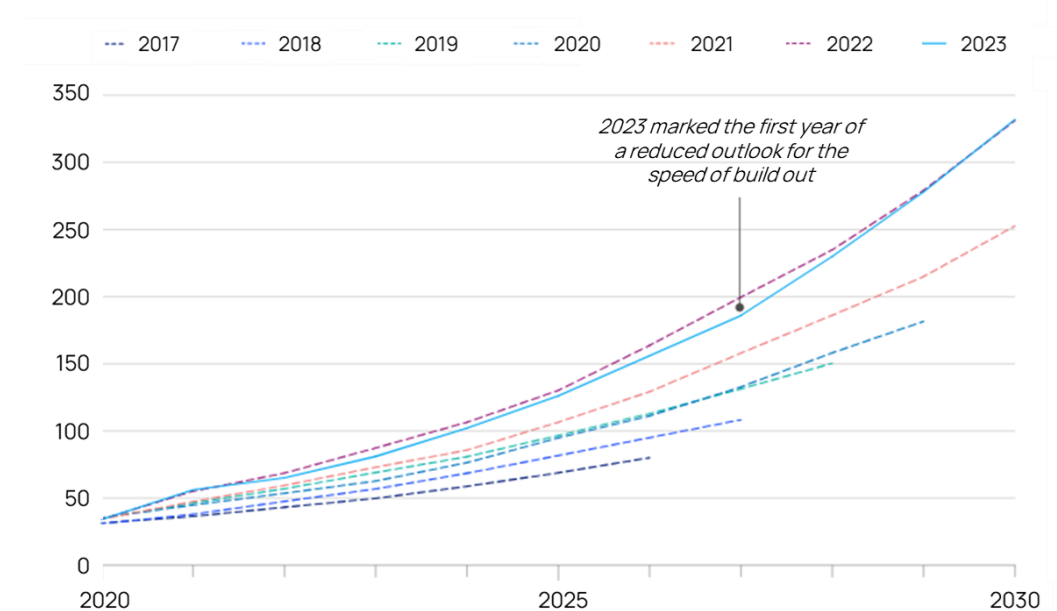
Hình 20: Dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi (GW), kịch bản cơ sở năm 2021



Nguồn: McKinsey, Vietcap

Chúng tôi duy trì quan điểm về tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ của ngành công nghiệp điện gió ngoài khơi toàn cầu. Theo ước tính mới nhất của McKinsey, thị trường dự kiến sẽ tiếp tục mở rộng, đạt khoảng 325 GW vào năm 2030 (CAGR 26% trong giai đoạn 2023-2030). Đáng chú ý, mục tiêu năm 2030 này cao hơn 30% so với mức dự báo 250 GW được công bố vào năm 2021.

Hình 21: Công suất lắp đặt toàn cầu dự phóng (GW) theo từng năm dự báo



Nguồn: Triển vọng ngành hàng năm của McKinsey (kịch bản cơ sở) (Lưu ý: dự báo bao gồm Trung Quốc), tổng hợp từ Vietcap

Cạnh tranh hạn chế 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 3 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 18: Các nhà thầu điện gió ngoài khơi làm việc tại Đài Loan

Công ty	PVS (Việt Nam)	Nhà máy SK Ocean (Trước đây có tên Samkang M&T) (Hàn Quốc)	Sing Da Marine Structure (Đài loan)
Tổng quan	- Nhà thầu dầu khí hàng đầu Việt Nam. - Là nhà thầu nổi tiếng ở Châu Á. - Đã thực hiện hơn 60 dự án công nghiệp và ngoài khơi tại Việt Nam và quốc tế.	- Cơ sở sản xuất lớn nhất Hàn Quốc cho các dự án ngoài khơi.	- Công ty đầu tiên ở Đài Loan khởi công xây dựng nhà máy thi công chân đế. - Nhận được hỗ trợ kỹ thuật từ DNV (Na Uy) – đơn vị tư vấn được công nhận cho ngành hàng hải. - EPC các dự án ngoài khơi (phụ kiện chuyển tiếp chân đế).
Ngành nghề kinh doanh chính	- M&C - FSO/FPISO	- EPC các dự án ngoài khơi - Đóng tàu - Sản xuất ống	
Bãi chế tạo	- Bãi chế tạo PTSC - Địa điểm: Vũng Tàu, Việt Nam - Diện tích: 82 ha (trung tâm logistics và bãi chế tạo lớn nhất khu vực). - Năng lực sản xuất: Giá trị hợp đồng 2 tỷ USD/năm	- Nhà máy đóng tàu Goseong - Địa điểm: Gyeongnam, Hàn Quốc - Diện tích: 42 ha	- Khu đổi mới công nghiệp công nghệ biển Cao Hùng - Địa điểm: Cảng Singda, Đài Loan - Diện tích: 27 ha - Sản lượng: Lên tới 50 chân đế/năm
Các hợp đồng đã ký cho dự án điện gió ngoài khơi Hải Long	- Dự án: Hải Long 2 & 3 - Công suất: 1.044 MW - Ký: tháng 8/2022 - Tổng thầu EPC: PTSC M&C & Semco Maritime - Cấu phần: 2 trạm biến áp ngoài khơi - Giá trị hợp đồng của PVS: 68 triệu USD - Lắp đặt: 2024 - Hoàn thành vận hành: 2026	- Dự án: Hải Long 2B&3 - Công suất: 744 MW - Ký: tháng 8 năm 2022 - Thành phần: 52 chân đế - Lắp đặt: 2024-2025 - Hoàn thành vận hành: 2025-2026	- Không có hợp đồng với Hải Long.
Các hợp đồng đã ký cho dự án điện gió ngoài khơi Greater Changhua	- Dự án: Greater Changhua 2b & 4 - Ký: Tháng 5/2023 - Thành phần: 33 chân đế - Giá trị hợp đồng của PVS: 320 triệu USD - Hoàn thành xây dựng: 2025	- Dự án: Greater Changhua 1 & 2a - Công suất: 900MW - Ký kết: Tháng 6/2019 - Thành phần: 28 chân đế - Hoàn thành xây dựng: Tháng 8/2021 - Giao hàng: Tháng 8-Tháng 10/2021	- Dự án: Greater Changhua 1 & 2a - Công suất: 900MW - Ký: Tháng 11/2018 - Thành phần: 56 chân đế - Hoàn thành: 2020-2021 - Lắp đặt: 2021

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

Giả định backlog M&C điện gió của chúng tôi

Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng tiềm năng mà các nhà thầu M&C có thể nhận được từ một dự án điện gió ngoài khơi là vào khoảng 40% tổng vốn đầu tư XDCB. Theo đơn vị tư vấn năng lượng tái tạo BVG Associates, hoạt động xây dựng, lắp đặt và chạy thử các hạng mục (bao gồm tháp, trạm biến áp và móng trụ) chiếm khoảng 40% tổng vốn đầu tư XDCB của một dự án điện gió ngoài khơi.

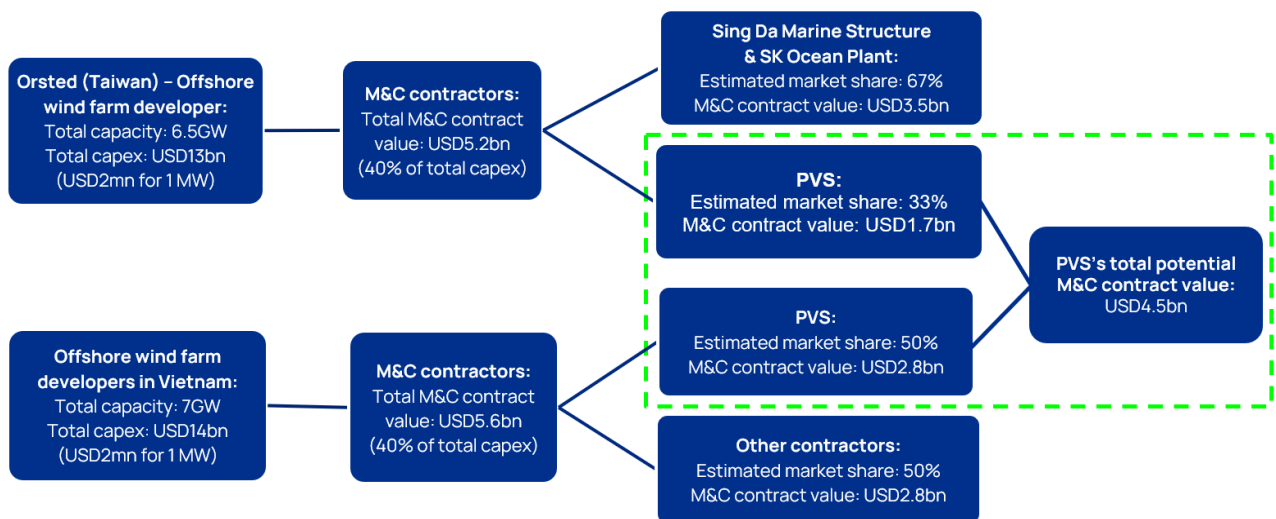
Chúng tôi ước tính giá trị hợp đồng tiềm năng tại Đài Loan mà PVS có thể nhận được là khoảng 1,7 tỷ USD. Cụ thể, chúng tôi ước tính tổng giá trị hợp đồng M&C từ các trang trại điện gió của Orsted tại Đài Loan sẽ rơi vào khoảng 5,2 tỷ USD. Với mục tiêu phát triển 6,5 GW điện gió ngoài khơi tại Đài Loan của Orsted, chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư XDCB cho các dự án này sẽ rơi vào khoảng 13 tỷ USD (chúng tôi giả định vốn đầu tư XDCB cho mỗi MW điện gió ngoài khơi là 2 triệu USD). Do các dự án điện gió ngoài khơi thường có nhiều nhà thầu tham gia, nên chúng tôi giả định thị phần của PVS sẽ ở mức 33% dựa trên bối cảnh cạnh tranh được thể hiện tại Hình 22.

Chúng tôi cho rằng PVS có thể đạt mức tổng giá trị hợp đồng điện gió ngoài khơi là 2,8 tỷ USD (tương đương 50% thị phần điện gió ngoài khơi tại Việt Nam).

PVS cũng sẽ hưởng lợi từ công suất điện gió ngoài khơi mà công ty dự kiến đồng phát triển với đối tác Singapore là Sembcorp (dự án này không nằm trong quy hoạch tổng thể, theo PVS). Vào ngày 10/02/2023, PVS đã ký thỏa thuận phát triển chung với Sembcorp để đồng phát triển các dự án điện gió ngoài khơi (công suất ban đầu là 2.300 MW, vốn đầu tư XDCB là khoảng 5 tỷ USD) và xuất khẩu điện từ các trang trại này sang Singapore qua hệ thống cáp điện ngầm cao thế, dự kiến bắt đầu từ năm 2030.

Theo đó, chúng tôi kỳ vọng PVS có tiềm năng đạt mức tổng giá trị hợp đồng là 4,5 tỷ USD cho các dự án điện gió ngoài khơi tại thị trường Việt Nam và Đài Loan trong giai đoạn 2024–2030. Hiện tại, chúng tôi dự phóng tổng giá trị hợp đồng M&C của PVS sẽ ở mức 2,8 tỷ USD (tương đương 62% backlog tiềm năng tại 2 thị trường Việt Nam và Đài Loan). Chúng tôi cũng lưu ý rằng PVS đã trúng thầu tại một số thị trường khác như Hàn Quốc và EU.

Hình 19: Tóm tắt các giả định backlog M&C của chúng tôi cho các dự án điện gió ngoài khơi tại Đài Loan và Việt Nam



Nguồn: Vietcap

Diễn biến mới nhất tại thị trường điện gió ngoài khơi Đài Loan

Mặc dù thị trường điện gió ngoài khơi Đài Loan vẫn sở hữu tiềm năng lớn – với các mục tiêu công suất 5,7 GW vào năm 2025, 13,1 GW vào năm 2030 (hàm ý CAGR 18% cho giai đoạn 2025–2030) và 40–55 GW vào năm 2050 (tương đương với mức CAGR là 8–10% cho giai đoạn 2025–2050) – nhưng những diễn biến gần đây cho thấy rủi ro về tiến độ triển khai dự án chậm hơn kỳ vọng đang ngày càng gia tăng.

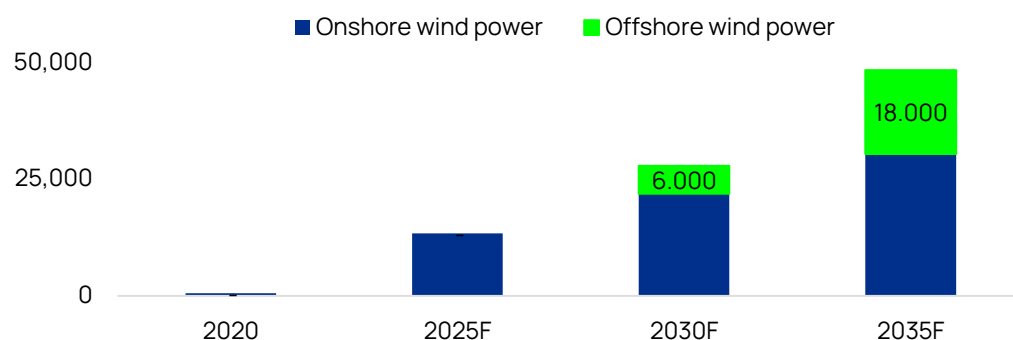
Tính đến tháng 5/2025, mới chỉ có 2,8 GW công suất được lắp đặt, tương đương 49% mục tiêu năm 2025. Thực tế này làm dấy lên lo ngại về tiến độ thực hiện dự án và uy tín của khung pháp lý tại Đài Loan, qua đó tạo ra rủi ro giảm đối với các nhà thầu và nhà cung cấp phụ thuộc vào thị trường này.

Các rào cản chính bao gồm:

- **Đài Loan đã loại bỏ cơ chế giá FIT ưu đãi cho các dự án Vòng 3, qua đó buộc các nhà phát triển phải huy động vốn thông qua các hợp đồng mua bán điện doanh nghiệp (CPPA).**
- **Bộ Kinh tế (MOEA) nâng tỷ lệ nội địa hóa lên 60% trong vòng đấu thầu thứ 3.** Các chủ đầu tư châu Âu cho rằng yêu cầu này là không khả thi do áp lực chi phí và biên lợi nhuận suy giảm, từ đó dẫn đến việc một số đơn vị sẽ thu hẹp quy mô hoặc rút khỏi thị trường.
- **Gần đây đã có 900 MW công suất bị loại bỏ (giai đoạn tháng 4–5/2025):** 3 dự án gồm Haixia (1 – 300 MW), Deshuai (240 MW) và Haiding 1 (360 MW) đã bị mất phê duyệt do không đáp ứng các tiêu chí kỹ thuật và nội địa hóa. Chính phủ hiện vẫn chưa làm rõ liệu công suất này có được phân bổ lại trong phiên đấu giá vòng 3,3 sắp tới hay không.

Phụ lục 4: Tiềm năng điện gió ngoài khơi và xuất khẩu điện sang Singapore của Việt Nam

Hình 20: Các mục tiêu điện gió của Việt Nam trong QHĐ VIII (MW)



Nguồn: MoIT, Vietcap

Vào ngày 24/10/2023, Bộ trưởng Bộ Công Thương của Singapore thông báo Cơ quan Thị trường Năng lượng (EMA) của quốc gia này đã phê duyệt có điều kiện cho phép Sembcorp nhập khẩu 1,2 GW điện tái tạo (10% nhu cầu điện hàng năm của Singapore) từ Việt Nam thông qua tuyến cáp điện ngầm dài 1.000 km. Lượng điện này sẽ được sản xuất từ các trang trại điện gió ngoài khơi của Việt Nam (công suất ban đầu là 2.300 MW; vốn đầu tư XDCB là khoảng 5 tỷ USD) mà PVS và Sembcorp sẽ cùng hợp tác xây dựng sau khi ký thỏa thuận hợp tác phát triển. Dự án này không nằm trong 6.000 MW kế hoạch kể trên của Bộ Công Thương.

Theo hiểu biết của chúng tôi, phê duyệt có điều kiện đồng nghĩa với việc dự án của PVS và Sembcorp đã được đánh giá sơ bộ là khả thi về mặt kỹ thuật và thương mại. Mặc dù PVS chủ yếu sẽ đóng vai trò nhà thầu cho dự án xuất khẩu điện sang Singapore, nhưng công ty cũng được kỳ vọng sẽ tham gia với tư cách là nhà đầu tư, dù tỷ lệ sở hữu của PVS trong trang trại điện gió vẫn chưa được quyết định. Ban lãnh đạo nhấn mạnh rằng đây là một dự án thâm dụng vốn lớn, và mọi quyết định về việc đảm nhận vai trò nhà đầu tư hay nhà phát triển sẽ phụ thuộc vào triển vọng lợi nhuận của dự án. Ngoài ra, công ty cũng lưu ý về khả năng mở rộng sang việc xuất khẩu điện sang Malaysia. Nhìn chung, diễn biến này mang lại tiềm năng tăng trưởng cho dự báo lợi nhuận và định giá hiện tại của chúng tôi đối với PVS.

Phụ lục 5: Kế hoạch đầu tư của PVS trong giai đoạn 2026-2030

Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư vào tháng 5, PVS đã nâng kế hoạch vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2026-2030 lên 15.500 tỷ đồng (tăng 57% so với kế hoạch 9.800 tỷ đồng được công bố tại ĐHCĐ năm 2024). Vốn đầu tư XDCB này chủ yếu nhằm tiếp tục tăng cường năng lực trong mảng M&C (chiếm khoảng 50% tổng vốn đầu tư XDCB), cảng và tàu. PVS không ngừng nâng cao cơ sở vật chất do công ty tin tưởng vào tiềm năng tăng trưởng lớn của mảng M&C điện gió ngoài khơi cũng như các lĩnh vực khác (nhà máy điện hạt nhân, các dự án CCUS).

Tại ĐHCĐ năm 2024, PVS cho biết công ty có thể tăng vốn điều lệ lên 17.000 tỷ đồng vào năm 2030 (gấp 3,5 lần so với 4.800 tỷ đồng vào cuối năm 2024) để tài trợ cho các khoản vốn đầu tư XDCB lớn. Kế hoạch này vẫn đang ở giai đoạn đầu do PVS cần sự chấp thuận từ nhiều cấp khác nhau, bao gồm PetroVietnam và Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp (CMSC) trước khi tiến hành. Do đó, các thông tin chi tiết vẫn chưa được công bố.

Hình 21: Yêu cầu về vốn đầu tư XDCB và vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2026-2030

Vốn đầu tư XDCB dành cho nâng cao công suất của các nhà thầu (Nhà thầu)	Kế hoạch mới	Kế hoạch cũ	% thay đổi
Tổng cộng	15.449	9.836	57%
Cơ sở hạ tầng M&C	6.810	4.132	65%
Cơ sở cung cấp	3.270	2.247	46%
Mảng tàu biển	4.835	3.116	55%
Cơ sở hạ tầng CNTT và chuyển đổi kỹ thuật số	534	160	234%

Yêu cầu vốn chủ sở hữu danh cho phát triển dự án (Chủ đầu tư)	Kế hoạch mới	Kế hoạch cũ	% thay đổi
Tổng cộng	12.250	11.186	10%
Đầu tư FSO/FPSO/FSRU	1.250	1.190	5%
Dự án xuất khẩu điện sang trang trại điện gió Singapore	10.000	9.282	8%
Sản xuất cáp ngầm	1.000	714	40%

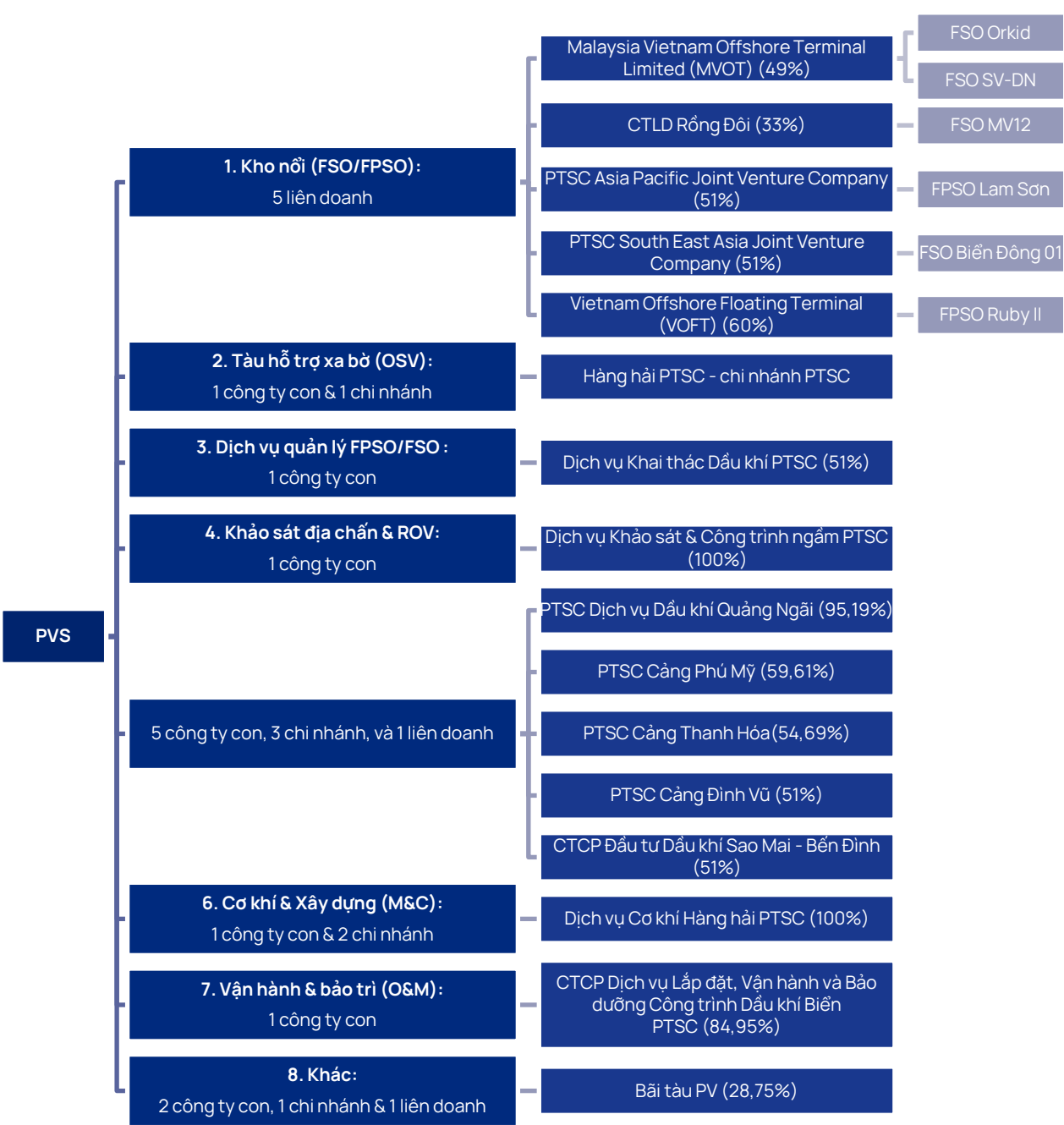
Nguồn: PVS, Vietcap

Mở rộng cảng giúp nâng cao công suất của PVS: Cảng Vũng Tàu của PVS có diện tích khoảng 200 ha (trung tâm logistic và bãi chế tạo lớn nhất khu vực Châu Á - Thái Bình Dương, là lợi thế cạnh tranh của PVS so với các đối thủ, lợi thế thứ hai là chi phí lao động có kinh nghiệm, thấp). Hiện tại, PVS đang đầu tư mở rộng cơ sở cung cấp thêm khoảng 30 ha. Sau khi mở rộng, PVS kỳ vọng công suất của các cơ sở cung cấp M&C và Vũng Tàu sẽ tăng gấp 4 lần so với năm 2022, có khả năng nâng công suất sản xuất của mảng M&C lên 1 tỷ USD vào năm 2025 (so với 500 triệu USD vào cuối năm 2022) và 1,5-2,0 tỷ USD trong dài hạn. Công suất sản xuất M&C đã tăng 40% từ 50.000 TPA lên 70.000 TPA trong 2 năm qua với quy trình sản xuất được tinh gọn.

Phụ lục 6: 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 2024.)

Phụ lục 7: Dự phòng liên quan đến chi phí thuê đất của PSB

Vào đầu tháng 3/2025, CTCP Đầu tư Dầu khí Sao Mai - Bến Đình (PSB: UPCoM), công ty con mà PVS nắm giữ 51% cổ phần, đã thông báo rằng Cục Thuế TP Vũng Tàu - Côn Đảo đã ban hành quyết định phong tỏa tài khoản ngân hàng 597 tỷ đồng của PSB đối với các vấn đề liên quan đến thuế (chủ yếu là chi phí thuê đất). Theo PVS, 597 tỷ đồng này chỉ là số tiền bị cưỡng chế, không phải là số tiền thuế thực tế phải thu.

Trong báo cáo tài chính hợp nhất đã kiểm toán năm 2024 của PVS, PVS đã ghi nhận khoản dự phòng 252 tỷ đồng cho các chi phí thuê đất tiềm ẩn của PSB, trong bối cảnh đang thực hiện các cuộc trao đổi với cơ quan thuế về nghĩa vụ tiền thuê đất.

- **Giai đoạn 1 (2008–2015):** Theo PVS, tiền thuê đất ước tính là 157 tỷ đồng. PSB hiện đang làm việc với các cơ quan chức năng để xác minh diện tích đất thực tế đã sử dụng.
- **Giai đoạn 2 (2018–2024):** Tiền thuê đất ước tính là 519 tỷ đồng. PSB đang thực hiện các thủ tục để áp dụng miễn tiền thuê đất trong 14 năm bằng cách đưa dự án Căn cứ cảng dịch vụ dầu khí Sao Mai - Bến Đình được công nhận là dự án cảng biển thuộc danh mục các dự án đặc biệt ưu đãi đầu tư theo quy định tại Nghị định 118/2015. Vấn đề này chủ yếu là do tài liệu đầu tư ban đầu của PSB không liệt kê Sao Mai - Bến Đình là căn cứ cảng dịch vụ. Do đó, Cục Thuế Vũng Tàu - Côn Đảo đã yêu cầu PSB chuẩn bị và nộp các tài liệu cần thiết cho Bộ Kế hoạch và Đầu tư theo quy định, và cung cấp giấy chứng nhận đăng ký đầu tư sửa đổi bao gồm phạm vi mở rộng cho xây dựng căn cứ dịch vụ.

Trong cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư vào tháng 5, theo thông tin công bố của PVS, chi phí này về cơ bản phản ánh các khoản thanh toán tiền thuê đất hồi tố cho phần đất đã được sử dụng miễn phí trong nhiều năm. PSB chỉ trực tiếp sử dụng 23,5% tổng diện tích thuê. Phần còn lại được chia sẻ với (1) PTSC Shipyard (PVY: UPCoM, PVS sở hữu 28,75%), sử dụng 48,4% và (2) PXS (UPCoM, không thuộc sở hữu của PVS), sử dụng 28,1%. Về nguyên tắc, PSB sẽ thanh toán toàn bộ tiền thuê đất trước và sau đó thu hồi các phần tương ứng từ PVY và PXS dựa trên diện tích đất các công ty này đã sử dụng.

Trong năm 2024, PVS đã trích lập khoản dự phòng 252 tỷ đồng dựa trên diện tích đất ước tính nội bộ cho giai đoạn 1 và thời gian sử dụng cho giai đoạn 2. Công ty cũng lưu ý rằng số tiền cuối cùng có thể khác với quyết định của cơ quan chức năng.

Chúng tôi thận trọng ước tính bổ sung thêm 250 tỷ đồng dự phòng vào dự báo, điều này sẽ ảnh hưởng đến dự phóng lợi nhuận năm 2025. Mặc dù PVS đánh giá rủi ro này có xác suất xảy ra thấp do các cuộc thảo luận với cơ quan thuế vẫn đang tiếp tục, chúng tôi vẫn thận trọng đưa thêm một khoản dự phòng vào dự báo của chúng tôi.

Vấn đề về chi phí thuê đất ghi nhận chuyển biến tích cực: Gần đây, theo bộ phận quan hệ nhà đầu tư của PVS, việc sáp nhập tỉnh thành đã dẫn đến việc sáp nhập Cục Thuế Vũng Tàu - Côn Đảo vào sự quản lý của TP. Hồ Chí Minh. Do đó, quy trình pháp lý hiện đang được thực hiện lại từ đầu. Tín hiệu tích cực là các cơ quan chức năng tại TP. Hồ Chí Minh có xu hướng đồng thuận hơn với quan điểm của PVS, cụ thể là đồng ý để PSB nộp hồ sơ đầu tư đã điều chỉnh lên Bộ Kế hoạch và Đầu tư để công nhận dự án Sao Mai - Bến Đình là một căn cứ cảng dịch vụ. Nếu được phê duyệt, PSB có thể đủ điều kiện để được miễn tiền thuê đất theo Nghị định 118/2015.

Phụ lục 8: Các dự án điện hạt nhân tại Việt Nam dự kiến sẽ mang lại lợi ích cho PVS từ năm 2030

Dự án điện hạt nhân Ninh Thuận (gồm hai nhà máy: Ninh Thuận 1 và Ninh Thuận 2) được đề xuất là các nhà máy điện hạt nhân đầu tiên của Việt Nam, dự kiến xây dựng tại tỉnh Khánh Hòa (trước đây là Ninh Thuận). Ban đầu, Ninh Thuận 1 được lên kế hoạch hợp tác với đối tác Nga (Rosatom, lò phản ứng VVER, công suất 2.000 MW) và Ninh Thuận 2 hợp tác với đối tác Nhật Bản (công suất 2.000 MW), với mục tiêu đi vào vận hành thương mại vào đầu những năm 2020. Tuy nhiên, cả hai dự án đã bị hủy bỏ chính thức vào năm 2016 do lo ngại về chi phí và tính an toàn.

Theo nghị quyết của Quốc hội vào tháng 11/2024, Chính phủ đã phê duyệt việc tái khởi động dự án điện hạt nhân Ninh Thuận. Vào tháng 2/2025, Thủ tướng giao EVN làm chủ đầu tư dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 và PVN làm chủ đầu tư dự án Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 2. Ngoài ra, vào ngày 27/06/2025, Quốc hội đã thông qua Luật Năng lượng Nguyên tử sửa đổi nhằm củng cố khung pháp lý cho hoạt động phát triển năng lượng hạt nhân.

Vốn đầu tư XDCB tiềm năng 22 tỷ USD: Theo tính toán của Bộ Công Thương, chi phí đầu tư cho điện hạt nhân là 5.500 USD/kW, tương đương 22 tỷ USD cho 4.000 MW, cao hơn nhiều so với ước tính ban đầu 10,8–12,2 tỷ USD. Tính đến cuối năm 2024, EVN đã đầu tư lũy kế 1,3 nghìn tỷ đồng vào dự án.

Hình 27: Công suất điện hạt nhân dự phóng

Dự án	Công suất (MW)	Ngày hoạt động dự kiến	Ghi chú
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1	2.000 – 3.200	2030–2035	Vốn Nhà nước
Nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 2	2.000 – 3.200	2030–2035	Vốn Nhà nước

Nguồn: Quyết định 1509, Vietcap

Tiến độ dự án: Mặc dù trong kế hoạch thực hiện QHĐ VIII giai đoạn 2030–2035 có nêu mục tiêu của Thủ tướng là hoàn thành nhà máy điện hạt nhân đầu tiên vào năm 2031, nhưng theo đánh giá của chúng tôi, đây là một mục tiêu có phần tham vọng. Chúng tôi ước tính Giai đoạn Chuẩn bị (giải phóng mặt bằng, nghiên cứu, xin giấy phép, thiết kế) sẽ diễn ra trong giai đoạn từ năm 2025–2028, với giả định rằng sẽ có các chính sách hỗ trợ. Đối với Giai đoạn Xây dựng, dữ liệu của IAEA từ các dự án mới nhất cho thấy thời gian xây dựng điển hình của một lò phản ứng hạt nhân là khoảng 6–8 năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng thời điểm đi vào vận hành thực tế sẽ rơi vào năm 2034.

Hình 28: Tiến độ các dự án điện hạt nhân

Giai đoạn Chuẩn bị	Đơn vị chịu trách nhiệm	Thời gian dự kiến
Giải phóng mặt bằng	Chính quyền địa phương	2025
Đánh giá tác động môi trường (EIA)	Chủ đầu tư	2025–2026
Nghiên cứu tiền khả thi (Pre-FS)	Chủ đầu tư	2025–2026
Nghiên cứu khả thi (FS)	Chủ đầu tư	2025–2026
Thiết kế kỹ thuật (TD)	Chủ đầu tư	2025–2026
Thiết kế kỹ thuật tổng thể (FEED)	Chủ đầu tư	2025–2027
Quyết định đầu tư cuối cùng (FID)	Chủ đầu tư	2028
Giấy phép xây dựng	Bộ Xây dựng	2028
Giai đoạn Xây dựng	Đơn vị chịu trách nhiệm	Thời gian dự kiến
Thi công xây dựng	Nhà thầu	2028–2033

Nguồn: Vietcap ước tính

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính (1): Bitexco

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex, Tầng 3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Phường Sài Gòn, TP. HCM
+84 28 8882 6868

Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji, tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Phường Sài Gòn, Tp. HCM
+84 28 8882 6868

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, tầng 6
Phường Cửa Nam, Tp. Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Mỹ Đình

SAP.A09 Tòa A – Chung cư cao tầng HH2-1 (The Matrix One)
Phường Từ Liêm, Tp. Hà Nội (Số 1 Lê Quang Đạo)
+84 28 8882 6868

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Huỳnh Thị Hồng Ngọc,
Trưởng phòng, ext 138
- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532
- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thủy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

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

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư, Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức và Trái phiếu
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Phòng Tư Vấn Đầu Tư
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

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 chúng tôi về 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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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.

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.