

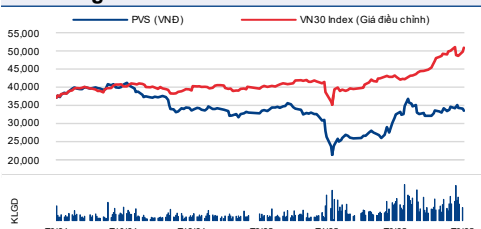
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ46,600 (từ VNĐ38,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 39.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (5/8/2025)	33,500
Mã Bloomberg	PVS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,400-41,219
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,033
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,012
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	610
Slg CP lưu hành (tr.đv)	478
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	174
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.6%
Tỷ lệ freefloat	43.7%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (51.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	4.04	28.8	(9.70)
So với chỉ số	(8.37)	0.64	(34.2)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	2,184	2,140	2.1
2026F	2,650	2,233	18.7
2027F	2,719	2,530	7.5

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PVS là doanh nghiệp dịch vụ năng lượng hàng đầu tại Việt Nam, với thị phần chính trong mảng xây dựng EPCI & FPSO/FSO. Công ty cũng đang tham gia mảng năng lượng tái tạo với vai trò nhà thầu cho các dự án điện ngoài khơi.

Chuyên viên phân tích

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

Các hợp đồng FSO và EPC mới; điều chỉnh tăng giá mục tiêu

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS nhưng tăng 23% giá mục tiêu lên 46.600đ, sau khi nâng dự báo lợi nhuận nhờ việc PVS công bố các hợp đồng FSO Lô B và EPC giai đoạn 2B mỏ Sư Tử Trắng, cùng với KQKD nửa đầu năm 2025 tích cực.
- Chúng tôi tăng bình quân 32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027; theo đó, lợi nhuận thuần trong 3 năm tới có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 26%, nhờ đóng góp từ các hợp đồng mới và tỷ suất lợi nhuận cải thiện ở mảng EPC.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, rẻ hơn bình quân quá khứ ở mức 17,6 lần. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 39%, tương đương P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 21,3 lần và 17,6 lần.

Sự kiện: Hợp đồng FSO và EPC mỏ Sư Tử Trắng mới

Thông tin về hợp đồng FSO tại mỏ khí Lô B được công bố trong tháng 7/2025 là tín hiệu tích cực đối với PVS, khi Công ty phụ thuộc đáng kể vào nguồn thu từ mảng FSO. Hợp đồng có thời hạn 23 năm, bao gồm 14 năm cam kết và tùy chọn gia hạn thêm 9 năm, với tổng giá trị hợp đồng khoảng 600 triệu USD. Đáng chú ý, các thông báo trước đây của PVS về dự án này không đề cập đến quy mô hợp đồng; do đó, kết quả trúng thầu chính thức lần này đã giúp thị trường phản ánh rõ hơn tác động tích cực của hợp đồng vào giá cổ phiếu. Trước đó trong năm nay, PVS cũng đã trúng thầu dự án FSO mỏ Lạc Đà Vàng, dự kiến đưa vào vận hành trong Q4/2026.

Ngoài ra, PVS còn trúng thầu gói tổng thầu EPC trị giá 10 nghìn tỷ đồng cho dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B; trong đó, khoảng 4 nghìn tỷ đồng doanh thu ước tính sẽ đến từ việc khởi động lại dự án nhiệt điện Long Phú 1 sau sáu năm đình trệ. HSC ước tính PVS sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu từ mảng EPC trong ba năm tới. Bên cạnh đó, PVS công bố lợi nhuận thuần nửa đầu năm 2025 đạt 692 tỷ đồng, tăng 40% so với cùng kỳ và đạt 64% dự báo cho cả năm 2025 của HSC (trước khi Công ty công bố KQKD). Đáng chú ý, lợi nhuận thuần nửa cuối năm thường cao hơn đáng kể so với nửa đầu năm.

Tác động: Tăng 21% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025

HSC điều chỉnh tăng bình quân 32% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–2027 (riêng năm 2025 tăng 21%), nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng EPC cải thiện, hợp đồng FSO mới và các hợp đồng EPC mới trong lĩnh vực dầu khí tại Việt Nam. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PVS sẽ hưởng lợi trong dài hạn từ định hướng của PetroVietnam trong việc thúc đẩy các đơn vị thành viên đóng góp vào mục tiêu tăng trưởng GDP hai chữ số của Chính phủ trong các năm tới.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 29% trong 3 tháng qua, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, thấp hơn đáng kể so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,6 lần. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS với tiềm năng tăng giá 39% tại giá mục tiêu mới theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) – đã được điều chỉnh tăng 23%. Trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ chuyển mình trở thành nhà thầu EPC quy mô lớn tại Việt Nam trong lĩnh vực năng lượng, đồng thời là nhà đầu tư trong các dự án điện gió ngoài khơi. Các rủi ro chính đối với PVS bao gồm nguy cơ các hợp đồng FSO/FPSO bị hủy sau khi hết thời hạn và nhu cầu suy yếu đối với các dự án dầu khí cũng như điện gió ngoài khơi.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,131	1,200	1,566	1,909 ▲	2,018 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,026	1,070	1,305 ▲	1,583 ▲	1,625 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,657	1,747	2,184 ▲	2,650 ▲	2,719 ▲
DPS (đồng)	790	793	793	793	793
BVPS (đồng)	26,852	28,388	30,325	32,845	35,450 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	5.21	5.04	3.47	3.05
P/E ĐC (lần)	20.2	19.2	15.3	12.6	12.3
Lợi suất cổ tức (%)	2.36	2.37	2.37	2.37	2.37
P/B (lần)	1.25	1.18	1.10	1.02	0.94
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.98	5.47	25.0	21.3	2.61
ROAE (%)	8.16	8.10	9.30	10.5	9.95

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

Tăng trưởng tăng tốc; duy trì khuyến nghị Mua vào

Trong vài tháng qua, PVS đã trúng thầu nhiều hợp đồng mới bao gồm FSO tại dự án Lô B, EPC mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2 và EPC Long Phú 1. HSC đã đưa các hợp đồng này vào mô hình dự báo. KQKD nửa đầu năm 2025 cũng vượt dự báo của chúng tôi, với lợi nhuận thuần tăng 40% so với cùng kỳ và đạt 59% dự báo cả năm của HSC trước khi Công ty công bố KQKD. Triển vọng lợi nhuận của PVS được hỗ trợ tốt nhờ danh mục dự án đa dạng, bao gồm cả các dự án dầu khí và năng lượng tái tạo ở cả thị trường Việt Nam cũng như quốc tế, từ đó mang lại lợi thế về cơ sở khách hàng. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với cổ phiếu PVS với giá mục tiêu mới là 46.600đ (tiềm năng tăng giá 39%).

Các hợp đồng FSO và EPC mới tại Việt Nam

Trúng thầu hợp đồng FSO mỏ khí Lô B: Vào tháng 7/2025, PVS đã trúng thầu hợp đồng cung cấp tàu chứa và xuất khí nổi ([FSO](#)) cho dự án mỏ khí Lô B với thời gian vận hành dự kiến từ Q3/2027, kéo dài tối đa 23 năm (bao gồm hợp đồng cố định 14 năm và tùy chọn gia hạn thêm 9 năm), tổng giá trị khoảng 600 triệu USD. Tiến độ triển khai dự án này dự kiến sẽ song hành với tiến độ phát triển dự án Lô B – Ô Môn, dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào tháng 7/2027.

Dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B: Cũng trong tháng 7, PTSC M&C (Công ty TNHH Dịch vụ Cơ khí Hàng hải PTSC, công ty con do PVS sở hữu 100% cổ phần) đã trúng thầu [hợp đồng EPCI](#) (thiết kế, mua sắm, xây dựng và lắp đặt) cho dự án này, bao gồm chế tạo một khối thượng tầng nặng 6.500 tấn và một phần chân đế nặng 5.000 tấn, với tổng giá trị hợp đồng ước tính khoảng 10 nghìn tỷ đồng. Mỏ khí này dự kiến sẽ đón dòng khí đầu tiên vào Q3/2026, với tổng trữ lượng ước tính khoảng 17 tỷ mét khối khí tự nhiên cùng 74 triệu thùng dầu thô và khí ngưng tụ. Chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ ghi nhận doanh thu từ hợp đồng EPCI này trong các năm 2025–2026.

Khởi động lại dự án nhiệt điện Long Phú 1: Năm 2010, PVS đã ký hợp đồng thiết kế, mua sắm và xây dựng (EPC) cho dự án này với tổng giá trị hợp đồng lên tới 1,2 tỷ USD. Tuy nhiên, tiến độ dự án đã bị đình trệ nghiêm trọng kể từ năm 2018, khi nhà thầu chính – Power Machines (Nga) – bị Chính phủ Mỹ đưa vào danh sách trừng phạt. Việc này khiến quá trình thi công bị ngưng trệ, do nhà thầu phụ quan trọng là General Electric rút lui và các ngân hàng quốc tế đóng băng 780 triệu USD vốn vay dành cho dự án. Đến năm 2019, Power Machines chính thức chấm dứt hợp đồng EPC này. Tình trạng này kéo theo các tranh chấp pháp lý kéo dài và khiến dự án rơi vào trạng thái “đóng băng” trong nhiều năm, với khối lượng thi công dở dang ở mức khoảng 78%.

Năm 2025, PetroVietnam đã tổ chức [lễ tái khởi công](#) để chính thức nối lại công tác thi công dự án. Kế hoạch mới bao gồm việc tìm kiếm nhà thầu EPC thay thế và điều chỉnh tổng mức đầu tư. Dự án hiện đang được đẩy nhanh tiến độ theo kế hoạch mới, với mục tiêu đưa Lò hơi số 1 vào đốt lửa lần đầu trong Q3/2027 và tổ máy số 2 vào Q4/2027. Giá trị phần doanh thu EPC còn lại mà PVS sẽ ghi nhận hiện vẫn đang được xác định. Chúng tôi ước tính PVS có thể ghi nhận khoảng 4,1 nghìn tỷ đồng doanh thu EPC từ dự án này trong giai đoạn 2025–2027.

KQKD Q2/2025: Tỷ suất lợi nhuận mảng EPCI tăng vượt dự báo

Lợi nhuận thuần Q2/2025 của PVS đạt 361 tỷ đồng, tăng 85% so với cùng kỳ và tăng 9% so với quý trước, vượt xa dự báo của HSC ở mức 280 tỷ đồng. Tính chung nửa đầu năm 2025, lợi nhuận thuần đạt 692 tỷ đồng, đạt 64% dự báo cả năm 2025 của chúng tôi trước Công ty công bố KQKD và 61% bình quân dự báo thị trường tại thời điểm đó.

Bảng 1: KQKD Q2/2025 và 6 tháng đầu năm 2025, PVS

Lợi nhuận thuần 6 tháng đầu năm 2025 tăng 40% so với cùng kỳ

Tỷ đồng	Q2/25	So với cùng kỳ	So với quý trước	6T25	So với cùng kỳ	% dự báo 2025 HSC
Doanh thu	7,383	33%	23%	13,396	44%	42%
Giá vốn hàng bán	-6,942	30%	21%	-12,698	45%	
Lợi nhuận gộp	441	83%	72%	698	40%	
Chi phí BH&QL	-419	26%	6%	-815	46%	
Thu nhập tài chính	223	60%	-34%	563	94%	
Chi phí tài chính	-25	-42%	-24%	-59	2%	
Thu nhập từ công ty liên kết	230	-3%	8%	444	2%	
Thu nhập khác	3	-92%	22%	6	-86%	
LNTT	453	61%	18%	837	29%	
LNST	319	53%	7%	619	20%	
Lợi nhuận thuần	361	85%	9%	692	40%	64%

Nguồn: HSC ước tính

Doanh thu tăng 33% so với cùng kỳ, phần lớn tiếp tục đến từ các công việc cơ khí và xây lắp trong mảng EPCI. Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này đạt 3,5% (cải thiện so với mức 1,2% trong Q1/2025 và 0,3% trong Q2/2024), có khả năng là nhờ việc bàn giao 33 chân đến cho dự án CHW2204 vào tháng 6/2025. Trong thời gian tới, chúng tôi kỳ vọng mức tỷ suất lợi nhuận này sẽ được duy trì ổn định.

Dự báo lợi nhuận mới

Trong báo cáo này, lần đầu tiên chúng tôi đưa vào mô hình dự báo của mình các hợp đồng mới gồm FSO Lô B, FSO Lạc Đà Vàng, cũng như doanh thu EPC từ hai dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B và Long Phú 1. Cụ thể như sau:

- **FSO Lô B:** Dự kiến bắt đầu vận hành từ Q3/2027 với giá thuê bình quân 71.000 USD/ngày.
- **FSO Lạc Đà Vàng:** Dự kiến bắt đầu vận hành từ Q4/2026 với giá thuê bình quân 41.000 USD/ngày. HSC đã đề cập đến hợp đồng FSO này trong báo cáo trước đó nhưng chưa đưa vào mô hình dự báo.
- **Hợp đồng EPC cho dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2B:** Tổng giá trị hợp đồng khoảng 10 nghìn tỷ đồng, với doanh thu dự kiến ghi nhận trong các năm 2025-2026.
- **Hợp đồng EPC cho dự án Long Phú 1:** Giá trị hợp đồng EPC còn lại ước tính khoảng 4 nghìn tỷ đồng, với doanh thu dự kiến ghi nhận trong giai đoạn 2025-2027.

Theo đó, chúng tôi tăng bình quân 32% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027, chủ yếu nhờ tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp lên bình quân 4,6% từ 4,2% cho cùng kỳ. Điều này phản ánh tỷ suất lợi nhuận mảng EPC trong nửa đầu năm 2025 tốt hơn kỳ vọng. Sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận EPC được hỗ trợ bởi nhu cầu gia tăng từ cả hai mảng: năng lượng tái tạo và dầu khí.

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận và các giả định chính, PVS

HSC nâng bình quân 32% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025	2026	2027		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	23,770	35,246	43,725	37,513		29,618	37,184	35,191	19.0%	17.6%	6.6%
Lợi nhuận gộp	1,065	1,622	1,891	1,776		1,338	1,498	1,473	21.3%	26.2%	20.5%
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	864	759	774	740		759	765	659	0.0%	1.2%	12.3%
Thu nhập tài chính	569	612	559	621		612	537	580	0.0%	4.1%	7.1%
Chi phí tài chính	(153)	(176)	(219)	(188)		(207)	(260)	(246)	-15.0%	-16.0%	-23.9%
Lợi nhuận khác	603	493	612	525		267	335	317	85.1%	82.9%	65.8%
Lợi nhuận thuần	1,070	1,305	1,583	1,625		1,076	1,181	1,153	21.2%	34.0%	40.9%
Thanh toán từ nhà cung cấp (sau thuế)	249										
Lợi nhuận thuần điều chỉnh	821	1,305	1,583	1,625		1,076	1,181	1,153	21.2%	34.0%	40.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.5%	4.6%	4.3%	4.7%		4.5%	4.0%	4.2%	0.1ppt	0.3ppt	0.5ppt
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.5%	3.7%	3.6%	4.3%		3.6%	3.2%	3.3%	0.1ppt	0.4ppt	1.1ppt
Tỷ suất lợi nhuận cốt lõi	3.5%	3.7%	3.6%	4.3%		3.6%	3.2%	3.3%	0.1ppt	0.4ppt	1.1ppt
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	22.7%	48.3%	24.1%	-14.2%		52.9%	25.5%	-5.4%			
Lợi nhuận gộp	2.5%	52.3%	16.5%	-6.1%		28.7%	12.0%	-1.7%			
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	32.7%	-12.2%	2.0%	-4.4%		16.6%	0.7%	-13.8%			
Lợi nhuận thuần	4.2%	22.0%	21.3%	2.6%		4.9%	9.7%	-2.4%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp	-0.9ppt	0.1ppt	-0.3ppt	0.4ppt		-0.8ppt	-0.5ppt	0.2ppt			
Tỷ suất lợi nhuận thuần	-0.8ppt	-0.8ppt	-0.1ppt	0.7ppt		-1.7ppt	-0.5ppt	0.1ppt			
Tỷ suất lợi nhuận cốt lõi	-1.8ppt	0.2ppt	-0.1ppt	0.7ppt		-1.7ppt	-0.5ppt	0.1ppt			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 3: các giả định chính, PVS

Nâng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng EPCI

Tỷ đồng	Thực tế	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025	2026	2027		2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	23,877	35,405	43,922	37,682		29,752	37,352	35,349	19.0%	17.6%	6.6%
Tàu dịch vụ	2,168	2,385	2,504	2,504		2,385	2,504	2,504	0.0%	0.0%	0.0%
FPSO/FSO	2,369	2,369	2,369	2,369		2,369	2,369	2,369	0.0%	0.0%	0.0%
ROV	507	507	507	507		507	507	507	0.0%	0.0%	0.0%
Dịch vụ cảng	1,458	1,604	1,764	1,764		1,604	1,764	1,764	0.0%	0.0%	0.0%
ECPI	14,016	24,909	32,848	26,280		19,257	26,278	23,947	29.4%	25.0%	9.7%
O&M	2,715	2,986	3,285	3,613		2,986	3,285	3,613	0.0%	0.0%	0.0%
Mảng khác	645	645	645	645		645	645	645	0.0%	0.0%	0.0%
Lợi nhuận gộp	1,133	1,629	1,899	1,784		1,344	1,505	1,480	21.3%	26.2%	20.5%
Tàu dịch vụ	223	286	300	300		286	300	300	0.0%	0.0%	0.0%
FPSO/FSO	133	166	166	166		166	166	166	0.0%	0.0%	0.0%
ROV	58	51	51	51		51	51	51	0.0%	0.0%	0.0%
Dịch vụ cảng	310	353	388	388		353	388	388	0.0%	0.0%	0.0%
ECPI	207	584	791	662		298	398	359	95.9%	99.1%	84.7%
O&M	115	125	138	152		125	138	152	0.0%	0.0%	0.0%
Mảng khác	87	64	64	64		64	64	64	0.0%	0.0%	0.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4.7%	4.6%	4.3%	4.7%		4.5%	4.0%	4.2%			
Tàu dịch vụ	10.3%	12.0%	12.0%	12.0%		12.0%	12.0%	12.0%			
FPSO/FSO	5.6%	7.0%	7.0%	7.0%		7.0%	7.0%	7.0%			
ROV	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%		10.0%	10.0%	10.0%			
Dịch vụ cảng	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%		22.0%	22.0%	22.0%			
ECPI	1.5%	2.3%	2.4%	2.5%		1.5%	1.5%	1.5%			
O&M	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%		4.2%	4.2%	4.2%			
Mảng khác	13.6%	10.0%	10.0%	10.0%		10.0%	10.0%	10.0%			

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 23% giá mục tiêu dựa trên phương pháp DCF lên 46.600đ (từ 38.000đ) sau khi tăng dự báo lợi nhuận để phản ánh sự cải thiện tỷ suất lợi nhuận ở mảng EPC và chi phí tài chính giảm.

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

- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%.
- Giữ nguyên giả định lãi suất phi rủi ro ở mức 4%, phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, và hệ số beta ở mức 1,2; theo đó, giả định WACC giữ nguyên ở mức 12,9%.

Bảng 4: Tính toán định giá, PVS

UFCF đạt 2,6 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1,778	2,152	2,218	2,304	2,306
Thuế suất 20.0%	(356)	(430)	(444)	(461)	(461)
EBIT sau thuế	1,422	1,722	1,774	1,843	1,845
Khấu hao	718	709	759	772	766
Thay đổi vốn lưu động	(2,178)	509	(380)	(230)	(204)
Chi phí đầu tư	(964)	(1,023)	(1,007)	(772)	(766)
Dòng tiền hoạt động khác	(87)	(100)	(104)	(120)	(120)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(261)	(317)	(325)	(338)	(337)
Dòng tiền tự do trước nợ vay	(1,351)	1,499	717	1,155	1,184
Chiết khấu	0.00	1.06	1.20	1.35	1.53
Giá trị hiện tại của UCFF		1,411	598	854	775
Tổng UFCF		3,638			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 5: Tính toán WACC, PVS

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.2
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	14.9%
Chi phí nợ trước thuế	6.0%
Thuế suất	20.0%
Chi phí nợ	4.8%
Tỷ trọng vốn CSH	80.0%
Tỷ trọng nợ	20.0%
WACC	12.9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: Tính toán giá mục tiêu, PVS

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	3.3x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,603
Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	3,638
Giá trị hiện tại của dòng tiền	10,241
Cộng: Tiền & tương đương tiền	13,970
Trừ: Tổng nợ	(1,959)
Giá trị vốn CSH	22,251
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	478
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	46,600

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 7: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), PVS

Giá mục tiêu mới là 46.600đ dựa trên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% và lãi suất phi rủi ro là 4%

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
Lãi suất phi rủi ro		-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
	3.0%	45,400	46,600	48,000	49,700	51,700
	3.5%	44,900	46,000	47,300	48,800	50,700
	4.0%	44,300	45,400	46,600	48,000	49,700
	4.5%	43,800	44,800	45,900	47,200	48,800
	5.0%	43,300	44,200	45,300	46,500	47,900

Nguồn: HSC ước tính

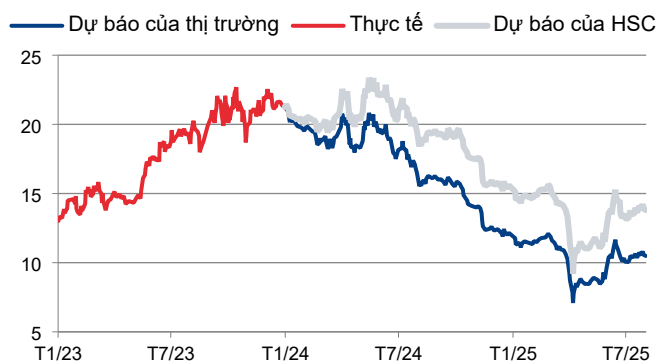
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu PVS đã tăng 29% trong 3 tháng qua và diễn biến tích cực hơn so với VN Index nhờ được hỗ trợ bởi giá dầu Brent tăng 16%, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, nhỏ hơn 22% so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,6 lần, cùng với lợi suất cổ tức đạt 2,4%. Tuy nhiên khả năng chi trả

cổ tức tiền mặt trong tương lai có thể giảm nếu Công ty thực hiện kế hoạch đầu tư dài hạn với quy mô lớn như đã đề cập trong báo cáo trước đây.

Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVS

PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm 13,8 lần..



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 9: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, PVS

... thấp hơn 1,1 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 17,6 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 10: So sánh với các công ty cùng ngành khác, PVS

PVS hiện giao dịch tại mức chiết khấu sâu so với công ty cùng ngành theo EV/EBITDA và P/B

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBIT DA 2025	PE điều chỉnh 2025	P/B 2025	ROE 2025
GAS	6,052	8.9	12.8	2.5	20%
BSR	2,410	17.9	137.1	1.1	1%
PVD	444	6.8	17.2	0.7	4%
Bình quân	3,248	7.8	15.0	1.6	12%
PVS	610	4.9	15.1	1.1	9%
Chênh lệch/chiết khấu (không bao gồm BSR)	-81%	-37%	0%	-31%	-24%

Nguồn: HSC ước tính

Những tiềm năng và rủi ro đầu tư chính

Rủi ro giảm giá

- Rủi ro đối với Công ty đến từ việc các hợp đồng FSO/FPSO bị hủy đột ngột. Lưu ý, trong năm 2024, lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết (chủ yếu từ mảng FSO/FPSO) đóng góp 51% vào LNTT của PVS.
- Sự chậm lại trong kế hoạch chi tiêu vốn của ngành dầu khí trên toàn cầu. Theo dự báo của Bloomberg, chi tiêu vốn toàn cầu cho các mảng thượng nguồn sẽ giảm 4% trong năm 2025 và tiếp tục giảm nhẹ 0,4% trong năm 2026, chủ yếu do các công ty khai thác và thăm dò của Mỹ có thể giảm đầu tư tới gần 20%.

Tiềm năng tăng giá

- Việc công bố các hợp đồng EPC mới.
- Việc hoàn nhập dự phòng cho các dự án EPC cũ cao hơn so với ước tính hiện tại của chúng tôi.

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	19,374	23,770	35,246	43,725	37,513
Lợi nhuận gộp	1,039	1,065	1,622	1,891	1,776
Chi phí BH&QL	(1,052)	(1,330)	(1,533)	(1,465)	(1,257)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(13.2)	(265)	89.0	426	519
Lãi vay thuần	573	351	358	250	331
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	651	864	759	774	740
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	66.0	603	493	612	525
LN TT	1,277	1,553	1,699	2,062	2,116
Chi phí thuế TNDN	(217)	(299)	(340)	(412)	(423)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(33.5)	(185)	(54.4)	(66.0)	(67.7)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,026	1,070	1,305	1,583	1,625
Lợi nhuận thuần ĐC	792	835	1,044	1,267	1,300
EBITDA ĐC	1,131	1,200	1,566	1,909	2,018
EPS (đồng)	2,148	2,238	2,730	3,313	3,399
EPS ĐC (đồng)	1,657	1,747	2,184	2,650	2,719
DPS (đồng)	790	793	793	793	793
Slg CP bình quân (triệu đv)	478	478	478	478	478
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	478	478	478	478	478
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	478	478	478	478	478

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,757	11,422	10,084	11,640	12,409
Đầu tư ngắn hạn	4,329	3,886	3,886	3,886	3,886
Phải thu khách hàng	4,185	6,244	8,208	10,183	8,736
Hàng tồn kho	1,470	1,830	2,764	3,438	2,937
Các tài sản ngắn hạn khác	548	500	500	500	500
Tổng tài sản ngắn hạn	16,290	23,882	25,442	29,647	28,469
TSCĐ hữu hình	3,391	3,588	3,546	3,795	3,858
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	164	160	156	153	150
Đầu tư dài hạn	373	430	718	783	968
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,943	4,729	4,870	5,017	5,167
Tài sản dài hạn khác	1,254	1,289	1,289	1,289	1,289
Tổng tài sản dài hạn	10,126	10,195	10,580	11,037	11,433
Tổng cộng tài sản	26,416	34,077	36,022	40,684	39,901
Nợ ngắn hạn	1,176	869	869	869	869
Phải trả người bán	3,513	4,654	5,988	7,450	6,364
Nợ ngắn hạn khác	3,988	7,663	7,049	8,745	7,503
Tổng nợ ngắn hạn	9,060	13,938	14,658	17,816	15,488
Nợ dài hạn	564	790	1,090	1,390	1,690
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	695	741	741	741	741
Nợ dài hạn khác	2,553	3,867	3,867	3,867	3,867
Tổng nợ dài hạn	3,812	5,399	5,699	5,999	6,299
Tổng nợ phải trả	12,872	19,337	20,357	23,815	21,786
Vốn chủ sở hữu	12,834	13,569	14,494	15,699	16,944
Lợi ích cổ đông thiểu số	710	1,171	1,171	1,171	1,171
Tổng vốn chủ sở hữu	13,544	14,740	15,665	16,870	18,115
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,416	34,077	36,022	40,684	39,901
BVPS (đ)	26,852	28,388	30,325	32,845	35,450
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(4,017)	(9,762)	(8,125)	(9,380)	(9,850)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(13.2)	(265)	89.0	426	519
Khấu hao	(493)	(601)	(718)	(709)	(759)
Lãi vay thuần	573	351	358	250	331
Thuế TNDN đã nộp	(219)	(350)	(340)	(412)	(423)
Thay đổi vốn lưu động	(345)	2,840	(2,178)	509	(380)
Khác	(127)	1,581	351	275	149
LCT thuần từ HKKD	(285)	4,343	(1,439)	1,416	521
Đầu tư TS dài hạn	(1,037)	(855)	(964)	(1,023)	(1,007)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	1,855	1,917	1,108	1,134	1,161
LCT thuần từ HĐĐT	818	1,062	144	111	154
Cổ tức trả cho CSH	(378)	(379)	(379)	(379)	(379)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	364	(80.7)	300	300	300
Khác	18.3	719	37.2	109	174
LCT thuần từ HĐTC	4.64	259	(42.1)	29.4	95.0
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,219	5,757	11,422	10,084	11,640
LCT thuần trong kỳ	538	5,664	(1,338)	1,556	769
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,757	11,422	10,084	11,640	12,409
Dòng tiền tự do	(1,322)	3,488	(2,403)	392	(487)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.36	4.48	4.60	4.32	4.73
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.84	5.05	4.44	4.37	5.38
Tỷ suất LNT (%)	5.30	4.50	3.70	3.62	4.33
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	19.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.4	22.7	48.3	24.1	(14.2)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.45)	6.15	30.4	21.9	5.73
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.98	5.47	25.0	21.3	2.61
Tăng trưởng EPS (%)	3.74	4.22	22.0	21.3	2.61
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.98	5.47	25.0	21.3	2.61
Tăng trưởng DPS (%)	(12.1)	0.41	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	35.5	29.1	24.0	23.3
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.16	8.10	9.30	10.5	9.95
ROACE (%)	(0.08)	(1.42)	0.43	1.92	2.20
Vòng quay tài sản (lần)	0.74	0.79	1.01	1.14	0.93
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	21.5	(16.4)	(16.2)	3.33	1.00
Số ngày tồn kho	29.3	29.4	30.0	30.0	30.0
Số ngày phải thu	83.3	100	89.1	88.8	89.2
Số ngày phải trả	69.9	74.8	65.0	65.0	65.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(30.3)	(69.0)	(53.3)	(57.2)	(55.7)
Nợ/tài sản (%)	7.08	6.06	6.57	6.55	7.43
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.90	6.14	2.93	2.35	2.32
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	1.71	1.74	1.66	1.84
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.62	0.26	0.22	0.15	0.16
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.6	5.21	5.04	3.47	3.05
P/E (lần)	15.6	15.0	12.3	10.1	9.86
P/E ĐC (lần)	20.2	19.2	15.3	12.6	12.3
P/B (lần)	1.25	1.18	1.10	1.02	0.94
Lợi suất cổ tức (%)	2.36	2.37	2.37	2.37	2.37

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