

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

MUA +46,6%

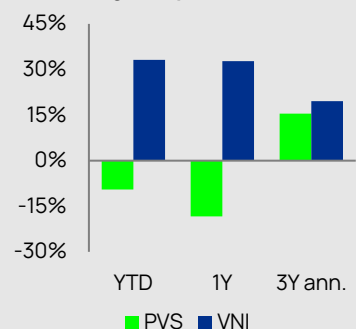
Ngành	Dầu khí
Ngày báo cáo	27/10/2025
Giá hiện tại	30.700 VND
Giá mục tiêu	45.000 VND
Giá mục tiêu gần nhất	41.600 VND
TL tăng	+46,6%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+46,6%
GT vốn hóa	14,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,6 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	107,7 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51,4%
SL cổ phiếu lưu hành	478,0 tr
Pha loãng	478,0 tr

	PVS	VNI
P/E (trượt)	12,3x	16,2x
P/B	1,0x	2,1x
ROE	10,2%	13,3%
ROA	4,0%	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	33.967	38.716	45.232
% YoY	22,7%	42,9%	14,0%	16,8%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.070	1.225	1.462	1.686
% YoY	4,2%	15%	19%	15%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	1.022	1.420	1.462	1.686
% YoY	-0,4%	38,9%	2,9%	15,3%
Biên lợi nhuận gộp	4,5%	4,4%	4,9%	5,4%
Biên EBITDA	1,4%	2,6%	3,6%	4,0%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	-1,1%	-0,1%	1,1%	1,7%
Biên lợi nhuận ròng	5,3%	3,7%	4,1%	4,1%
ROE	7,6%	8,1%	8,9%	9,3%
EV/EBITDA	6,5x	3,4x	3,6x	2,9x
P/E	20,0x	15,0x	12,5x	10,9x
P/B	1,1x	1,0x	0,9x	0,8x

Biên lợi nhuận mảng M&C dự kiến phục hồi trong quý 4, thúc đẩy LNST cốt lõi năm 2025

- Chúng tôi nâng giá mục tiêu đối với Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) thêm 8% lên 45.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA, phản ánh mức tăng 7% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 của chúng tôi (tương ứng +18%/+15%/-4%/+8%/+5% cho dự báo các năm trong giai đoạn 2025-2029), và tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.
- Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cao hơn của chúng tôi được thúc đẩy bởi: (1) Lãi tỷ giá cao hơn do doanh thu nước ngoài tăng; (2) Lợi nhuận cao hơn từ mảng khảo sát địa chấn & ROV dựa theo KQKD 9T 2025; (3) 100 tỷ đồng bồi thường cho dự án điện gió ngoài khơi bị hủy. Những yếu tố này lớn hơn giả định backlog mảng cơ khí & xây dựng (M&C) thấp hơn 8% của chúng tôi. LNST báo cáo 9T 2025 đã hoàn thành 98% dự báo năm 2025 trước đây của chúng tôi.
- Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 tăng 39% YoY, được thúc đẩy bởi mảng M&C, với doanh thu tăng 70% và biên lợi nhuận gộp đạt 1,8% (so với 0,8% trong năm 2024). LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến tăng 15% YoY do khoản dự phòng bổ sung 250 tỷ đồng cho công ty con Sao Mai Bến Đình do PVS sở hữu 51%. Chúng tôi dự phóng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo tăng 19% YoY vào năm 2026, được hỗ trợ bởi doanh thu mảng M&C tăng 14% với tiến độ Lô B bước vào giai đoạn cao điểm thi công, biên lợi nhuận gộp tăng lên 2,0%, và không ghi nhận chi phí một lần.
- Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS báo cáo là 17% cho giai đoạn 2026-28, được thúc đẩy bởi dự phóng backlog M&C 5,3 tỷ USD cho giai đoạn 2025-2029 và lợi nhuận từ liên doanh FSO/FPSO 831 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2025-29. PVS có định giá hấp dẫn với P/E báo cáo dự phóng năm 2026 là 12,5 lần (tương ứng PEG là 0,8), so với P/E trung bình 5 năm là 18 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Hoàn nhập khoản dự phòng 250 tỷ đồng cho Sao Mai – Bến Đình (trang 19), hoàn nhập dự phòng bảo hành 700 tỷ đồng cho dự án Sao Vàng-Đại Nguyệt nhanh hơn dự kiến, các hợp đồng M&C từ các dự án LNG/điện gió ngoài khơi và điện hạt nhân của Việt Nam.
- Rủi ro:** Giá dầu giảm mạnh có thể gây áp lực lên tâm lý thị trường.

Chúng tôi duy trì biên lợi nhuận gộp mảng M&C năm 2025 ở mức 1,8%: Trong quý 3/2025, biên lợi nhuận mảng M&C giảm xuống 0,4% từ mức 3,6% trong quý 2. Chúng tôi cho rằng điều này một phần là do trích lập vượt mức trung bình cho chi phí bảo hành công trình. Trong các năm qua, chi phí bảo hành công trình thường bằng 2% doanh thu hợp đồng M&C. Trong 9T 2025, PVS đã trích lập 900 tỷ đồng trên doanh thu 15 nghìn tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ 6%. Chúng tôi tin rằng điều này hỗ trợ mạnh mẽ cho biên lợi nhuận quý 4 phục hồi so với quý 3, dẫn đến biên lợi nhuận gộp bình quân cả năm là 1,8%. Chúng tôi dự phóng doanh thu mảng M&C năm 2025 là 23,6 nghìn tỷ đồng, tương đương với dự phòng khoảng 500 tỷ đồng cho cả năm.

Chúng tôi tin rằng PVS hưởng lợi nhiều nhất từ Nghị quyết 70. Nghị quyết 70 đặt mục tiêu đưa điện gió ngoài khơi và điện hạt nhân đi vào hoạt động vào 2030-35 (ước tính vốn đầu tư khoảng

30 tỷ USD), tương ứng với khối lượng công việc tiềm năng trị giá hàng tỷ USD cho PVS. PVS cũng sẽ hưởng lợi sớm từ dự án Cá Voi Xanh (tương tự Lô B). Trong ngắn hạn, công ty sẽ hưởng lợi từ tổ hợp điện LNG Hải Phòng của Vinnergo, tận dụng kinh nghiệm Giai đoạn 1 LNG Thị Vải để giành hợp đồng kho cảng.

Chúng tôi điều chỉnh giảm backlog của PVS xuống còn 450 triệu USD nhưng duy trì quan điểm về sự phục hồi mảng M&C điện gió ngoài khơi từ năm 2027. Theo PVS, khách hàng Đài Loan đã quyết định dừng hợp đồng này để tuân thủ yêu cầu nội địa hóa và sẽ thanh toán bồi thường (chi tiết tại trang 15).

Triển vọng năm 2025: LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi dự kiến tăng 39% với doanh thu mảng M&C tăng trưởng mạnh

Hình 1: Dự báo năm 2025 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới/cũ	Diễn giải: (a) Tăng trưởng so với cùng kỳ (b) Các thay đổi trong dự báo
Doanh thu thuần	23.770	33.967	43%	-6%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu M&C tăng 72% YoY và doanh thu từ các phân khúc khác tăng, được hỗ trợ bởi xu hướng tăng trưởng trong các hoạt động thăm dò và khai thác (E&P). (b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	2.160	1.772	-18%	-18%	(b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.369	2.725	15%	5%	(b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Khảo sát địa chấn và ROV	507	558	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.550	1.860	20%	4%	(b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Cơ khí và xây dựng (M&C)	13.770	23.663	72%	-7%	(a) Doanh thu 9T 2025 tăng 125% YoY, được thúc đẩy bởi sự 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, và các dự án điện gió ngoài khơi khác. (b) Dựa theo kết quả doanh thu 9T 2025, hoàn thành 60% dự báo cả năm của chúng tôi.
Vận hành và bảo trì (O&M)	2.767	2.906	5%	0%	
Khác	646	484	-25%	-29%	
LN gộp	1.065	1.501	41%	-8%	
OSV	223	266	19%	2%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	133	153	15%	5%	
Khảo sát địa chấn và ROV	58	95	64%	49%	(b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Cần cẩu cảng dịch vụ	310	372	20%	4%	
M&C	116	414	256%	-7%	
O&M	154	145	-6%	-47%	(b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Khác	71	56	-20%	-29%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-95	-102	7%	-27%	
Chi phí quản lý (G&A)	-1.235	-1.449	17%	3%	(a) Chúng tôi giả định ước tính dự phòng bổ sung 250 tỷ đồng liên quan đến tiền thuê đất của Sao Mai Bến Đình (PSB) (xem Phụ lục 7, trang 19).
LN từ HĐKD	-265	-50	N.M.	N.M	
Thu nhập tài chính	569	885	56%	0%	(b) Kết quả 9T đạt 795 tỷ đồng, chúng tôi giả định không có lãi tỷ giá trong quý 4. Trong 9T 2025, PVS ghi nhận lãi tỷ giá 521 tỷ đồng, tăng 2,6 lần YoY do doanh thu điện gió ngoài khơi tăng, cũng như doanh thu hạch toán bằng USD tiềm năng từ Lô B.
Chi phí tài chính	-217	-112	-48%	-49%	(b) Kết quả 9T là 87 tỷ đồng.
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	864	876	1%	8%	(b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	603	0	-100%	N.M.	(a) Trong năm 2024, PVS có 311 tỷ đồng từ giảm nợ nhà cung cấp liên quan đến Công ty TNHH Khảo sát Địa vật lý PTSC CGGV (51% sở hữu bởi PVS) sau khi giải thể, và 259 tỷ đồng từ hoàn nhập dự phòng bảo hành.
LNTT	1.553	1.599	3%	2%	
LNST trước lợi ích CĐTTS	1.255	1.247	-1%	2%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	1.070	1.225	15%	18%	(a) Chúng tôi giả định không có lợi nhuận khác trong năm 2025, điều này khiến dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo giảm. (b) Do lợi ích CĐTTS thấp hơn dự kiến, lợi ích CĐTTS thiếu số 9T là +63 tỷ đồng so với dự báo cả năm trước đây của chúng tôi là -179 tỷ đồng.
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi (*)	1.022	1.420	39%	15%	(a) Được thúc đẩy bởi lợi nhuận gộp mảng M&C tăng 3,5 lần YoY, với doanh thu tăng 72% YoY và biên lợi nhuận gộp tăng lên 1,8% so với 0,8% trong năm 2024 và thu nhập tài chính tăng 55%. (b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) nâng dự báo lợi nhuận cho phân khúc khảo sát địa chấn & ROV, (2) chi phí tài chính thấp hơn, và (3) lợi ích CĐTTS thấp hơn.

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTTS 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. Điều này bù đắp cho khoản trích lập dự phòng một lần trị giá 250 tỷ đồng cho Sao Mai Bến Đình, được ghi nhận trong mục chi phí SG&A.

Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTS dự kiến tăng 19% YoY, dẫn dắt bởi mảng M&C và khoản bồi thường hợp đồng

Hình 2: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	Dự báo 2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Diễn giải: (a) Tăng trưởng so với cùng kỳ (b) Các thay đổi trong dự báo
Doanh thu thuần	33.967	38.716	14%	-5%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu M&C tăng 17% YoY và doanh thu từ các mảng khác cao hơn, được hỗ trợ bởi xu hướng tăng trưởng trong các hoạt động thăm dò và khai thác (E&P).
OSV	1.772	1.949	10%	-18%	
Dịch vụ quản lý	2.725	2.997	10%	5%	
FPSO/FSO					
Khảo sát địa chấn và ROV	558	614	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.860	1.953	5%	4%	
M&C	23.663	27.644	17%	-5%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) sự đóng góp mới từ các dự án, bao gồm Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B, Nam Du–U Minh, Khánh Mỹ–Đầm Dơi, hợp đồng điện gió ngoài khơi tại Hàn Quốc, và Kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 2; và (2) giai đoạn cao điểm thi công của Lô B và Lạc Đà Vàng. (b) Phản ánh việc loại bỏ hợp đồng điện gió ngoài khơi Đài Loan trị giá 450 triệu USD.
O&M	2.906	3.051	5%	0%	
Khác	484	508	5%	-29%	
LN gộp	1.501	1.914	28%	1%	
OSV	266	292	10%	3%	
Dịch vụ quản lý	153	225	47%	5%	
FPSO/FSO					
Khảo sát địa chấn và ROV	95	104	10%	49%	(b) Dựa theo kết quả biên lợi nhuận gộp 9T 2025 đạt 18,1%. Chúng tôi điều chỉnh tăng biên lợi nhuận gộp cho mảng này lên 17,0% (từ mức 11,4%). Chúng tôi tin rằng xu hướng này là bền vững, được hỗ trợ bởi chi phí nhiên liệu thấp hơn và sự đóng góp khảo sát điện gió ngoài khơi ngày càng tăng.
Cần cẩu cảng dịch vụ	372	391	5%	4%	
M&C	414	553	34%	-5%	(a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận cải thiện lên 2,0% (+0,2 điểm % YoY) so với mức lịch sử 4%.
O&M	145	290	100%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp phục hồi lên 9,5% - mức trung bình lịch sử của mảng này.
Khác	56	59	5%	-29%	
Chi phí bán hàng	-102	-136	33%	-16,5%	(a) Phản ánh việc mở rộng ra nước ngoài và chi phí marketing cao hơn. (b) Dựa theo kết quả 9T 2025.
Chi phí G&A	-1.449	-1.367	-6%	-0,7%	
LN từ HĐKD	-50	412	N.M.	14%	
Thu nhập tài chính	885	722	-18%	0%	
Chi phí tài chính	-112	-136	21%	-45%	(a & b) Chủ yếu được do lỗi tỷ giá thấp hơn so với cùng kỳ.
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	876	851	-3%	0%	
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	0	200	N.M	N.M.	(a & b) Chúng tôi giả định 100 tỷ đồng tiền bồi thường cho hợp đồng EPC 35 chân đế/móng bị hủy thuộc dự án điện gió ngoài khơi Formosa tại Đài Loan và 100 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng bảo hành cho dự án khí Sao Vàng-Đại Nguyệt.
LNTT	1.599	2.049	28%	15%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.247	1.598	28%	15%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.225	1.462	19%	15%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi lợi nhuận gộp mảng M&C tăng 34% YoY, được hỗ trợ bởi doanh thu tăng 17% YoY từ lượng backlog lớn, và biên lợi nhuận gộp tăng lên 2,0% (+0,2 điểm % YoY), cùng với lợi nhuận O&M cao hơn. Ngoài ra, chúng tôi giả định không có chi phí một lần trong năm 2026 so với chi phí dự phòng một lần 250 tỷ đồng trong năm 2025 liên quan đến tiền thuê đất Sao Mai – Bến Đình (PSB). Các yếu tố này bù đắp nhiều hơn cho thu nhập tài chính ước tính thấp hơn. (b) Chủ yếu được thúc đẩy bởi lãi tỷ giá ròng cao hơn và việc hợp nhất 100 tỷ đồng tiền bồi thường cho dự án điện gió ngoài khơi bị hủy, vốn lớn hơn dự báo lợi nhuận gộp M&C thấp hơn 5% của chúng tôi.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)	1.420	1.462	3%	15%	(a) Được thúc đẩy bởi doanh thu M&C tăng 17% YoY và doanh thu từ các mảng khác cao hơn, được hỗ trợ bởi xu hướng tăng trưởng trong các hoạt động thăm dò và khai thác (E&P).

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTS 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 8% giả định backlog M&C giai đoạn 2025–2029 xuống 5,3 tỷ USD, phản ánh việc loại bỏ hợp đồng điện gió ngoài khơi trị giá 450 triệu USD từ Đài Loan. Theo PVS, khách hàng đã quyết định chấm dứt dự án để tuân thủ các yêu cầu nội địa hóa mới được áp dụng và sẽ bồi thường cho PVS tương ứng. Bộ Kinh tế (MoEA) tại Đài Loan đã nâng tỷ lệ nội địa hóa lên 60% cho vòng đấu thầu Vòng 3. Bất chấp sự điều chỉnh ngắn hạn này, chúng tôi duy trì quan điểm về sự phục hồi mạnh mẽ của mảng M&C điện gió ngoài khơi từ năm 2027, được hỗ trợ bởi các đợt đấu thầu quy mô lớn sắp tới tại Việt Nam, Hàn Quốc và các thị trường khác (trang 15).

Triển vọng M&C trung hạn của PVS vẫn khả quan: Chúng tôi ước tính PVS đã đảm bảo 3,0 tỷ USD trong các hợp đồng đã ký (56% giả định backlog giai đoạn 2025–2029 của chúng tôi). Con số này bao gồm 1,6 tỷ USD từ các dự án điện gió ngoài khơi (65% giả định backlog điện gió ngoài khơi của chúng tôi) và 1,0 tỷ USD từ Lô B, 356 triệu USD từ Lạc Đà Vàng và 388 triệu USD từ Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B, lần lượt tương đương 47%/17%/19% giả định backlog dầu khí của chúng tôi. Kế hoạch tổng doanh thu giai đoạn 2026–30 của PVS là 150–160 nghìn tỷ đồng (+40–50% so với giai đoạn 2021–25), củng cố khả năng ghi nhận lợi nhuận vững chắc của công ty.

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	900	960	973	653	1.009	4.495
I	Dự án dầu khí	290	624	734	593	101	42	2.094
1	Gallaf – Giai đoạn 3 (Qatar)	75	5	0	0	0	0	5
2	Lạc Đà Vàng*	39	215	75	11	15	0	317
3	Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B	0	19	116	251	0	0	386
4	Lô B*	176	385	418	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	227	380	551	968	2.401
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	0	0	0	0	0
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	112	267	283	120	847
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	77
C = A+B	Tổng cộng (triệu USD)	545	966	1.073	1.240	935	1.129	5.343

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 đỏ là hợp đồng mới hủy).

Cập nhật dự báo dài hạn

Chúng tôi nâng dự báo tổng LNST sau lợi ích CDTS thêm 7%, được thúc đẩy bởi: (1) Dự phóng lãi tỷ giá ròng cao hơn; (2) Lợi nhuận cao hơn từ mảng khảo sát địa chấn & ROV dựa theo kết quả 9T 2025; và (3) 100 tỷ đồng tiền bồi thường cho dự án điện gió ngoài khơi bị hủy. Những yếu tố này nhiều hơn cho giả định backlog M&C thấp hơn 8% của chúng tôi. LNST được báo cáo 9T 2025 đã hoàn thành 98% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi.

Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo lãi tỷ giá cho giai đoạn 2026–2029 thêm 280 tỷ đồng (70 tỷ đồng/năm), do chúng tôi tin rằng PVS sẽ tiếp tục hưởng lợi từ doanh thu hạch toán bằng USD ở nước ngoài. Chúng tôi dự phóng lãi tỷ giá 200 tỷ đồng/năm so với mức trung bình lịch sử 2023–2024 là 170 tỷ đồng và mức nền cao năm 2025 là 477 tỷ đồng.

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

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng cộng
Lãi tỷ giá	477	200	200	200	200	1.277
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	65	60	65	65	65	
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS mới	1.225	1.462	1.686	1.987	2.326	8.687
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS cũ	1.038	1.271	1.751	1.846	2.212	8.117
% thay đổi dự báo	18,1%	15,0%	-3,7%	7,7%	5,2%	7,0%

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 nâng giá mục tiêu đối với PVS thêm 8% lên 45.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu cao hơn phản ánh mức tăng 7% trong dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2025–2029 của chúng tôi, và tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2026.

Hình 5: Tổng hợp định giá

Định giá CKDT	
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	47.400
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế	5%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	45.000
Dự phóng P/E báo cáo năm 2025/2026 tại giá mục tiêu	21,9x/18,4x

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	3.795
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)	5.261
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	GTTH của DTTD và GT cuối	9.057
Chi phí VCSH %	16,4	16,4	Tăng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	16.968
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	Giảm: Nợ vay	1.646
Mức thuế doanh nghiệp %	22,0	22,0	Giảm: Lợi ích CĐTTS	1.728
Nợ vay %	20,0	20,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	22.650
VCSH %	80,0	80,0	Pha loãng (triệu)	478
WACC %	14,4	14,4	Giá trị CKDT/CP (đồng)	47.400

Nguồn: Dự báo của Vietcap

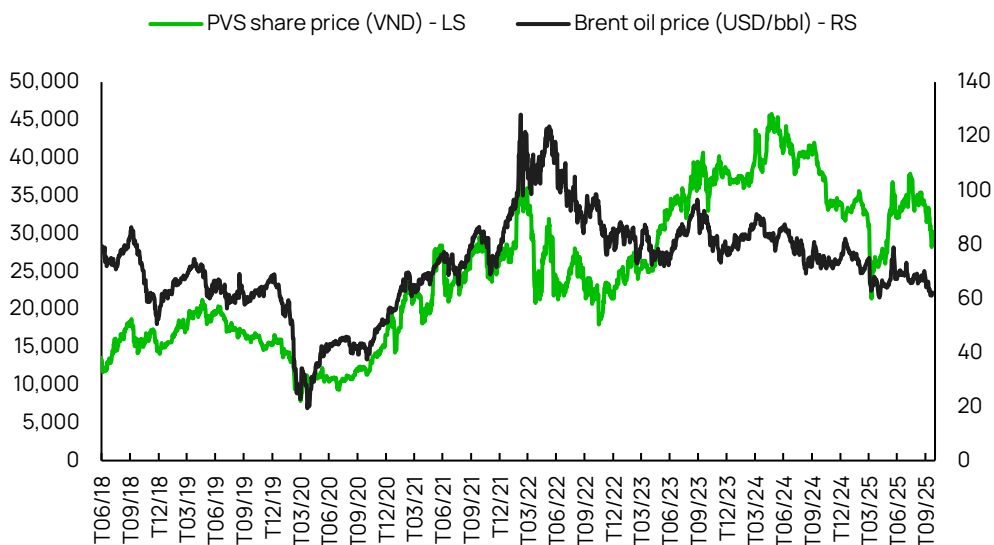
Hình 7: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
LN từ HĐKD	826	1.463	1.793	2.239	2.650	2.506
Từ PVS	-50	612	971	1.406	1.796	1.941
Từ liên doanh FSO/FPSO (*)	876	851	822	833	854	565
+ Khấu hao	1.392	1.468	1.674	1.733	1.792	1.851
Từ PVS	917	983	1.042	1.101	1.160	1.219
Từ liên doanh FSO/FPSO	475	485	632	632	632	632
- Thuế	-182	-322	-394	-493	-583	-551
- Vốn đầu tư XDCB	-1.451	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047
Từ PVS	-1.451	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047
Từ liên doanh FSO/FPSO	0	0	0	0	0	0
- Thay đổi vốn hoạt động	-542	-1.071	314	1.211	-396	-546
Dòng tiền tự do (DTTD)	44	-508	1.340	2.644	1.417	1.213
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD		-445	1.024	1.767	828	620
Tổng GTHT của DTTD		-445	580	2.347	3.175	3.795

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

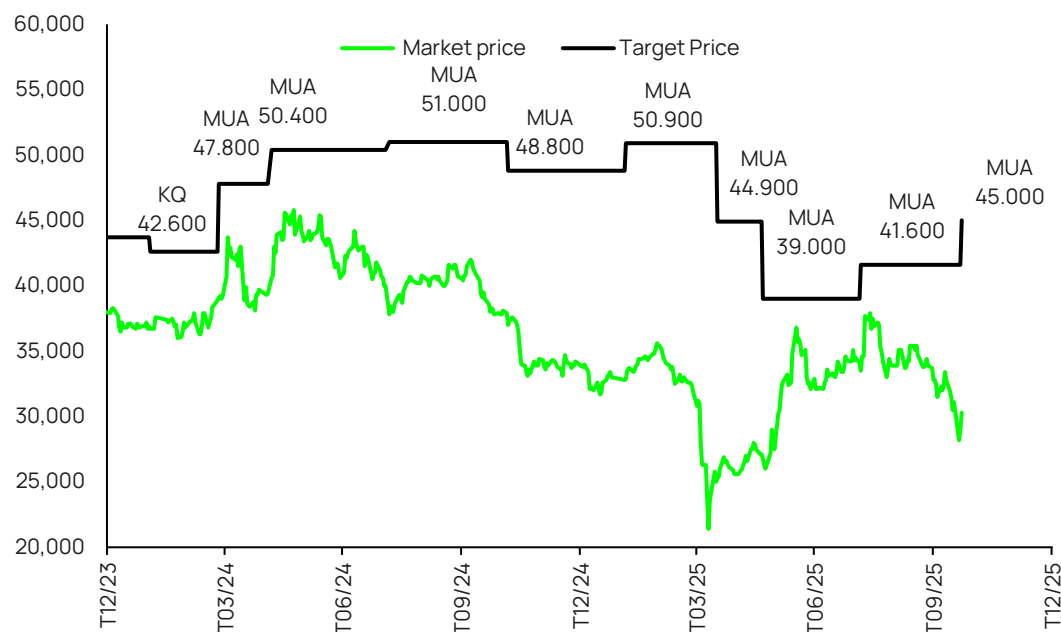


Nguồn: FiinPro, Vietcap

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

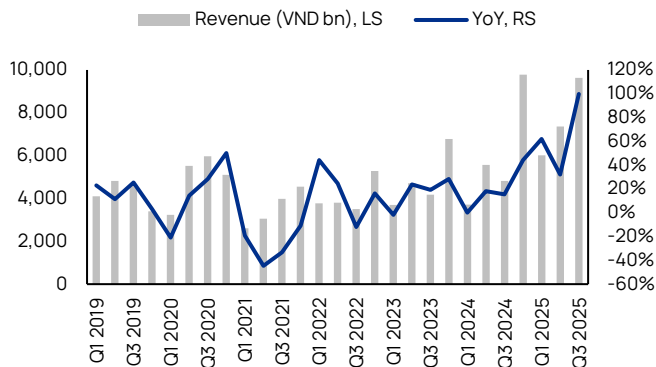
Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu PVS (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

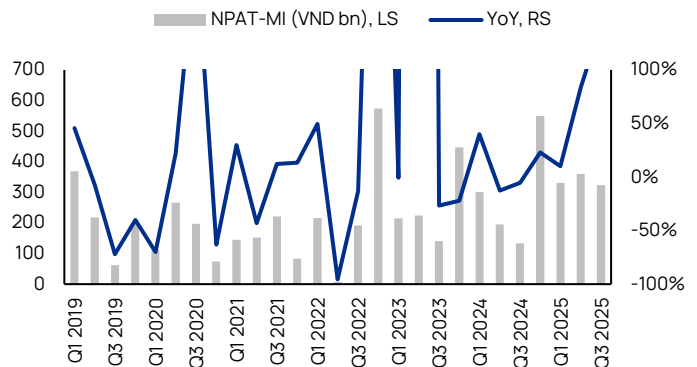
KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu theo quý của PVS



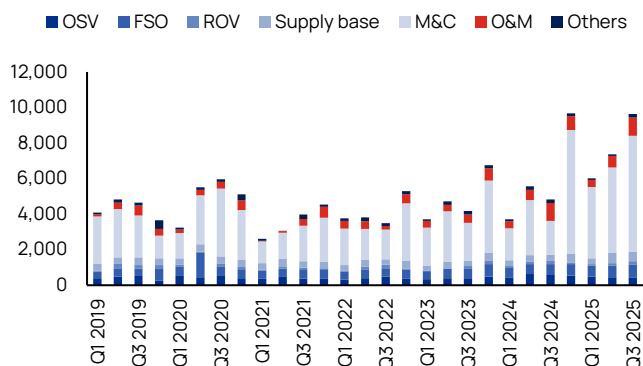
Nguồn: PVS, Vietcap

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



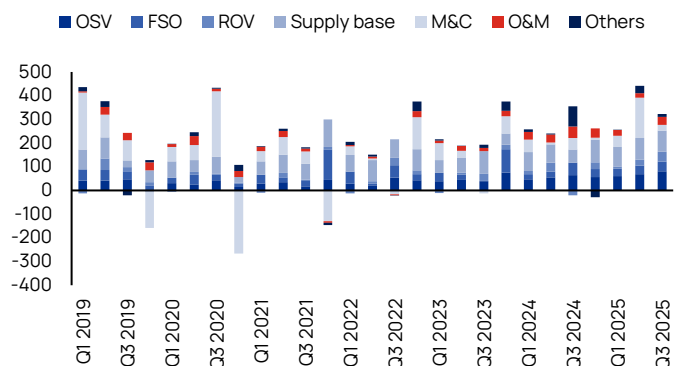
Nguồn: PVS, Vietcap

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



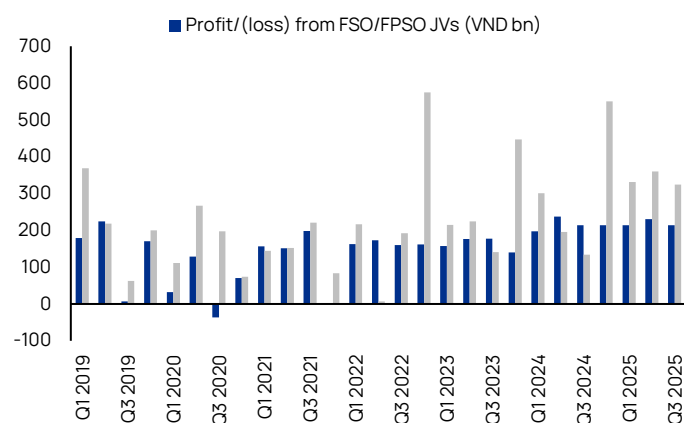
Nguồn: PVS, Vietcap

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



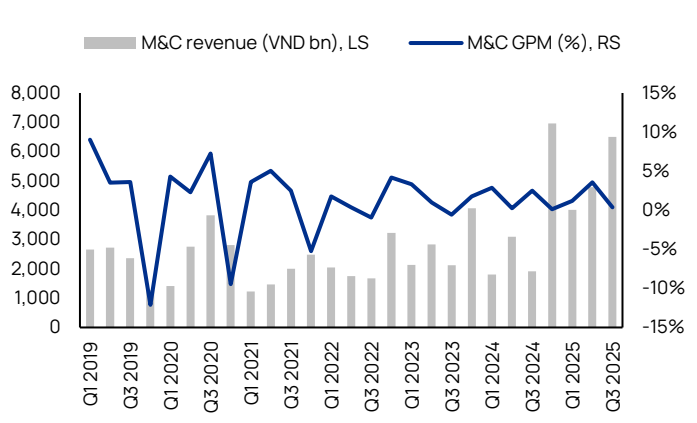
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 15: Doanh thu và biên lợi nhuận 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 HBKD. 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	33.967	38.716	45.232
Giá vốn hàng bán	-22.705	-32.466	-36.802	-42.778
Lợi nhuận gộp	1.065	1.501	1.914	2.453
Chi phí bán hàng	-95	-102	-136	-199
Chi phí quản lí DN	-1.235	-1.449	-1.367	-1.484
LN từ HĐKD	-265	-50	412	771
Thu nhập tài chính	569	885	722	743
Chi phí tài chính	-217	-112	-136	-173
Trong đó, chi phí lãi vay	-64	-68	-92	-129
Lợi nhuận từ công ty LDLK	864	876	851	822
Lợi nhuận/(chi phí) khác	603	0	200	200
LNTT	1.553	1.599	2.049	2.363
Thuế TNDN	-299	-352	-451	-520
LNST trước lợi ích CĐTS	1.255	1.247	1.598	1.843
Lợi ích CĐTS	-185	-22	-136	-157
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.070	1.225	1.462	1.686
EBITDA	336	867	1.395	1.813
EPS báo cáo, VND	1.532	2.051	2.447	2.821
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	1.464	2.377	2.447	2.821
EPS pha loãng, VND	1.532	2.051	2.447	2.821
DPS, VND	700	0	0	700
DPS/EPS (%)	46%	0%	0%	25%
(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường				

TỶ LỆ	2024	2025F	2026F	2027F
Tăng trưởng				
Doanh thu	22,7%	42,9%	14,0%	16,8%
LN từ HĐKD	N.M.	N.M.	N.M.	87,1%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (1)	-0,4%	38,9%	2,9%	15,3%
EPS cốt lõi (1)	-11,6%	62,4%	2,9%	15,3%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	4,5%	4,4%	4,9%	5,4%
Biên LN từ HĐKD %	-1,1%	-0,1%	1,1%	1,7%
Biên EBITDA %	1,4%	2,6%	3,6%	4,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	4,5%	3,6%	3,8%	3,7%
ROE %	7,6%	8,1%	8,9%	9,3%
ROA %	3,5%	3,5%	3,9%	4,1%
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	1,8	1,8	1,7
CS thanh toán nhanh	1,6	1,6	1,5	1,5
CS thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,7	0,7
Nợ/Tài sản	4,9%	7,1%	9,7%	11,7%
Nợ/Vốn sử dụng	10,1%	13,9%	18,1%	21,2%
Nợ/Vốn CSH	-100,6%	-89,3%	-69,4%	-61,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	-4,1x	-0,7x	4,5x	6,0x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền và tương đương	11.422	11.077	10.490	11.655
Đầu tư TC ngắn hạn	3.886	4.358	4.358	4.358
Các khoản phải thu	6.244	6.049	6.895	8.055
Hàng tồn kho	1.830	2.360	3.179	3.109
TS ngắn hạn khác	500	500	500	500
Tổng TS ngắn hạn	23.882	24.345	25.422	27.678
TS dài hạn (gộp)	14.154	15.606	17.652	19.699
- Khấu hao lũy kế	-10.567	-11.484	-12.467	-13.509
TS dài hạn (ròng)	3.588	4.122	5.186	6.190
Đầu tư TC dài hạn	4.730	5.306	6.634	7.947
TS dài hạn khác	1.876	1.876	1.876	1.876
Tổng TS dài hạn	10.195	11.305	13.695	16.013
Tổng Tài sản	34.077	35.650	39.117	43.691
Phải trả ngắn hạn	4.654	4.447	5.041	6.446
Nợ ngắn hạn	869	920	963	1.056
Nợ ngắn hạn khác	8.415	8.415	8.415	8.415
Tổng nợ ngắn hạn	13.938	13.782	14.419	15.917
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	19.997	21.866	24.597
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	9.640	11.102	12.788
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	1.171	1.193	1.330	1.487
Vốn chủ sở hữu	14.740	15.653	17.251	19.094
Tổng cộng nguồn vốn	34.077	35.650	39.117	43.691
CP lưu hành cuối năm (tr)	478	478	478	478

LCTT (tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F
Tiền đầu năm	5.757	11.422	11.077	10.490
Thu nhập ròng	1.070	1.225	1.462	1.686
Khấu hao	601	917	983	1.042
Thay đổi vốn lưu động	2.814	-542	-1.071	314
Điều chỉnh khác	-143	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	4.343	1.601	1.374	3.042
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-881	-1.451	-2.047	-2.047
Đầu tư, ròng	1.943	-1.048	-1.327	-1.314
Tiền từ HĐ đầu tư	1.062	-2.499	-3.374	-3.360
Cổ tức đã trả	-379	-335	0	0
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-307	51	42	94
Tăng (giảm) nợ dài hạn	226	816	1.233	1.233
Tiền từ các hoạt động TC khác	658	22	136	157
Tiền từ hoạt động TC	198	555	1.411	1.483
Tổng lưu chuyển tiền tệ	5.664	-344	-588	1.165
Tiền cuối năm	11.422	11.077	10.490	11.655

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	0,6%	4,5%	2,4%	8,5%	27,1%	1,6%	4,2%

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.

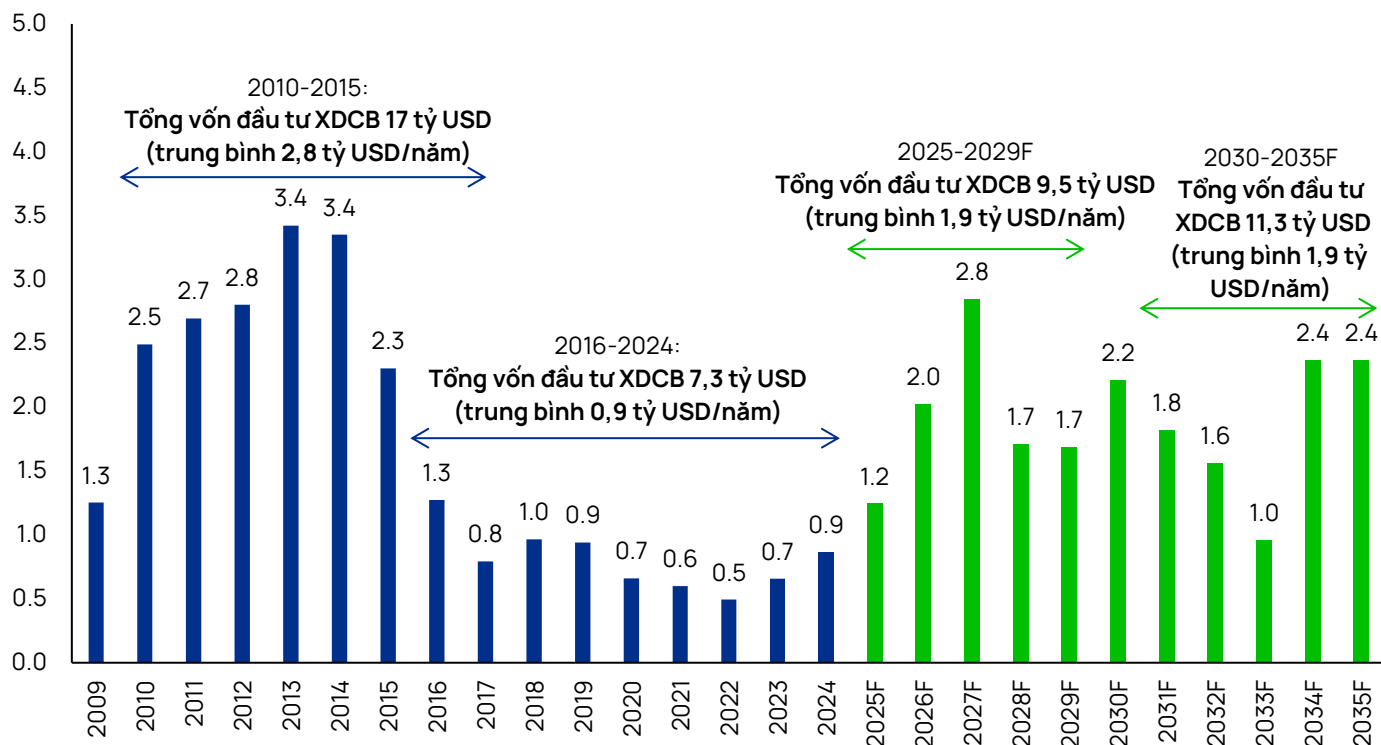
FSO Lô B: Chúng tôi ước tính giá thuê ngày là 95.000 USD (thấp hơn 5% so với dự báo trước đây của chúng tôi là 100.000 USD). Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư của PVS vào tháng 5, công ty cho biết công ty đã giành được hợp đồng FSO Lô B thông qua liên doanh với Yinson (51%-49%). FSO có thời hạn thuê 14 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: Chúng tôi duy trì quan điểm về đà phục hồi tích cực của hoạt động thăm dò & khai thác trong nước sẽ hỗ trợ khối lượng công việc của PVS

Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN) báo cáo vốn đầu tư XDCB 9T 2025 đạt 34,4 nghìn tỷ đồng (+45% YoY), tương đương 68% kế hoạch cả năm. PVN đặt mục tiêu vốn đầu tư XDCB kỷ lục 50,9 nghìn tỷ đồng (+32% YoY) vào năm 2025, gần gấp đôi mức đỉnh năm 2015, với 74% được phân bổ cho các dự án lớn như Lô B, nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất và các nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4. Chúng tôi kỳ vọng giải ngân sẽ tăng tốc hơn nữa trong quý 4 với việc khởi công nhà máy điện Ô Môn 4 vào tháng 8.

Đại dự án điện khí Cá Voi Xanh (vốn đầu tư 5 tỷ USD) đang tiến triển tích cực. Vào ngày 8/10, Phó Thủ tướng Bùi Thanh Sơn đã yêu cầu một tổ công tác đẩy nhanh đàm phán với Exxon Mobil của Hoa Kỳ để thực hiện dự án và PVN hoàn tất kế hoạch phát triển trong tháng 10. Chúng tôi dự phóng dự án này sẽ nhận được FID (Quyết định đầu tư cuối cùng) vào năm 2027-28.

Hình 17: Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động thăm dò & khai thác của Vietnam (tỷ USD)



Nguồn: Nguồn tin trong ngành, ước tính của Vietcap (ước tính mức giảm chi phí vốn trong giai đoạn 2032-2033 phản ánh mức tái đầu tư bình thường sau khi hoàn thành các dự án hiện tại. Chi phí vốn thực tế có thể cao hơn những dự báo này khi có thêm nhiều dự án được công bố.)

Phụ lục 3: Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về tiềm năng điện gió ngoài khơi ở nước ngoài với khả năng đa dạng hóa trong tương lai của PVS sang Hàn Quốc, Nhật Bản và EU thay vì Đài Loan

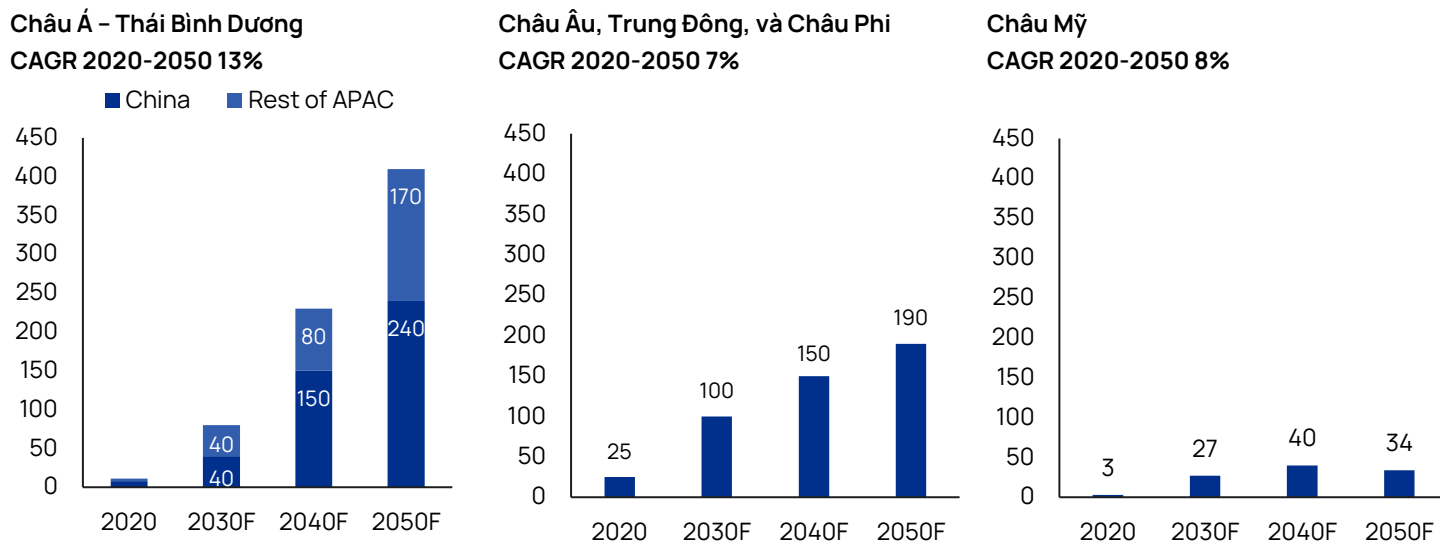
Hội đồng Năng lượng Gió Toàn cầu (GWEC) dự báo công suất điện gió ngoài khơi sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2025-2034

Theo GWEC, công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu đã tăng năm thứ 4 liên tiếp, đạt mức kỷ lục 83 GW vào cuối năm 2024 (+10,7% YoY). Tuy nhiên, động lực tăng trưởng đã chững lại khi chỉ có 8 GW công suất mới được kết nối, thấp hơn 26% so với 10,8 GW được bổ sung vào năm 2023. GWEC cũng cắt giảm 24% triển vọng ngắn hạn (2025) so với dự báo năm ngoái, với lý do chính sách không chắc chắn tại Hoa Kỳ, đấu giá thất bại tại Anh và Đan Mạch, trì hoãn lưới điện ở Châu Âu, và quá trình vận hành chậm hơn trên khắp Châu Á-Thái Bình Dương.

Trong tương lai, GWEC dự phóng thị trường điện gió ngoài khơi sẽ duy trì đà tăng trưởng trung hạn mạnh mẽ với CAGR 21% cho giai đoạn 2025-2034, bổ sung khoảng 350 GW (35 GW mỗi năm, gấp 4 lần so với năm 2024) công suất mới và nâng tổng công suất lắp đặt ngoài khơi lên 441 GW vào năm 2034. Tăng trưởng ngắn hạn sẽ vẫn tập trung ở Châu Âu và Trung Quốc, nhưng báo cáo nhấn mạnh hoạt động gia tăng ở Châu Á-Thái Bình Dương và Mỹ Latinh, cho thấy sự đa dạng hóa dần của chuỗi cung ứng điện gió ngoài khơi toàn cầu.

McKinsey dự báo công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu sẽ tăng 16 lần (40 GW trong năm 2020 lên 630 GW vào 2050), với khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tăng mạnh 37 lần (11 GW lên 410 GW).

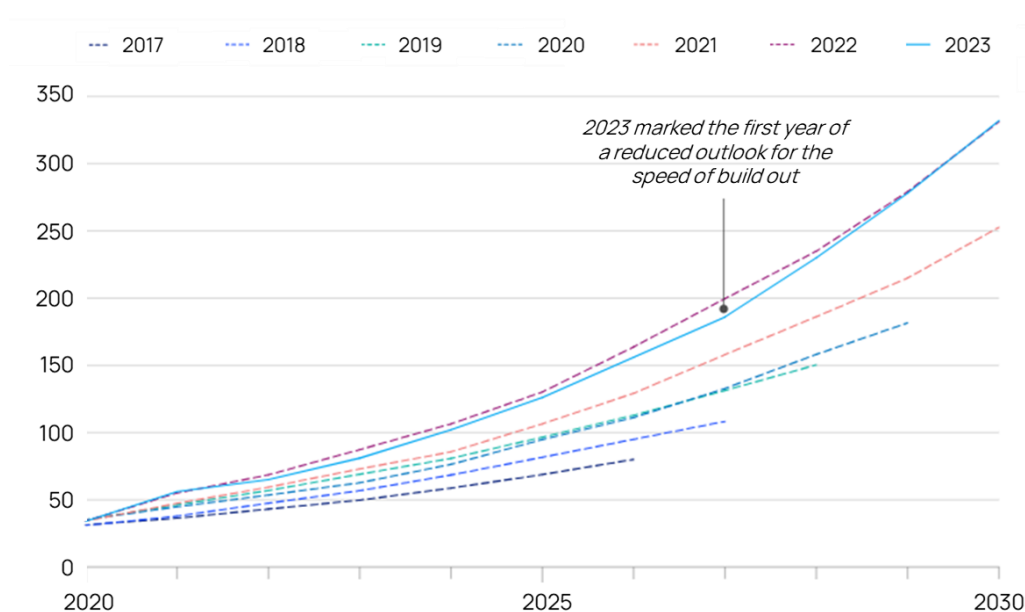
Hình 18: Dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi (GW), kịch bản cơ sở năm 2021



Nguồn: McKinsey, Vietcap

Chúng tôi duy trì quan điểm về tiềm năng tăng trưởng đáng kể của 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 dự báo trước đây là 250 GW được công bố vào năm 2021.

Hình 19: Công suất lắp đặt toàn cầu dự phóng (GW) theo năm của dự báo của McKinsey



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

Điện gió ngoài khơi trong nước với vốn đầu tư tiềm năng 10-30 tỷ USD đang tăng tốc nhờ Nghị quyết 70

Hoạt động phát triển điện gió ngoài khơi tại Việt Nam đang ghi nhận đà tăng mạnh sau khi Nghị quyết 70-NQ/TW về an ninh năng lượng quốc gia được ban hành. Điều này củng cố cam kết dài hạn của Chính phủ đối với năng lượng tái tạo. Khung pháp lý đã tiến triển nhanh chóng với một loạt các cột mốc quan trọng:

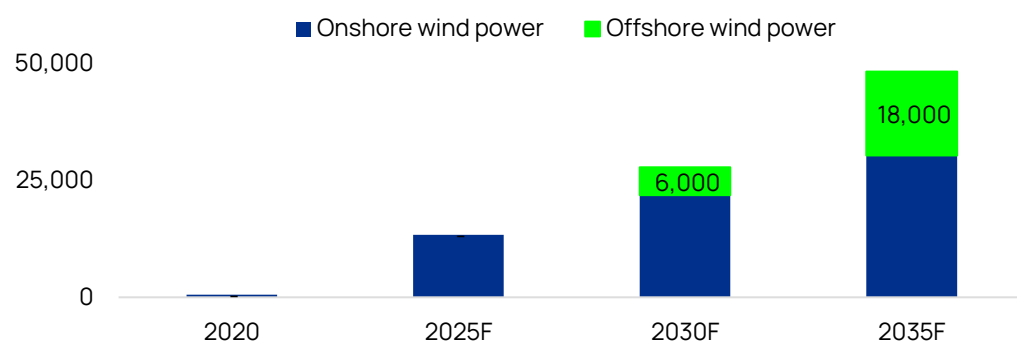
- **Tháng 6/2024 – Nghị quyết 139/2024/QH15:** Thông qua Quy hoạch Không gian biển quốc gia thời kỳ 2021–2030 (tầm nhìn đến 2050), mở ra 34.000 ha diện tích biển để khuyến khích phát triển điện gió ngoài khơi.
- **Tháng 2/2025 – Nghị định 37/NĐ-CP:** Đưa ra kế hoạch thực hiện quy hoạch không gian biển (2026–2030), yêu cầu xác định các khu vực ưu tiên cho điện gió ngoài khơi.
- **Tháng 3/2025 – Nghị định 58/NĐ-CP:** Hướng dẫn Luật Điện lực về phát triển điện năng lượng tái tạo, quy định 80% sản lượng điện gió ngoài khơi sẽ được bao tiêu.
- **Tháng 6/2025 – Quyết định 1824/QĐ-BCT:** Phê duyệt giá điện gió ngoài khơi 3.641 đồng/kWh (khoảng 14,2 US cents/kWh), cao hơn giá LNG năm 2025 (3.327 đồng/kWh), thiết lập cơ sở định giá quan trọng cho đầu tư.

Đến năm 2025–2026, chúng tôi kỳ vọng Chính phủ sẽ hoàn thiện và ban hành quy hoạch không gian biển (yếu tố nền tảng trong tất cả các thị trường), các quy tắc đấu thầu cạnh tranh và cấp phép khảo sát, mở đường cho việc xây dựng quy mô lớn bắt đầu trong giai đoạn 2028–2035. Theo Ngân hàng Thế giới, Việt Nam có tiềm năng kỹ thuật gần 600 GW điện gió ngoài khơi ở vùng nước gần bờ, trong khi cơ quan quản lý hàng hải của đất nước ước tính một con số lớn hơn là 1.068 GW trong toàn bộ Vùng đặc quyền kinh tế.

Theo sau Nghị quyết 70, Chính phủ đang dự thảo một nghị quyết mới, dành riêng cho các dự án điện gió ngoài khơi, điều mà chúng tôi tin rằng sẽ đẩy nhanh nhiều dự án được đề xuất như dưới đây:

- PVN - Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) (Đan Mạch) đang phát triển dự án La Gàn (3,5 GW), tổng vốn đầu tư 10,5 tỷ USD.
- Enterprise Energy (EE) (Vương quốc Anh) đang phát triển dự án Thăng Long Wind (3,5 GW), tổng vốn đầu tư 11,9 tỷ USD. EE đã được cấp giấy phép khảo sát từ năm 2019 và kỳ vọng vận hành thương mại từ năm 2029.
- REE đã trình Chính phủ một dự án phát triển 10 GW điện gió ngoài khơi ở khu vực phía Nam vào năm 2040, với vốn đầu tư dự kiến 35–40 tỷ USD (REE đóng góp khoảng 51% vốn, phần còn lại sẽ được huy động từ các đối tác). Kế hoạch được chia thành 3 giai đoạn: Giai đoạn 1 (2032) 2 GW, Giai đoạn 2 (2035) 3 GW, và Giai đoạn 3 (2036 – 2040) 5 GW.

Hình 20: Mục tiêu công suất điện gió của Việt Nam theo Quy hoạch Điện VIII, vốn đầu tư XDCB tiềm năng 10-30 tỷ USD (MW)



Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

Các diễn biến gần đây trên thị trường điện gió ngoài khơi Đài Loan

Theo PVS, khách hàng Đài Loan đã quyết định chấm dứt hợp đồng 450 triệu USD để tuân thủ yêu cầu nội địa hóa và sẽ thanh toán bồi thường, ước tính 100 tỷ đồng. Khoản này bù đắp một phần cho LNST tiềm năng khoảng 234 tỷ đồng từ dự án này trong giai đoạn 2026-2027 (giả định biên lợi nhuận ròng 2%).

Trong khi thị trường điện gió ngoài khơi Đài Loan vẫn rất hứa hẹn – với các mục tiêu 5,7 GW vào năm 2025, 13,1 GW vào năm 2030 (tương ứng CAGR 18% cho giai đoạn 2025-30), và 40-55 GW vào năm 2050 (tương ứng CAGR 8-10% cho giai đoạn 2025-50), các diễn biến gần đây báo hiệu rủi ro gia tăng về tiến độ thực hiện dự án chậm hơn.

Tính đến tháng 5/2025, chỉ có 2,8 GW được lắp đặt, chỉ đạt 49% mục tiêu năm 2025. Diễn biến này làm dấy lên lo ngại về khung thời gian thực hiện dự án và uy tín pháp lý của Đài Loan, đặt ra rủi ro giảm lợi nhuận dự kiến cho các nhà thầu và nhà cung cấp phụ thuộc vào thị trường này.

Các trở ngại chính bao gồm:

- Đài Loan loại bỏ biểu giá điện hỗ trợ (FITs) cho các dự án Vòng 3, yêu cầu các nhà phát triển phải tự đảm bảo tài chính thông qua các thỏa thuận mua bán điện doanh nghiệp (CPPAs).
- Bộ Kinh tế (MOEA) đã nâng tỷ lệ nội địa hóa lên 60% trong đấu thầu Vòng 3. Các nhà phát triển Châu Âu xem điều này là không khả thi, viện dẫn áp lực chi phí và xói mòn lợi nhuận, khiến một số nhà thầu phải giảm quy mô hoặc rút khỏi thị trường.
- Các vụ hủy bỏ công suất 900 MW gần đây (Tháng 4-Tháng 5/2025): Ba dự án - Haixia 1 (300 MW), Deshuai (240 MW), và Haiding 1 (360 MW) – đã không được phê duyệt do không đáp ứng các tiêu chí kỹ thuật và nội địa hóa. Chính phủ vẫn chưa làm rõ liệu công suất này có được phân bổ lại trong đợt đấu giá Vòng 3.3 sắp tới hay không.

Phụ lục 4: Các dự án điện hạt nhân của Việt Nam dẫn khả thi hơn với Nghị quyết 70

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 21: 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 vào năm 2034.

Hình 22: 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: Ước tính của Vietcap

Phụ lục 5: Tiềm năng điện gió ngoài khơi xuất khẩu điện sang Singapore của Việt Nam

Tháng 10/2023 – Singapore phê duyệt nhập khẩu điện tái tạo: Cơ quan Thị trường Năng lượng Singapore (EMA) đã phê duyệt có điều kiện cho Sembcorp để nhập khẩu 1,2 GW điện tái tạo từ Việt Nam qua cáp điện ngầm dài 1.000 km (10% nhu cầu điện hàng năm tại Singapore). Nguồn điện sẽ được tạo ra từ các trang trại điện gió ngoài khơi của Việt Nam (công suất ban đầu 2.300 MW; vốn đầu tư khoảng 5 tỷ USD) mà PVS và Sembcorp sẽ xây dựng song song, theo thỏa thuận phát triển chung (JDA) của 2 đơn vị. Dự án này chưa được bao gồm trong kế hoạch 6.000 MW của Bộ Công Thương Việt Nam.

Tháng 5/2025 – Mở rộng quy mô sang Malaysia: Ban đầu được thiết kế để xuất khẩu điện riêng sang Singapore, dự án đã mở rộng để xuất khẩu điện sang Malaysia thông qua hợp tác với Liên danh Năng lượng Malaysia (MYEC) – một liên doanh giữa Tenaga Nasional Berhad (TNB) và Petrolim Nasional Berhad (Petronas) – cùng với PVS và Sembcorp Utilities (Singapore). Các bên nhằm mục đích khai thác tiềm năng điện gió ngoài khơi của Việt Nam để cung cấp năng lượng sạch qua biên giới khu vực, đánh dấu sự chuyển dịch sang kết nối năng lượng đa phương trong ASEAN.

Tháng 8/2025 – Liên doanh cáp ngầm PVS–LSEE: PVS và LS Eco Energy Ltd. (LSEE) – một công ty con của LS Cable & System (Hàn Quốc), một trong những nhà sản xuất cáp điện áp cao hàng đầu thế giới – đã ký JDA để xây dựng nhà máy sản xuất cáp ngầm điện áp cao đầu tiên của Việt Nam. Cơ sở này sẽ sản xuất cáp được chứng nhận quốc tế cho các dự án năng lượng tái tạo, bao gồm cả dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi Việt Nam–Singapore–Malaysia trị giá 10 tỷ USD. PVS có kế hoạch vốn đầu tư 40 triệu USD cho liên doanh này, với tỷ lệ sở hữu vẫn chưa được chốt. Chúng tôi xem đây là một yếu tố hỗ trợ để giải quyết một trong những thành phần kỹ thuật khó khăn nhất của toàn bộ dự án.

Triển vọng dự án: Nghiên cứu khả thi cho hành lang xuất khẩu điện Việt Nam–Singapore–Malaysia đang được tiến hành, đặt mục tiêu hoàn thành vào năm 2026, tiếp theo là FID vào năm 2027 và vận hành thương mại vào năm 2033. Trong khi PVS chủ yếu sẽ đóng vai trò là nhà thầu EPC, ban lãnh đạo cho biết công ty cũng có thể tham gia với tư cách là nhà đầu tư, tùy thuộc vào khả năng sinh lời của dự án (tỷ lệ sở hữu trong trang trại gió vẫn chưa được quyết định). Nhìn chung, diễn biến này mang lại tiềm năng điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và định giá hiện tại của chúng tôi cho PVS.

Phụ lục 6: 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 thu hồi, sử dụng và lưu trữ khí CO2 - CCUS).

Tại ĐHCĐ năm 2025, PVS đã vạch ra kế hoạch dài hạn nhằm tăng vốn điều lệ từ 4,7 nghìn tỷ đồng lên 9 nghìn tỷ đồng (gấp 1,9 lần) và tiềm năng lên 13 nghìn tỷ đồng (gấp 2,7 lần) vào năm 2030. Việc tăng vốn có thể sẽ được thực hiện thông qua (1) cổ tức bằng cổ phiếu, (2) phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu, và (3) huy động vốn cổ phần từ các tổ chức quốc tế. Các chi tiết cụ thể vẫn chưa được công bố.

Hình 23: 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%

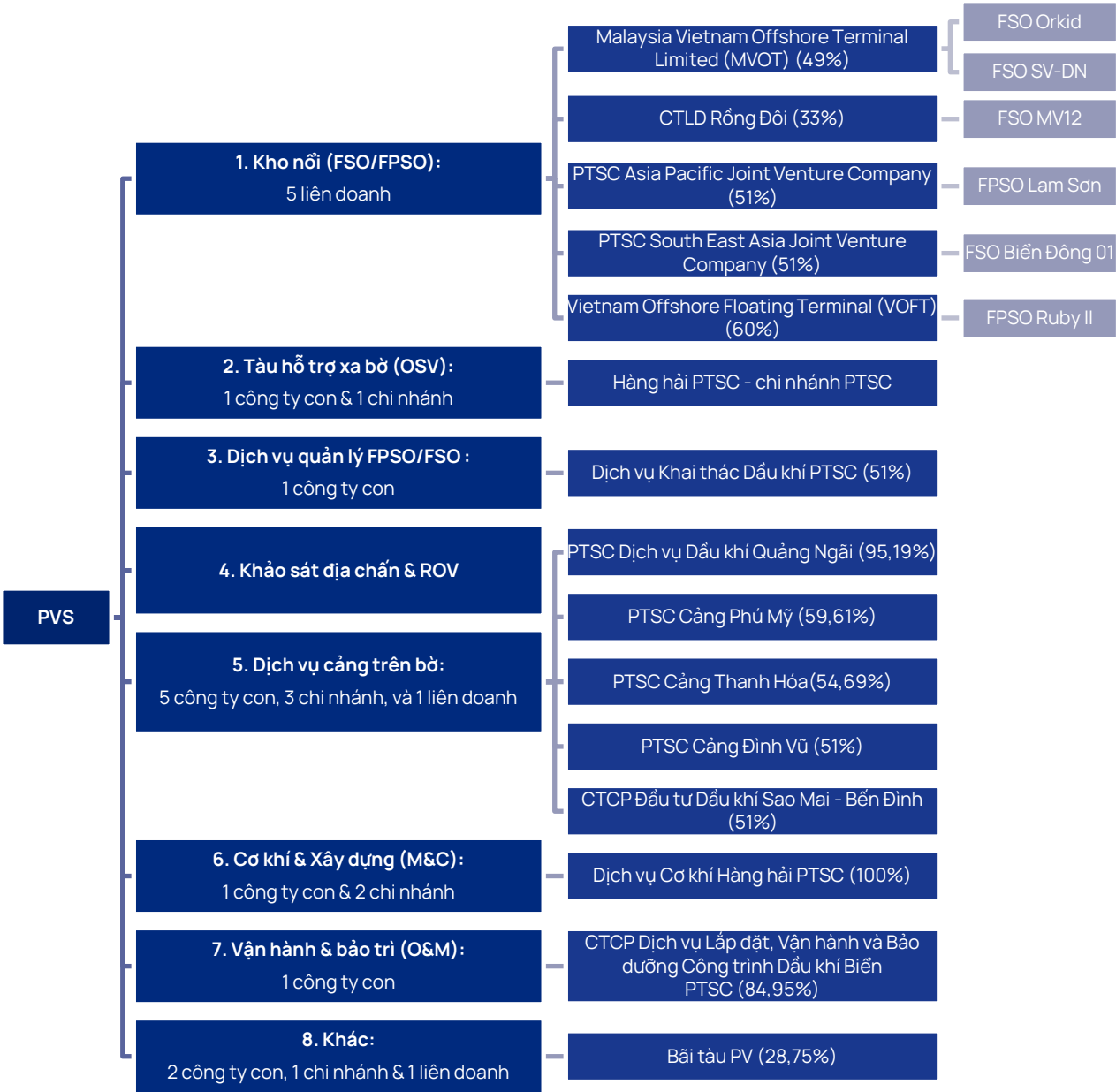
Nguồn: PVS, Vietcap

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 lao động chi phí thấp và lành nghề). 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 7: Cơ cấu doanh nghiệp

PVS có 11 công ty con, 7 công ty liên doanh và 7 chi nhánh.

Hình 24: 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 8: 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.

PSB đang tìm giải pháp nhằm miễn trừ tiền thuê đất bằng cách đề nghị dự án căn cứ cảng dịch vụ Sao Mai - Bến Đình được công nhận là dự án cảng biển thuộc danh mục dự án ưu đãi đầu tư đặc biệt được quy định trong Nghị định 118/2015. Vấn đề phát sinh là do Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư ban đầu của PSB đã không phân loại dự án là cơ sở cảng dịch vụ. Do đó, Cục Thuế Vũng Tàu - Côn Đảo đã yêu cầu PSB chuẩn bị và nộp tài liệu điều chỉnh lên Bộ Kế hoạch và Đầu tư để được cấp Giấy chứng nhận đăng ký đầu tư sửa đổi, phản ánh phạm vi mở rộng của việc xây dựng căn cứ cảng 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 báo cáo tài chính bán niên 2025 đã được kiểm toán của PVS, công ty đã nêu rằng cơ quan thuế ước tính tổng số tiền nợ tổn động liên quan đến dự án Sao Mai - Bến Đình là 626 tỷ đồng, bao gồm 449 tỷ đồng chi phí thuê đất và 177 tỷ đồng tiền phạt chậm nộp. PVS ước tính khoản thanh toán tối đa khoảng 500 tỷ đồng, một phần do sự khác biệt giữa diện tích đất thực tế sử dụng so với ước tính của cơ quan thuế.

- Trong năm 2024, PVS đã trích lập dự phòng 252 tỷ đồng trong mục **"dự phòng phải trả"**, dựa trên ước tính nội bộ của công ty về diện tích đất Giai đoạn 1 và thời gian sử dụng Giai đoạn 2. Công ty lưu ý rằng số tiền cuối cùng vẫn cần được xác nhận bởi cơ quan thuế.
- Trong 9T 2025, PVS đã ghi nhận bổ sung 242 tỷ đồng trong mục **"dự phòng nợ phải thu khó đòi"**, nhìn chung phù hợp với dự phóng 250 tỷ đồng của chúng tôi. Khoản tiền này liên quan đến vấn đề thuê đất tại Sao Mai - Bến Đình và đại diện cho một khoản thanh toán ứng trước sẽ được thu hồi từ các khách thuê - PTSC Shipyard và PVC-MS - theo các điều khoản hợp đồng.
- Lũy kế đến nay, PVS đã trích lập dự phòng tổng cộng 494 tỷ đồng.

Vấn đề về chi phí thuê đất ghi nhận chuyển biến tích cực, tương ứng với tiềm năng tăng dự báo lợi nhuận của chúng tôi. 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.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

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 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.

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 Vinh, 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 Thùy 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 Thục, 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
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

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

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.