

Mua vào (giữ nguyên)

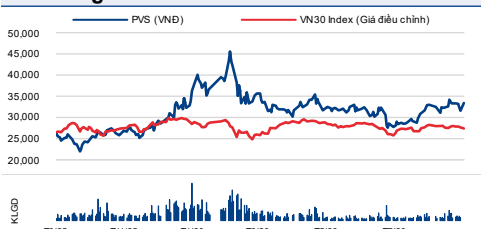
Giá mục tiêu: VNĐ45,000 (từ VNĐ45,833)

Tiềm năng tăng/giảm: 34.7%

Giá cổ phiếu (đồng) (28/9/2026)	33,400
Mã Bloomberg	PVS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,962-45,498
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	32,433
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,498
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	789
Slg CP lưu hành (tr.đv)	614
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	167
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	10.9%
Tỷ lệ freefloat	48.6%
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	1.22	6.88	26.5
So với chỉ số	4.40	11.7	21.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,000	2,910	3.1
2027F	2,885	2,632	9.6
2028F	3,172	2,650	19.7

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

Tỷ suất lợi nhuận mảng M&C cải thiện; giá trị hợp đồng chưa thực hiện tăng

- Là tập đoàn dịch vụ dầu khí hàng đầu Việt Nam, PVS giữ vai trò nhà thầu ưu tiên trong chương trình phát triển dự án của PVN - tập đoàn đầu ngành đồng thời là cổ đông lớn của Công ty. PVS đang đẩy mạnh chiến lược vươn ra thị trường quốc tế.
- Tỷ suất lợi nhuận mảng cơ khí & xây lắp (M&C) đang cải thiện từ mức đáy 0,84% trong năm 2024. Lợi nhuận HĐKD cốt lõi cũng sẽ được hỗ trợ nhờ năng lực triển khai ngày càng lớn giúp PVS đáp ứng khối lượng công việc gia tăng, đóng góp ổn định từ mảng FSO và khả năng tài chính linh hoạt nhờ lượng tiền mặt lớn. Theo dự báo của HSC, LNTT trong ba năm có tốc độ tăng trưởng kế hàng năm đạt 12,8%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 26,5% trong 12 tháng qua, PVS đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, vẫn thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm nhẹ giá mục tiêu xuống 45.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 34,7%.

Định giá rẻ; tiền mặt thuần tương đương 75% thị giá

Sau khi đánh giá lại toàn diện PVS, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và chỉ giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 45.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 34,7%. Cổ phiếu đang có định giá thấp. Đáng chú ý, tiền mặt thuần trên mỗi cổ phiếu hiện tương đương 75% thị giá. PVS là nhà thầu hàng đầu Việt Nam sở hữu năng lực bãi chế tạo, đội tàu nâng hạ hạng nặng và chứng nhận thi công lắp đặt ngoài khơi để triển khai các hợp đồng EPC quy mô lớn. Sau một thập kỷ mà những lợi thế này chưa tạo ra nhiều lợi nhuận, khối lượng công việc cuối cùng đã bắt đầu gia tăng.

Thế mạnh trong chế tạo kết cấu thép

PVS là tập đoàn dịch vụ dầu khí thượng nguồn hàng đầu Việt Nam, hoạt động với vai trò đơn vị cung cấp dịch vụ kỹ thuật chủ lực của Tập đoàn Công nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN). PVN sở hữu 51,38% cổ phần PVS, qua đó tạo cho Công ty vai trò chiến lược và vị thế nhà thầu ưu tiên trong chương trình phát triển các dự án thượng nguồn của PVN. Trong BCTC kiểm toán, PVS báo cáo bảy mảng hoạt động gồm: cơ khí & xây lắp (M&C); sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành và lắp đặt ngoài khơi (O&M); vận hành tàu FSO/FPSO; cảng dịch vụ & căn cứ cung ứng; tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí; khảo sát địa chấn, địa kỹ thuật và khảo sát bằng thiết bị điều khiển từ xa (ROV); và các hoạt động khác.

Tổng quan về ngành, thị trường và chiến lược

Thị trường tiềm năng của PVS gồm các mỏ dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam đang chuyển từ giai đoạn phát hiện sang phát triển, cùng với các hợp đồng chế tạo xuất khẩu mà Công ty giành được tại thị trường quốc tế. Trong phần này, HSC lần lượt phân tích các cơ hội dựa trên giá trị tiềm năng đối với PVS. Trước tiên là dự án Lô B - Ô Môn, dự án chiếm tỷ trọng lớn trong giá trị hợp đồng chưa thực hiện (và là luận điểm đầu tư chính đối với cổ phiếu trong 3 năm tới). Tiếp theo là danh mục hợp đồng tiềm năng của mảng cơ khí & xây lắp (bao gồm các gói thầu quốc tế); Luật Dầu khí sửa đổi (yếu tố có thể đẩy nhanh tiến độ chuyển đổi các dự án tiềm năng thành hợp đồng nhưng không làm thay đổi quy mô danh mục); điện gió ngoài khơi (hiện là hoạt động xuất khẩu trong khi thị trường trong nước vẫn chưa mang lại cơ hội kinh doanh rõ ràng.); và cuối cùng là đội tàu FSO/FPSO, nguồn lợi nhuận ổn định làm nền tảng cho các mảng còn lại.

Các yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu gồm: chuyển niềm yết sang HoSE vào tháng 12/2026, hoàn tất phạm vi công việc của dự án Maydan Mahzam EPIC-1 và kết quả đấu thầu vòng 3.3 tại Đài Loan.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 1/10.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,200	2,087	2,713 ▲	3,110 ▲	3,239 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,070	1,850	2,301 ▲	2,213 ▲	2,433 ▲
EPS ĐC (đồng)	1,193	2,449	3,000 ▲	2,885 ▲	3,172 ▲
DPS (đồng)	618	62.9	0 ▼	0 ▼	0 ▼
BVPS (đồng)	22,110	24,534	29,951 ▲	33,557 ▲	37,522 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.94	4.73	4.02	2.68	1.98
P/E ĐC (lần)	28.0	13.6	11.1	11.6	10.5
Lợi suất cổ tức (%)	1.85	0.19	0	0	0
P/B (lần)	1.51	1.36	1.12	1.00	0.89
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(7.52)	105	22.5	(3.84)	9.94
ROAE (%)	8.10	12.9	13.8	11.4	11.2

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

Mục lục

Khối lượng công việc mảng cơ khí & xây lắp đã thực sự gia tăng	3
Kết luận đầu tư: Triển vọng tăng trưởng ngày càng rõ nét	3
Hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư ngoài khơi	7
Thế mạnh trong chế tạo kết cấu thép	7
Cơ cấu các mảng kinh doanh	7
Tổng quan về ngành, thị trường và chiến lược	18
Đánh giá tình hình tài chính qua các năm	29
Chuyển đổi chuẩn mực kế toán	29
Bảng CĐKT: Tiền mặt thuần tương đương 3/4 thị giá cổ phiếu PVS	29
Độ nhạy với tỷ giá USD/VND	30
Cổ tức: Hai đợt chia cổ phiếu thay thế cổ tức tiền mặt	30
Dự báo lợi nhuận	31
Tóm tắt dự báo KQKD	31
Các động lực lợi nhuận chính	32
Kế hoạch của BLĐ thường thấp hơn kết quả thực tế	33
Các giả định trong mô hình dự báo	34
Phân tích độ nhạy đối với giá thép	34
Định giá và khuyến nghị	37
Kết luận và phương pháp định giá	37
Bối cảnh định giá	39
Tiềm năng và rủi ro đầu tư	41
Các yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu	42

Khối lượng công việc mảng cơ khí & xây lắp đã thực sự gia tăng

Sau khi đánh giá lại toàn diện PVS, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và chỉ giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 45.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 34,7%. PVS là nhà thầu duy nhất tại Việt Nam sở hữu năng lực bãi chế tạo, đội tàu nâng hạ hạng nặng và chứng nhận lắp đặt ngoài khơi để đảm nhận các gói thầu cơ khí và xây lắp quy mô lớn. Sau một thập kỷ có tỷ suất lợi nhuận thấp, khối lượng công việc đã thực sự gia tăng, đồng thời tỷ suất lợi nhuận cũng cải thiện. Trong giai đoạn 2025-2028, lợi nhuận thuần dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 9,6%, trong khi LNTT từ HKKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 12,8%. Dự án Lô B - Ô Môn mang lại khoảng 1 tỷ USD doanh thu xây dựng không thường xuyên đến hết năm 2027, cùng với dòng lợi nhuận ổn định từ hợp đồng cho thuê tàu FSO kéo dài 14 năm kể từ năm 2027. Mảng điện gió ngoài khơi đã tạo ra doanh thu xuất khẩu, trong khi danh mục dự án tiềm năng sau Lô B đang ở mức lớn nhất trong một thập kỷ.

Kết luận đầu tư: Triển vọng tăng trưởng ngày càng rõ nét

Sau khi đánh giá lại toàn diện PVS, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và chỉ giảm nhẹ giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 45.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 34,7%. PVS là nhà thầu duy nhất tại Việt Nam sở hữu năng lực bãi chế tạo, đội tàu nâng hạ hạng nặng và chứng nhận lắp đặt ngoài khơi để triển khai các gói thầu EPCI/M&C quy mô lớn. Sau một thập kỷ mà vị thế này chưa tạo ra nhiều lợi nhuận, khối lượng công việc cuối cùng đã gia tăng, cùng với triển vọng tỷ suất lợi nhuận cao hơn.

Trong giai đoạn 2025-2028, doanh thu và LNTT dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt lần lượt 7,5% và 12,8%. LNTT tăng nhanh hơn doanh thu nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện. Tiền mặt thuần đạt 24.975đ/cp, tương đương 55,5% giá mục tiêu mà HSC đưa ra.

Luận điểm đầu tư của chúng tôi dựa trên xu hướng tăng trưởng mang tính cơ cấu của mảng M&C, nhờ các dự án dầu khí trong nước và quốc tế cùng các dự án điện gió ngoài khơi. Đồng thời, tỷ suất lợi nhuận mảng M&C đang cải thiện từ mức nền rất thấp.

Hình 1: Các mảng hoạt động kinh doanh chính, PVS

Bao gồm M&C, FPSO, căn cứ cảng dịch vụ, và các mảng khác



Nguồn: PVS

Lô B - Ô Môn mang lại doanh thu cho mảng M&C và dòng lợi nhuận ổn định cho mảng tàu FSO

Lô B - Ô Môn mang lại doanh thu cho PVS thông qua các hợp đồng xây lắp và cho thuê tàu FSO. Giá trị hợp đồng chưa thực hiện của mảng xây lắp đạt khoảng 1 tỷ USD, gồm giàn xử lý trung tâm, hệ thống đường ống nội mỏ và đường ống trên bờ. Doanh thu được ghi nhận trong giai đoạn 2024-2027 theo phương pháp tỷ lệ hoàn thành, đóng góp khoảng 10 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm trên cơ sở 100% dự án trước khi kết thúc. Đây là nguyên nhân doanh thu năm 2026 dự báo tăng trưởng 14,7% đạt 37.512 tỷ đồng, đồng thời cũng khiến doanh thu mảng M&C dự báo giảm trở lại trong năm 2028 sau khi dự án hoàn thành. Trong khi đó, hợp đồng cho thuê tàu FSO tạo ra nguồn thu định kỳ, với thời hạn thuê cố định 14 năm kể từ năm 2027 và quyền gia hạn thêm 9 năm. Khoản đầu tư này được hạch toán theo phương pháp vốn CSH thông qua liên doanh do PVS sở hữu 51%, dự kiến đóng góp khoảng 3,6 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm cho PVS.

Mảng cho thuê tàu FSO chuyển một dự án xây lắp thành dòng lợi nhuận ổn định kéo dài 14 năm

Tàu FSO của dự án Lô B thuộc sở hữu của PTSC South East Asia (PTSC SEA), liên doanh giữa PVS và Yinson Production Capital với tỷ lệ sở hữu lần lượt là 51% và 49%. Vào ngày 28/7/2025, liên doanh đã ký hợp đồng cho thuê tàu với Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC) – đơn vị vận hành thượng nguồn tại Lô B – với thời hạn cho thuê cố định 14 năm kể từ năm 2027 và quyền gia hạn thêm tối đa 9 năm. Tổng giá trị hợp đồng, bao gồm giai đoạn gia hạn, đạt khoảng 600 triệu USD. Trong đó, giá trị trong thời hạn cho thuê cố định là 480 triệu USD và trong giai đoạn gia hạn là khoảng 120 triệu USD, tương ứng mức giá cho thuê bình quân khoảng 71.000 USD/ngày trong toàn bộ thời hạn hợp đồng.

PVS chưa công bố cơ cấu giá cho thuê cụ thể. Tuy nhiên, nếu phân bổ giá trị 480 triệu USD cho thời hạn cố định 14 năm, mức giá cho thuê bình quân ước tính đạt khoảng 94.000 USD/ngày. Điều này cho thấy phần lớn giá trị kinh tế của hợp đồng tập trung trong thời hạn thuê cố định. Dù theo cách tính nào, đây vẫn là tàu có mức giá cho thuê cao nhất trong đội tàu của PVS. Tàu hiện đang được đóng tại Trung Quốc và đã tiến hành lễ cắt thép vào tháng 12/2025. HSC ước tính sau khi đi vào hoạt động, tàu FSO sẽ đóng góp khoảng 3,6 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm cho PVS.

Điện gió ngoài khơi là nguồn doanh thu xuất khẩu, không phụ thuộc vào tiềm năng từ Quy hoạch điện VIII

PVS bắt đầu chế tạo kết cấu điện gió ngoài khơi cho các khách hàng quốc tế từ tháng 11/2022, khi tiến hành lễ cắt thép lần đầu tại Vũng Tàu cho các trạm biến áp điện gió ngoài khơi thuộc dự án Hải Long, và bắt đầu bàn giao từ tháng 4/2024. PVS cũng được lựa chọn tham gia các dự án Greater Changhua 2b và 4 của Orsted tại Đài Loan, đồng thời được trao hợp đồng chế tạo 33 trong tổng số 66 kết cấu móng chân để hút chân không. Orsted là nhà phát triển điện gió ngoài khơi lớn nhất bên ngoài Trung Quốc đại lục, với 10,2 GW công suất đã vận hành và 8,1 GW đang xây dựng. Qua đó, PVS thiết lập quan hệ thương mại trực tiếp với một khách hàng hàng đầu của ngành. Tuy nhiên, điều này cũng khiến PVS phụ thuộc nhiều vào Orsted trong bối cảnh tập đoàn này thu hẹp mạnh hoạt động đầu tư kể từ đầu năm 2025, qua đó tạo ra rủi ro chính đối với mảng kinh doanh này. Dù vậy, HSC nhận thấy PVS đang tích cực tìm kiếm khách hàng mới.

Hướng phát triển thứ hai là đảm nhận vai trò nhà thầu phụ cho Semco Maritime của Đan Mạch. Sau khi trúng các hợp đồng EPC trạm biến áp ngoài khơi, Semco Maritime giao lại phần chế tạo cho PVS. Phạm vi hợp tác hiện bao gồm 4 dự án với tổng cộng 8 trạm biến áp, trong đó có Baltica 2 tại Ba Lan và trạm biến áp Formosa 4 tại Đài Loan. Giá trị công việc PVS đảm nhận trên mỗi giàn có sự chênh lệch lớn giữa hai hướng hợp tác. Đối với các hợp đồng Baltica 2 và Hải Long, giá trị phần việc chế tạo một trạm biến áp hoàn chỉnh dành cho PVS có thể lên tới 45 triệu USD, so với 10,6 triệu USD cho một móng chân để hút chân không. Trong đó, phần kết cấu thượng tầng là hạng mục có rào cản gia nhập cao hơn và ít chịu cạnh tranh nhất.

Theo ước tính của HSC dựa trên khối lượng đã bàn giao, các dự án điện gió hiện tại sử dụng khoảng 28.500 tấn công suất chế tạo mỗi năm, gần sát công suất thực tế khoảng 29.000 tấn/năm dành cho điện gió tại bãi Vũng Tàu. Hệ thống cần cấu giàn

Goliath đã được phê duyệt sẽ giúp PVS triển khai đồng thời nhiều dự án hơn từ năm 2028 nhưng không làm tăng giới hạn công suất của đường trượt hạ thủy. Rủi ro thương mại chính đến từ quy định về tỷ lệ nội địa hóa tại Đài Loan và quy mô đấu thầu của các vòng 3.2 và 3.3. Trong khi đó, HSC chưa đưa các dự án điện gió ngoài khơi trong nước theo Quy hoạch điện VIII vào mô hình dự báo.

Danh mục dự án tiềm năng sau Lô B đang ở mức lớn nhất trong một thập kỷ

Đáng chú ý, tại ĐHCĐ gần đây, PVS đã đề nghị cổ đông phê duyệt trước việc tham gia đấu thầu các dự án có giá trị vượt 35% tổng tài sản và có chủ đầu tư là bên liên quan thuộc PVN, bao gồm:

- **Các dự án dầu khí trong nước:** Sự Tử Trắc giai đoạn 2, Cá Voi Xanh (quy mô sản lượng khí tự nhiên ước tính lớn gấp khoảng 1,4 lần Lô B - Ô Môn) và dự án kho dự trữ dầu khí quốc gia tại tỉnh Thanh Hóa.
- **Các kho cảng tiếp nhận LNG và nhà máy điện:** LNG Sơn Mỹ, LNG Thị Vải giai đoạn 2 cùng các nhà máy điện khí tại Cần Thơ và Đà Nẵng.
- **Các dự án dầu khí trên bờ trong nước,** trong đó có dự án mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất.
- **Các nhà máy điện hạt nhân** Ninh Thuận 1 và Ninh Thuận 2 tại tỉnh Ninh Thuận.
- **Các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam,** trong đó có dự án xuất khẩu điện sang Singapore.
- **Trung tâm năng lượng tái tạo** tại Rạch Dừa, TP.HCM (trước đây thuộc tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu).
- **Các dự án sản xuất cáp ngầm siêu cao áp,** tua-bin gió và thiết bị, cùng tàu phục vụ lắp đặt và vận hành & bảo dưỡng các dự án điện gió ngoài khơi.
- **Các dự án dầu khí ngoài khơi tại Trung Đông** nhằm phát triển mở mới hoặc sửa chữa các mỏ hiện hữu. Chi phí sửa chữa và khôi phục cơ sở hạ tầng năng lượng tại Trung Đông ước tính có thể lên tới 58 tỷ USD.

Các hợp đồng đã ký giúp đảm bảo phần lớn doanh thu mảng M&C trong ngắn hạn nhưng giá trị đóng góp dự kiến giảm mạnh sau năm 2026. Do đó, triển vọng trong nhiều năm tới ngày càng phụ thuộc vào quy mô và tiến độ PVS chuyển đổi danh mục dự án tiềm năng này thành các hợp đồng chính thức. Lợi thế của PVS trong việc giành các hợp đồng trên đến từ năng lực chế tạo đã được xây dựng trong hơn một thập kỷ, thay vì đến từ các quy định bắt buộc về tỷ lệ nội địa hóa. Luật Dầu khí Việt Nam hiện không quy định hạn ngạch, phần việc dành riêng hay ưu đãi về giá đối với các doanh nghiệp dịch vụ dầu khí trong nước.

Tiền mặt thuần tương đương hơn một nửa giá mục tiêu

Sau khi giá cổ phiếu tăng 26,5% trong 12 tháng qua và vượt xa VN Index, PVS đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, vẫn thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Đáng chú ý, theo BCTC soát xét nửa đầu năm 2026, tiền mặt thuần hợp nhất đạt 24.975đ/cp, tương đương khoảng 75% thị giá hiện tại và 55,5% giá mục tiêu của HSC. Tuy nhiên, lượng tiền mặt này không hoàn toàn để phân phối cho cổ đông. PVS dự kiến chi 24-32 nghìn tỷ đồng cho chương trình đầu tư trong giai đoạn 2026-2030, nên phần lớn số dư tiền mặt đã được dành cho kế hoạch đầu tư thay vì chi trả cho cổ đông.

Đánh giá chuyên sâu mới: Duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu 45.000đ (tiềm năng tăng giá 34,7%)

HSC định giá PVS theo phương pháp DCF độc lập, phù hợp hơn so với phương pháp định giá theo hệ số do dòng tiền của mảng M&C và FSO mang tính dài hạn và phụ thuộc vào tiến độ dự án. Các giả định của HSC gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 0,9 lần, tương ứng chi phí vốn CSH là 11,9%. Với chi phí nợ vay trước thuế 6%, tỷ trọng vốn CSH/nợ vay là 80/20 và thuế suất 20%, WACC của HSC là 10,5%. HSC áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%, dựa trên nguồn thu định kỳ từ các hợp đồng cho thuê tàu FSO và quy mô hoạt động mảng

M&C lớn hơn trong dài hạn. Mức giả định này cũng thấp hơn đáng kể so với dự báo tăng trưởng GDP danh nghĩa dài hạn của Việt Nam.

Hưởng lợi từ chu kỳ đầu tư ngoài khơi

PVS là đơn vị cung cấp dịch vụ dầu khí thượng nguồn chủ lực của PVN và là nhà thầu trong nước duy nhất sở hữu đầy đủ năng lực thiết kế, mua sắm, xây dựng và lắp đặt (EPCI). Mảng M&C đóng góp 66,6% doanh thu năm 2025 nhưng chỉ đạt tỷ suất lợi nhuận gộp 2,88% và đóng góp 11,9% LNTT, dù khả năng sinh lời đang cải thiện. Trong khi đó, mảng FSO/FPSO chỉ chiếm 8,5% doanh thu nhưng đóng góp 39,3% LNTT thông qua các liên doanh được hạch toán theo phương pháp vốn CSH. Động lực trong ngắn hạn đến từ chu kỳ đầu tư ngoài khơi với trọng tâm là dự án Lô B - Ô Môn nơi PVN dự kiến giải ngân 4 tỷ USD vốn đầu tư mỗi năm trong 5 năm tới. Sau năm 2026, triển vọng tăng trưởng sẽ tiếp tục có được sự hỗ trợ từ điện gió ngoài khơi, các dự án dầu khí trong nước mới và những hợp đồng tại Trung Đông. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào.

Thế mạnh trong chế tạo kết cấu thép

PVS là tập đoàn dịch vụ dầu khí thượng nguồn hàng đầu Việt Nam, hoạt động với vai trò đơn vị cung cấp dịch vụ kỹ thuật chủ lực của Tập đoàn Công nghiệp - Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN). PVN sở hữu 51,38% cổ phần PVS, qua đó tạo cho Công ty vai trò chiến lược và vị thế nhà thầu ưu tiên trong chương trình phát triển các dự án thượng nguồn của PVN. Trong BCTC kiểm toán, PVS báo cáo bảy mảng hoạt động gồm: cơ khí & xây lắp (M&C); sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành và lắp đặt ngoài khơi (O&M); vận hành tàu FSO/FPSO; cảng dịch vụ và căn cứ dịch vụ kỹ thuật; tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí; khảo sát địa chấn, địa kỹ thuật và khảo sát bằng thiết bị điều khiển từ xa (ROV); và các hoạt động khác.

Điểm đáng chú ý trong ba năm tới là PVS không còn chỉ hoạt động với vai trò nhà thầu trong nước cho PVN mà đã thực sự triển khai chiến lược vươn ra quốc tế "Go Global". Khoảng 1/4 doanh thu năm 2025 đến từ các hợp đồng quốc tế, trong khi phần lớn tiềm năng tăng trưởng trong giá trị hợp đồng chưa thực hiện cũng nằm ở nước ngoài, bao gồm các trạm biển áp và móng trụ điện gió ngoài khơi được chế tạo tại Vũng Tàu cho các nhà phát triển tại Đài Loan và khu vực Baltic; các giàn Gallaf đã bàn giao cho Qatar; và gói thầu Maydan Mahzam EPIC-1 được trao trực tiếp cho PTSC Mechanical & Construction. Phạm vi công việc và giá trị cuối cùng của gói thầu này vẫn đang được đàm phán.

BLĐ đã khẳng định rõ rằng vươn ra thị trường quốc tế là chiến lược trọng tâm chứ không phải một hoạt động bổ sung mang tính cơ hội. Thước đo thực tế cho chiến lược này là khả năng PVS giành được các hợp đồng trọn gói thông qua cạnh tranh công khai với các nhà máy đóng tàu Trung Quốc và Hàn Quốc, khi không còn lợi thế sân nhà vốn giúp bảo vệ tỷ suất lợi nhuận của công ty tại thị trường trong nước.

Dự án Lô B cùng các dự án tiềm năng khác trong nước sẽ cung cấp nguồn lực để PVS thực hiện chiến lược này. Tuy nhiên, danh mục hợp đồng xuất khẩu mới là yếu tố quyết định liệu PVS có được định giá lại như một nhà thầu quốc tế hay vẫn chỉ được định giá như một nhà thầu phụ thuộc vào PVN.

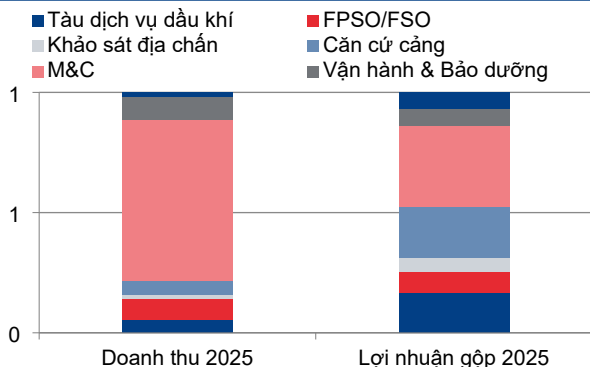
Cơ cấu các mảng kinh doanh

Cơ cấu doanh thu và khả năng sinh lời theo mảng

Để phục vụ phân tích, HSC chia hoạt động của PVS thành ba nhóm: M&C, vận hành tàu FSO/FPSO và dịch vụ dầu khí cơ sở. Trong đó, dịch vụ dầu khí cơ sở bao gồm các mảng O&M, dịch vụ cảng và căn cứ cung ứng, tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí, khảo sát địa chấn/ROV và các hoạt động khác theo BCTC. Tất cả tỷ trọng dưới đây được tính trên doanh thu hợp nhất kiểm toán năm 2025 là 32.718 tỷ đồng.

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2025, PVS

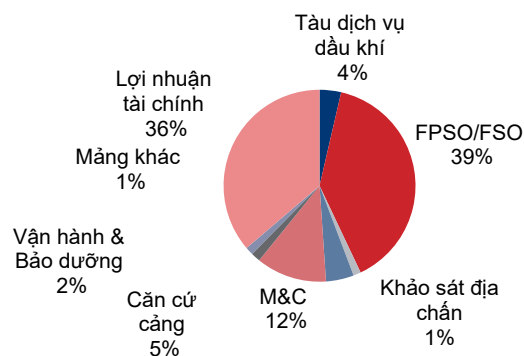
Mảng M&C đóng góp 67% doanh thu và 34% lợi nhuận gộp



Nguồn: PVS

Biểu đồ 3: Cơ cấu LNTT năm 2025, PVS

Mảng FPSO đóng góp 39% LNTT, tiếp theo là thu nhập tài chính thuần



Nguồn: PVS, HSC

Trong năm 2025, M&C đóng góp 66,6% doanh thu, O&M 9,8%, FSO/FPSO 8,5%, dịch vụ cảng và căn cứ cung ứng 6,1% và tàu dịch vụ 5,6%. Tuy nhiên, cơ cấu lợi nhuận gộp khác biệt đáng kể: M&C đóng góp 33,5%, FSO/FPSO 8,6%, dịch vụ cảng và căn cứ cung ứng 21,5% và tàu dịch vụ 16,6%. Cơ cấu LNTT tiếp tục cho thấy một bức tranh khác. FSO/FPSO đóng góp 39,3% LNTT năm 2025, trong khi M&C chỉ chiếm 11,9%, dịch vụ cảng và căn cứ cung ứng 4,7% và tàu dịch vụ ngoài khơi (OSV) 3,6%. Lợi nhuận tài chính đóng góp thêm 36,2%. Như vậy, mảng chiếm tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu lại chỉ đóng góp 11,9% LNTT.

Cơ khí và xây lắp (M&C)

M&C là mảng đóng góp doanh thu lớn nhất, bao gồm chế tạo giàn ngoài khơi, lắp đặt kết cấu siêu trường siêu trọng và thi công đường ống ngầm dưới biển. PVS không công bố cơ cấu doanh thu chi tiết trong mảng này. Theo ước tính của HSC, hoạt động dầu khí ngoài khơi đóng góp khoảng 54% trong tổng doanh thu M&C năm 2025 là 21.804 tỷ đồng; năng lượng tái tạo ngoài khơi chiếm 31,5%; dầu khí trên bờ chiếm 2,5%; và phần còn lại đến từ các hoạt động M&C khác.

Vận hành tàu FSO/FPSO

Mảng vận hành tàu FSO/FPSO đóng góp 8,5% doanh thu hợp nhất, tương đương 2.792 tỷ đồng, nhưng chiếm tỷ trọng lớn hơn đáng kể trong lợi nhuận thuần. Nguyên nhân là các tàu khai thác nổi chủ lực thuộc sở hữu của các liên doanh hạch toán theo phương pháp vốn CSH, nên phần đóng góp của các đơn vị này được ghi nhận vào lãi từ công ty liên doanh liên kết thay vì doanh thu hợp nhất.

O&M, căn cứ cung ứng, OSV, khảo sát địa chấn/ROV và các hoạt động khác

Năm mảng nhỏ hơn đóng góp 24,8% doanh thu còn lại, tương đương 8.122 tỷ đồng, gồm: O&M đạt 3.192 tỷ đồng; căn cứ cung ứng đạt 1.994 tỷ đồng; tàu dịch vụ ngoài khơi (OSV) đạt 1.824 tỷ đồng; khảo sát địa chấn và ROV đạt 559 tỷ đồng; và các dịch vụ khác đạt 553 tỷ đồng. Như vậy, riêng mảng căn cứ cung ứng chỉ chiếm 6,1% doanh thu, thấp hơn đáng kể so với tỷ trọng của nhóm “dịch vụ căn cứ cảng và cung ứng nhân lực” nếu hai hoạt động này được gộp chung.

Cách đánh giá hữu ích hơn là so sánh khả năng sinh lời với quy mô tài sản. Mảng căn cứ cung ứng tạo ra 21,5% tổng lợi nhuận gộp theo mảng dù chỉ chiếm 6,1% doanh thu và 13% tổng tài sản. Trong khi đó, M&C đóng góp 33,5% tổng lợi nhuận gộp theo mảng nhưng chiếm tới 66,6% doanh thu và 50,8% tổng tài sản. Do đó, các hoạt động cần ít vốn và tạo ra tỷ suất sinh lời cao của PVS không phải là những mảng đóng góp phần lớn doanh thu.

Diễn biến tỷ suất lợi nhuận theo mảng

M&C là động lực doanh thu chính nhưng cũng mang tính chu kỳ cao nhất, do doanh thu và tỷ suất lợi nhuận biến động theo thời điểm trao thầu và tiến độ triển khai các hợp đồng EPCI ngoài khơi quy mô lớn. Theo cách trình bày trước khi áp dụng Thông tư 99 của Bộ Tài chính, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này thường chỉ dao động

trong khoảng 2-4% khi khối lượng công việc ở mức thấp nhưng có thể cải thiện khi các hợp đồng giá trị lớn bước vào giai đoạn thi công cao điểm. Có hai yếu tố khiến chuỗi số liệu quá khứ khó so sánh: thứ nhất là việc phân loại lại chi phí bảo hành theo Thông tư 99 (có hiệu lực từ ngày 1/1/2026) làm tăng tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo khoảng 400 điểm cơ bản nhưng không làm thay đổi lợi nhuận HĐKD; thứ hai là mô hình dự báo của HSC tính tỷ suất lợi nhuận từng mảng trên cơ sở doanh thu EPCI, vốn có phạm vi hẹp hơn.

Bảng 4: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh của PVS

Mảng Cơ khí và Xây lắp có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp nhất về mặt cơ cấu

Mảng kinh doanh	2023A	2024A	2025A
Cần cẩu cảng	18.4%	20.0%	20.2%
Tàu dịch vụ dầu khí	12.3%	10.3%	17.0%
Khảo sát địa chấn và ROV	11.2%	11.4%	19.4%
Khác	8.8%	10.9%	22.5%
FPSO/FSO	7.1%	5.6%	5.8%
Vận hành & Bảo dưỡng	3.6%	5.6%	4.3%
M&C	1.4%	0.8%	2.9%
PVS	5.4%	4.5%	5.7%

Lưu ý: Số liệu các năm theo cách trình bày trước đây (trước Thông tư 99); mức tăng trưởng của mảng kinh doanh Cơ khí và Xây lắp trong năm 2026F theo cách trình bày mới được trình bày tại phần Phân tích tài chính
Nguồn: PVS

Nếu áp dụng nhất quán cách trình bày cũ và sử dụng số liệu trong thuyết minh theo mảng, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C đạt 0,84% trong năm 2024, 2,88% trong năm 2025 và 2,6% trong nửa đầu năm 2026. Như vậy, sau khi phục hồi từ mức thấp trong năm 2024, tỷ suất lợi nhuận nửa đầu năm 2026 nhìn chung đi ngang so với năm 2025. Nếu loại trừ khoản dự phòng 357 tỷ đồng liên quan đến dự án Hải Long được ghi nhận trong Q2/2026, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C đạt 6%. Do đó, mức báo cáo 6,6% trong nửa đầu năm 2026 đã phần nào phóng đại mức cải thiện thực tế trên cơ sở so sánh tương đương. Ngược lại, mảng FSO/FPSO tạo ra dòng tiền ổn định dựa trên các hợp đồng dài hạn, với tỷ suất lợi nhuận ở mức bình quân một chữ số. Qua đó, mảng này tạo nền lợi nhuận ổn định trong những giai đoạn hoạt động M&C suy giảm theo chu kỳ. Doanh thu từ các dịch vụ dầu khí cơ sở, bao gồm sản lượng hàng hóa qua cảng và giá cho thuê theo ngày của tàu OSV, nhìn chung biến động theo mức độ hoạt động thượng nguồn tại vùng biển Việt Nam.

Vị thế cạnh tranh

Lợi thế của PVS tại thị trường EPCI ngoài khơi trong nước đến từ nền tảng tài sản và vị thế nhà thầu lâu năm, thay vì đến từ các quy định bảo hộ. Lợi thế này không mở rộng sang EPC trên bờ, nơi PVS phải cạnh tranh với các nhà thầu Trung Quốc và từng để mất hợp đồng vào tay các đối thủ này, như tại đợt đấu thầu mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất gần đây. PVS là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất sở hữu đầy đủ công suất bãi chế tạo, đội tàu nâng hạ hạng nặng và năng lực lắp đặt ngoài khơi đạt chứng nhận để triển khai các gói thầu EPCI ngoài khơi quy mô lớn. Nền tảng chính là bãi chế tạo PTSC M&C tại Vũng Tàu, cơ sở xây dựng giàn ngoài khơi chủ lực của Việt Nam. Cơ sở hạ tầng này, kết hợp với việc PVN sở hữu PVS và kinh nghiệm lâu năm tại các mỏ do PVN vận hành, tạo cho Công ty lợi thế cạnh tranh khi đấu thầu các dự án ngoài khơi trong nước. Đồng thời, năng lực này cũng cho phép PVS tham gia đấu thầu tại Đông Nam Á và Trung Đông. Tuy nhiên, khác với một số thị trường khác, vị thế của PVS tại Việt Nam không được củng cố theo quy định bắt buộc về tỷ lệ nội địa hóa, do pháp luật dầu khí trong nước không có quy định mang bắt buộc về vấn đề này.

Theo ước tính của HSC, PVS nắm giữ hơn 70% thị phần M&C/EPCI ngoài khơi trong nước, 65-70% thị phần vận hành FSO/FPSO, hơn 90% thị phần dịch vụ cần cẩu cung ứng dầu khí và hơn 80% thị phần O&M tại các dự án liên quan đến PVN. Trong lĩnh vực chế tạo điện gió ngoài khơi, PVS là bãi chế tạo duy nhất tại Việt Nam có đủ năng lực kỹ thuật để sản xuất các kết cấu trạm biến áp điện gió ngoài khơi (OSS) phức tạp. Công ty đã bàn giao hoặc đang chế tạo 8 giàn OSS cho 4 dự án xuất khẩu, cùng 33 kết cấu móng chân để hút chân không cho dự án điện gió ngoài khơi của Orsted.

BLĐ cho biết PVS có tỷ lệ trúng thầu 100% đối với các trạm biến áp ngoài khơi và đang nắm giữ khoảng 9% thị trường EPC toàn cầu trong lĩnh vực này. Đối với các loại dự án khác, tỷ lệ trúng thầu đạt khoảng 50%. Trung Quốc chiếm hơn một nửa tổng công suất điện gió ngoài khơi đã lắp đặt trên toàn cầu nhưng không phải là thị trường mục tiêu của PVS. Do đó, thị trường cạnh tranh thực tế của Công ty là các quốc gia ngoài Trung Quốc, trong đó các dự án xuất khẩu hiện tại tập trung tại Đài Loan và Ba Lan.

Xét về giá trị kinh tế trên từng hạng mục, phần công việc của PVS có giá trị khoảng 10,6 triệu USD đối với mỗi kết cấu móng chân đế hút chân không và 21-45 triệu USD đối với mỗi giàn trạm biến áp, tùy theo phạm vi công việc. Các mức ước tính này dựa trên dự án Baltica 2 và Hải Long, nơi phạm vi công việc của PVS đã được xác định; HSC chưa đưa Fengmiao 1 và Formosa 4 vào tính toán do Công ty chưa xác nhận giá trị hợp đồng và phạm vi công việc. Đây là những mức tham chiếu hữu ích để đánh giá giá trị một hợp đồng PVS có thể nhận được so với tổng vốn đầu tư của một trang trại điện gió ngoài khơi. Tuy nhiên, tại thị trường ngoài Trung Quốc, hợp đồng thường được trao theo từng đợt lớn thay vì hình thành dòng đơn hàng đều đặn. Chính phủ tổ chức một vòng phân bổ dự án, sau đó nhà phát triển mời thầu một số lượng móng trụ và trạm biến áp xác định. Các hợp đồng chế tạo thường được trao trước quyết định đầu tư cuối cùng (FID) khoảng 13-19 tháng, với mỗi bước trong quy trình thường cách nhau từ một năm trở lên chứ không diễn ra đồng thời.

Các công ty liên kết và liên doanh

Các công ty liên kết và liên doanh đóng góp đáng kể vào lợi nhuận thuần của PVS, đồng thời phần nào giảm bớt biến động từ lợi nhuận M&C. Các khoản đóng góp lớn nhất đến từ những đơn vị vận hành FSO/FPSO, chủ yếu gồm VOFT, PTSC AP và MVOT Labuan. Trong năm 2025, ba đơn vị này đóng góp tổng cộng 771 tỷ đồng trên tổng số 825,8 tỷ đồng lợi nhuận từ các liên doanh. HSC dự báo tổng lợi nhuận từ liên doanh đạt 656 tỷ đồng trong năm 2026. Dòng tiền phân phối từ các liên doanh cho PVS có thể biến động giữa các kỳ. Tuy nhiên, lợi nhuận cơ sở được đảm bảo bằng các hợp đồng dài hạn tạo ra nguồn đóng góp bổ sung tương đối ổn định và không được phản ánh trong doanh thu hợp nhất.

Bảng 5: Các liên doanh và tàu FSO/FPSO của PVS, PVS

Mảng FPSO/FSO là động lực đóng góp vào thu nhập từ các công ty liên doanh của PVS

Liên doanh	Tàu
PTSC SEA	FSO Biển Đông 1
PTSC AP	FPSO Lam Sơn
MVOT Labuan	Orkid FSO; Golden Star FSO
Kho chứa nổi ngoài khơi Việt Nam	Ruby II FPSO
Chưa xác định	FSO Lạc Đà Vàng (chưa vận hành)
PTSC SEA	FSO Lô B – Ô Môn (chưa vận hành, dự kiến từ năm 2027)

Nguồn: PVS, HSC

Cơ cấu Tập đoàn và các mảng kinh doanh

PVS cung cấp nhiều loại hình dịch vụ cho các chủ đầu tư thượng nguồn, bao gồm cơ khí & xây lắp, khai thác dầu khí bằng công trình nổi, dịch vụ căn cứ cung ứng và vận hành tàu. Các hoạt động này được triển khai thông qua hệ thống công ty con hợp nhất, chi nhánh và liên doanh hạch toán theo phương pháp vốn CSH. Trong phần phân tích dưới đây, các đơn vị được phân loại theo mảng ghi nhận doanh thu thay vì theo cơ cấu pháp nhân trình bày trong báo cáo thường niên. Có hai điểm cần lưu ý. Thứ nhất, tỷ lệ sở hữu được trình bày là tỷ lệ góp vốn, không phải quyền biểu quyết. Vì vậy, dù sở hữu 60% vốn tại Việt Nam Offshore Floating Terminal nhưng PVS vẫn hạch toán khoản đầu tư này theo phương pháp vốn CSH thay vì hợp nhất, do chỉ nắm 50% quyền biểu quyết. Cơ chế tương tự cũng áp dụng tại PTSC Asia Pacific, PTSC South East Asia và Malaysia Việt Nam Offshore Terminal. Thứ hai, Ròng Đồi MV12 không còn sở hữu tàu do liên doanh này đang trong quá trình giải thể.

Bảng 6: Cơ cấu các mảng kinh doanh và tổ chức tập đoàn, PVS

PVS hoạt động thông qua nhiều công ty con và chi nhánh, với nhiều mảng kinh doanh chủ chốt

Mảng kinh doanh	Pháp nhân	Tỷ lệ sở hữu của PVS	Phương pháp hợp nhất
Mảng Cơ khí và Xây lắp	PTSC Cơ khí và Xây lắp	100%	Công ty con
Mảng Cơ khí và Xây lắp	Ban dự án PTSC Long Phú	Đơn vị phụ thuộc	Chi nhánh của công ty mẹ
Mảng Vận hành và Bảo dưỡng	PTSC Vận hành và Bảo dưỡng (POS)	84.95%	Công ty con
Vận hành FSO/FPSO	PTSC Dịch vụ Dầu khí (PPS)	51%	Công ty con
Vận hành FSO/FPSO	PTSC Châu Á – Thái Bình Dương, Singapore	51%	Hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu
Vận hành FSO/FPSO	PTSC Đông Nam Á, Singapore	51%	Hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu
Vận hành FSO/FPSO	Kho chứa nổi ngoài khơi Việt Nam	60%	Hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu
Vận hành FSO/FPSO	Kho chứa nổi ngoài khơi Malaysia – Việt Nam	49%	Hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu
Vận hành FSO/FPSO	Rong Doi MV12, Singapore	33%	Hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu, đang giải thể
Dịch vụ cảng và căn cứ hậu cần	Căn cứ cảng PTSC, PTSC Miền Trung	Đơn vị phụ thuộc	Các chi nhánh của công ty mẹ
Dịch vụ cảng và căn cứ hậu cần	Sao Mai – Bến Đình (PVSB)	51%	Công ty con
Dịch vụ cảng và căn cứ hậu cần	Cảng PTSC Phú Mỹ	59.61%	Công ty con
Dịch vụ cảng và căn cứ hậu cần	Cảng PTSC Đình Vũ	51%	Công ty con
Dịch vụ cảng và căn cứ hậu cần	PTSC Quảng Ngãi	95.19%	Công ty con
Dịch vụ cảng và căn cứ hậu cần	PTSC Thanh Hóa	54.69%	Công ty con
Tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí	PTSC Marine	Đơn vị phụ thuộc	Chi nhánh của công ty mẹ
Khảo sát địa chấn và ROV	PTSC Geos and Subseas	Đơn vị phụ thuộc	Chi nhánh của công ty mẹ
Khác	PTSC Abu Dhabi	Đơn vị phụ thuộc	Chi nhánh của công ty mẹ
Khác	PV Security	51%	Công ty con
Khác	Khách sạn PTSC Petro	100%	Công ty con
Khác	PV Shipyard	28.75%	Hạch toán theo phương pháp vốn chủ sở hữu

Nguồn: PVS

Bảng 7: Các khoản đầu tư vào công ty liên kết và liên doanh, PVS

VOFT và PTSC AP đóng góp lớn nhất vào thu nhập từ các công ty liên kết

Tỷ đồng	Giá trị ghi sổ	Đóng góp vào thu nhập năm 2025A
PTSC SEA	852	50
PTSC AP	1,471	238
MVOT Labuan	1,659	84
Kho chứa nổi ngoài khơi Việt Nam	834	449
Rồng Đôi MV12	0	0
PV Shipyard	0	0
Tổng (Bao gồm cả các công ty liên kết gián tiếp)	4,865	826

Nguồn: PVS

Doanh thu của PVS tăng gấp 2,3 lần trong giai đoạn 2021-2025, từ 14,2 nghìn tỷ đồng lên 32,7 nghìn tỷ đồng, gần như hoàn toàn nhờ mảng M&C. Tỷ trọng doanh thu của M&C tăng từ 51% lên 67%. Doanh thu tuyệt đối của tất cả các mảng còn lại cũng tăng nhưng tỷ trọng đóng góp chung liên tục thu hẹp do M&C tăng trưởng nhanh hơn toàn Tập đoàn.

Bảng 8: Doanh thu theo mảng kinh doanh giai đoạn 2021–2025 của PVS

Mảng Cơ khí và Xây lắp đóng góp 67% tổng doanh thu năm 2025

Tỷ đồng	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	2025A share
M&C	7,178	8,722	11,151	13,770	21,804	66.6%
O&M	1,096	1,560	1,911	2,767	3,192	9.8%
Vận hành FSO/FP SO	1,977	1,874	2,207	2,369	2,792	8.5%
Cảng & căn cứ cung ứng	1,568	1,458	1,418	1,550	1,994	6.1%
Tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí	1,567	1,573	1,607	2,160	1,824	5.6%
Khảo sát địa chấn & ROV	285	510	405	507	559	1.7%
Mảng khác	527	669	675	646	553	1.7%
Tổng doanh thu thuần	14,198	16,366	19,374	23,770	32,718	100.0%

Nguồn: PVS

Bảng 9: Đóng góp vào LNTT theo mảng kinh doanh giai đoạn 2021–2025, PVS

FSO và thu nhập tài chính thuần đóng góp hơn 75% LNTT

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Vận hành FSO/FP SO	56.9%	52.6%	50.8%	53.5%	39.3%
Lợi nhuận tài chính	20.9%	25.6%	44.8%	22.6%	36.2%
M&C	20.3%	12.0%	8.9%	14.8%	11.9%
Cảng & căn cứ cung ứng	-1.2%	2.7%	-0.3%	-5.0%	4.7%
Tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí	-0.5%	1.1%	-0.2%	-3.6%	3.6%
O&M	-0.2%	0.3%	-0.1%	-2.5%	1.6%
Mảng khác	3.9%	5.3%	-4.0%	21.0%	1.3%
Khảo sát địa chấn & ROV	-0.1%	0.4%	0.0%	-0.9%	1.3%
Tổng PBT (Tỷ đồng)	878	1,276	1,278	1,553	2,205

Nguồn: HSC

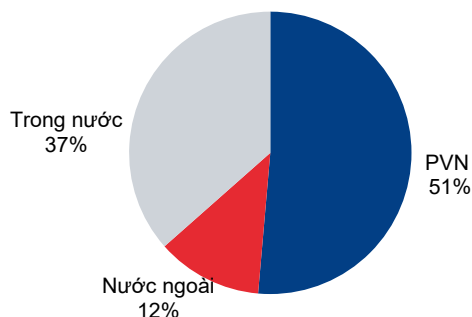
Cơ cấu LNTT của PVS biến động mạnh hơn đáng kể so với cơ cấu doanh thu. Tỷ trọng doanh thu của từng mảng nhìn chung thay đổi tương đối ổn định qua các năm nhờ doanh thu tuyệt đối tăng trưởng, trong khi tỷ trọng đóng góp LNTT biến động lớn hơn. FSO/FP SO là mảng đóng góp LNTT lớn nhất trong tất cả các năm nhưng tỷ trọng giảm từ 57% trong năm 2021 xuống 39% trong năm 2025 do đóng góp từ M&C và lợi nhuận tài chính cùng tăng. Một số mảng nhỏ hơn như OSV, O&M, dịch vụ cảng/căn cứ cung ứng và khảo sát địa chấn luân phiên ghi nhận mức đóng góp LNTT dương hoặc âm nhẹ qua từng năm. Điều này chủ yếu phản ánh các khoản mục không thường xuyên và cách phân bổ chi phí, thay vì các khoản lỗ mang tính cơ cấu.

Cơ cấu cổ đông

PetroViệt Nam sở hữu 51,38% cổ phần PVS và không có cổ đông nào khác nắm giữ trên 5%. Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng là 48,6%, trong đó nhà đầu tư nước ngoài sở hữu 12,1% so với giới hạn 49%, tương ứng room ngoại còn lại khoảng 227 triệu cổ phiếu. Giới hạn sở hữu nước ngoài này xuất phát từ ngành nghề kinh doanh của PVS, cụ thể là các điều kiện tiếp cận thị trường áp dụng đối với những ngành nghề Công ty đã đăng ký, thay vì một mức giới hạn cố định theo quy định pháp luật.

Biểu đồ 10: Cơ cấu cổ đông, PVS

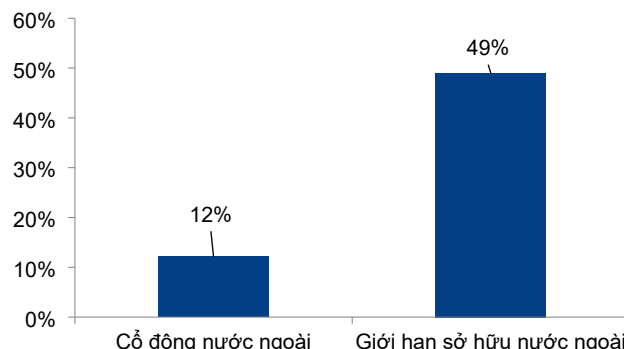
PVN sở hữu 51% cổ phần



Nguồn: PVS

Biểu đồ 11: Giới hạn sở hữu nước ngoài, PVS

Tỷ lệ sở hữu nước ngoài tối đa là 49%



Nguồn: PVS

PetroViệt Nam vừa là cổ đông kiểm soát, vừa là nguồn khách hàng chính

Các đơn vị thuộc PetroViệt Nam đóng góp đáng kể vào doanh thu của PVS.

Doanh thu từ các bên liên quan chủ yếu đến từ các đơn vị điều hành mỏ và công ty con trong lĩnh vực thượng nguồn của Việt Nam: Riêng Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (**Phú Quốc POC**), đơn vị vận hành Lô B, đóng góp 25,8% doanh thu thuần của PVS trong năm 2025 và 17,2% trong nửa đầu năm 2026. **Cửu Long POC**, một khách hàng mới, đóng góp thêm 5,8% doanh thu trong nửa đầu năm 2026. Nếu loại trừ các liên doanh của PVS và công ty liên kết PV Shipyard, nơi PVS sở hữu 28,75% vốn và được ghi nhận tại một cấp độ khác trên BCTC, các đơn vị thuộc PetroViệt Nam vẫn đóng góp **46,3%** doanh thu năm 2025 của PVS.

Bảng 12: Doanh thu từ các bên liên quan, PVS

Các đơn vị thuộc PVN đóng góp 49,6% tổng doanh thu năm 2025

Tỷ đồng	2024A	2025A	1H25	1H26
Doanh thu từ các bên liên quan	9,487	16,221	5,355	7,645
Tỷ trọng trong tổng doanh thu thuần hợp nhất	39.9%	49.6%	40.0%	44.3%
Không bao gồm doanh thu từ liên doanh và công ty liên kết	8,825	15,159	4,803	6,949
Tỷ trọng trong tổng doanh thu thuần hợp nhất	37.1%	46.3%	35.9%	40.2%
Phú Quốc POC, đối tác lớn nhất	4,034	8,453	2,011	2,971

Nguồn: PVS, HSC ước tính

Bảng 13: Đóng góp doanh thu, lợi nhuận gộp và tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh (2025A), PVS

Mảng Cơ khí và Xây lắp đóng góp 67% doanh thu và 34% lợi nhuận gộp

	Doanh thu (Tỷ đồng)	% Doanh thu	Lợi nhuận gộp (Tỷ đồng)	% Lợi nhuận gộp	Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)
M&C	21,804	66.6	627	33.5	2.9
O&M	3,192	9.8	136	7.3	4.3
Vận hành FSO/FPSO	2,792	8.5	161	8.6	5.8
Cảng & căn cứ cung ứng	1,994	6.1	402	21.5	20.2
Tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí	1,824	5.6	310	16.6	17
Khảo sát địa chấn & ROV	559	1.7	109	5.8	19.4
Mảng khác	553	1.7	124	6.7	22.5
Tập đoàn	32,718	100	1,870	100	5.7

Nguồn: PVS

Mô hình kinh doanh theo mảng

Doanh thu của PVS tập trung chủ yếu ở mảng có tỷ suất lợi nhuận thấp nhất trong khi những hoạt động sinh lời cao nhất chỉ đóng góp tỷ trọng nhỏ trong doanh thu. M&C chiếm 67% doanh thu nhưng có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp nhất Tập đoàn, ở mức

2,9%, và chỉ đóng góp 34% lợi nhuận gộp. Ngược lại, dịch vụ cảng và căn cứ cung ứng chỉ chiếm 6% doanh thu nhưng đóng góp 22% lợi nhuận gộp, với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 20,2%. Đây là một trong những mức cao nhất trong cơ cấu các mảng kinh doanh, bên cạnh Hoạt động khác ở mức 22,5% và khảo sát địa chấn/ROV ở mức 19,4%. Tỷ suất lợi nhuận gộp của FSO/FPSO và O&M gần hơn với mức bình quân toàn Tập đoàn là 5,7%.

Cơ khí & xây lắp (M&C)

PVS là nhà thầu Việt Nam duy nhất sở hữu năng lực EPCI trọn chuỗi. Các hợp đồng thuộc dự án Lô B là nền tảng doanh thu của Công ty trong các năm 2026-2027. Cơ chế định giá trọn gói khiến tỷ suất lợi nhuận duy trì ở mức thấp và biến động mạnh, đặc biệt khi bãi chế tạo hoạt động gần hết công suất. Các yếu tố có thể giúp KQKD cao hơn dự báo gồm gói thầu Maydan Mahzam EPIC-1 tại Qatar – đã được trao cho PVS nhưng vẫn chờ thống nhất phạm vi công việc và giá trị cuối cùng – cùng các hạng mục tiếp theo tại dự án Lạc Đà Vàng. Ngược lại, những rủi ro chính gồm tiến độ Lô B chậm hơn kế hoạch và áp lực cạnh tranh về giá từ các nhà thầu Trung Quốc và Hàn Quốc.

Bảng 14: Phân tích SWOT mảng Cơ khí và Xây lắp, PVS

PVS giữ vị thế dẫn đầu trong nước nhưng chịu áp lực lên tỷ suất lợi nhuận, hạn chế về năng lực triển khai và cạnh tranh từ các đối thủ quốc tế quy mô lớn hơn

Điểm mạnh	Điểm yếu
Nhà thầu Việt Nam duy nhất có năng lực EPCI trọn chuỗi, bao gồm căn cứ chế tạo (PTSC M&C, Vũng Tàu), đội tàu chuyên dụng nâng hạ tải trọng lớn và chứng nhận thi công lắp đặt công trình ngoài khơi	Tỷ suất lợi nhuận gộp về cơ cấu ở mức thấp, chỉ cải thiện trong giai đoạn cao điểm triển khai các hợp đồng quy mô lớn
Nhà thầu duy nhất tại Việt Nam sở hữu đồng thời căn cứ chế tạo, đội tàu nâng hạ tải trọng lớn và chứng nhận cần thiết để đảm nhận các gói EPCI ngoài khơi quy mô lớn, tạo lợi thế cạnh tranh mang tính cấu trúc	Doanh thu biến động mạnh, phụ thuộc vào các hợp đồng lớn được trao không thường xuyên; khả năng dự báo khối lượng công việc trong danh mục hợp đồng sau hai năm còn hạn chế
Vị thế nhà thầu ưu tiên trong Tập đoàn PVN; quan hệ hợp tác lâu năm với PTTEP và các đối tác khác tại dự án Block B	Công suất căn cứ chế tạo có giới hạn và hiện được khai thác ở mức cao; nhu cầu triển khai đồng thời các gói EPIC#1, EPIC#2 thuộc dự án Block B và các hợp đồng khác làm gia tăng rủi ro tiến độ
Các hợp đồng EPIC#1 và EPIC#2 thuộc dự án Block B – Ô Môn tạo nền tảng doanh thu ổn định trong nhiều năm, kéo dài đến giai đoạn 2026–2027	Các hợp đồng trọn gói chuyển rủi ro vượt chi phí sang PVS; áp lực thu hẹp tỷ suất lợi nhuận do giá thầu phụ tăng vẫn hiện hữu đối với các hợp đồng đang triển khai
Kinh nghiệm triển khai các dự án chế tạo ngày càng mở rộng tại thị trường Trung Đông, nâng cao năng lực tham chiếu và uy tín cho các gói thầu trong tương lai	Mức độ phụ thuộc lớn vào các dự án liên quan đến PVN; bất kỳ thay đổi chiến lược nào trong phương thức mua sắm, đấu thầu của PVN cũng sẽ tác động bất lợi đáng kể đến PVS
Cơ hội	Thách thức
Gia tăng khối lượng hợp đồng EPCI dầu khí ngoài khơi trong nước từ 2027F, nhờ các giai đoạn phát triển tiếp theo của mỏ hiện hữu và các dự án mới được phê duyệt đầu tư	Các nhà thầu EPCI Trung Quốc (Trung Quốc Chengda–Beijing Petrochemical; Sinopec Guangzhou) cạnh tranh quyết liệt về giá trong các cơ hội đấu thầu tại BSR và các dự án khác trong khu vực
Các hạng mục tiếp nối tại mỏ Lạc Đà Vàng (do Murphy Oil vận hành): giàn khai thác giai đoạn 1A đã hoàn thành chế tạo; các hạng mục tiếp theo dự kiến gồm chiến dịch khoan giai đoạn 2028–2029 và các tuyến đầu nối bổ sung tùy điều kiện. Tuy nhiên, các hạng mục này chưa được trao thầu và chưa có thông tin cụ thể	Chậm tiến độ thi công Block B: PVS ghi nhận doanh thu theo tỷ lệ hoàn thành, do đó, việc chậm tiến độ thực hiện các gói EPCI, chứ không phải mục tiêu có dòng khí đầu tiên vào Q3/27 ở khâu hạ nguồn, sẽ làm lùi thời điểm ghi nhận doanh thu và ảnh hưởng tiêu cực đến lợi nhuận của PVS trong giai đoạn 2026–2027
Gói EPIC-1 ngoài khơi tại mỏ Maydan Mahzam, Qatar (gồm 7 khối thượng tầng, tổng trọng lượng hơn 78.000 tấn): PVS đã nhận Thư trao thầu ngày 13/9/2026. Đây là hợp đồng quốc tế lớn nhất của PVS, giúp cải thiện đáng kể khả năng dự báo doanh thu giai đoạn 2027F–2028F sau khi thống nhất phạm vi công việc và giá hợp đồng cuối cùng	Cạnh tranh quốc tế tại các gói thầu nước ngoài: các nhà thầu Hàn Quốc có tiềm lực tài chính mạnh (Samsung, Hyundai HI), cùng các nhà thầu Trung Quốc và Malaysia, cạnh tranh về chi phí và năng lực chế tạo
Điện gió ngoài khơi: PVS đã hoàn thành nhiều hợp đồng ngoài khơi, bao gồm 8 giàn trạm biến áp ngoài khơi thuộc 4 dự án tại Đài Loan và khu vực Baltic, cùng 33 móng jacket sử dụng kết cấu cọc hút cho Orsted	Rủi ro tiến độ và chất lượng gia tăng đối với các hợp đồng trọn gói phức tạp, kéo dài nhiều năm khi công suất khai thác tại căn cứ chế tạo đạt mức cao

Nguồn: HSC

Ghi nhận doanh thu từ các hợp đồng M&C

Doanh thu M&C được ghi nhận theo phương pháp tỷ lệ hoàn thành áp dụng cho hợp đồng xây dựng. Theo đó, doanh thu được ghi nhận dựa trên tiến độ thi công thực tế và chi phí phát sinh, thay vì các mốc xuất hóa đơn hoặc thời điểm thu tiền. Nếu không

thể ước tính đáng tin cậy kết quả của hợp đồng, PVS chỉ ghi nhận doanh thu tương ứng với phần chi phí đã phát sinh có khả năng thu hồi.

Mỗi hợp đồng M&C cũng đi kèm khoản dự phòng bảo hành bằng 1-5% tổng doanh thu hợp đồng. Khoản dự phòng được trích lập theo tiến độ thực hiện và hoàn nhập sau 12-36 tháng kể từ khi dự án hoàn thành, khi thời hạn bảo hành kết thúc. Khoản hoàn nhập được ghi nhận trên báo cáo kết quả HĐKD của một kỳ sau đó. Vì vậy, trong năm có nhiều hợp đồng lớn hết thời hạn bảo hành, lợi nhuận sẽ được hỗ trợ nhờ các khoản hoàn nhập liên quan đến công việc đã thực hiện trong những năm trước, thay vì hoạt động thi công của chính năm đó.

Vận hành tàu FSO/FPSO

PVS vận hành đội tàu FSO và FPSO theo hai hình thức: sở hữu và vận hành trực tiếp; hoặc đầu tư thông qua các liên doanh hạch toán theo phương pháp vốn CSH cùng những đơn vị điều hành mỏ thượng nguồn.

Danh mục tàu và các mỏ đang khai thác

Đội tàu đang phục vụ các mỏ trên thềm lục địa Việt Nam và ngoài khơi Malaysia. [Bảng 15](#) bày chi tiết từng tàu, đơn vị sở hữu và giá cho thuê theo ngày:

- Ruby II là tàu đóng góp lợi nhuận lớn nhất trong đội tàu, mang lại 448,9 tỷ đồng lãi từ liên doanh trong năm 2025 theo hợp đồng thuê vẫn còn hiệu lực.
- Giá cho thuê theo ngày của tàu Biển Đông 1 sẽ giảm từ 23.492 USD xuống 10.900 USD/ngày trong giai đoạn gia hạn 2028-2033, khiến lợi nhuận từ các liên doanh duy trì gần mức thấp. Do các hợp đồng thuê tàu hiện hữu hết hạn, HSC dự báo lợi nhuận từ liên doanh giảm từ 825,8 tỷ đồng trong năm 2025 xuống 542,7 tỷ đồng trong năm 2027. Con số này chỉ phục hồi nhẹ lên 553 tỷ đồng trong năm 2028, khi đóng góp trọn năm đầu tiên từ tàu FSO Lô B bù đắp tác động của việc giảm giá cho thuê tàu Biển Đông 1.
- Bên cạnh đó, liên doanh Rồng Đỏ MV12 đang trong quá trình giải thể.
- Theo thông tin công bố của Yinson Production, hợp đồng thuê tàu Lam Sơn chỉ kéo dài đến năm 2026. PVS chưa công bố thông tin về việc gia hạn hợp đồng này.

Bảng 15: Tổng quan đội tàu FSO/FPSO, PVS

PVS vận hành đội tàu chứa và xử lý dầu khí nổi đa dạng tại Việt Nam, với các hợp đồng kéo dài đến năm 2041

Công ty dự án (tỷ lệ vốn góp của PVS, tỷ lệ biểu quyết)	Tàu	Đối tác	Khách hàng / mỏ	Thời hạn hợp đồng	Đơn giá thuê ngày (USD/ngày)
PTSC Petroleum Services (consolidated)	FSO PPS 01 (ex-MV12)	Modec, Mitsui	Zarubezhneft EP Việt Nam từ ngày 1/11/2024, KNOC từ năm 2007 / Rồng Đỏ	2006–2024, thời hạn hợp đồng 18 năm, đã hết hạn và không được gia hạn; chuyển khỏi liên doanh Rồng Đỏ MV12 từ ngày 1/11/2024 và đổi tên 2009–tháng 12/2027	42,000
MVOT Labuan (49.0%, 50.0%)	Orkid (FSO)		Repsol Malaysia, trước đây là Talisman / PM3-CAA		45,000
MVOT Labuan (49.0%, 50.0%)	Golden Star (FSO)	MISC	Idemitsu Kosan / Sao Vàng – Đại Nguyệt 05.1	2020–2027, kèm quyền chọn gia hạn thêm 8 năm	68,900
VOFT Ruby (60.0%, 50.0%)	Ruby II (FPSO)	MISC	PetroViệt Nam từ ngày 10/9/2017, trước đó là Petronas Carigali Việt Nam / Hồng Ngọc	Từ năm 2010, hợp đồng vẫn còn hiệu lực tại thời điểm báo cáo năm 2025A	92,500
PTSC SEA (51.0%, 50.0%)	Biển Đông 1 (FSO)	Yinson	Biển Đông POC / 05.2 và 05.3	2011–giữa năm 2028; gia hạn từ giữa năm 2028 đến giữa năm 2033	23.492 USD, và 10.900 USD trong thời gian gia hạn
PTSC AP (51.0%, 50.0%)	Lam Sơn (FPSO)	Yinson	PVEP / 01/97 và 02/97	2012–2026	27,300
	PTSC Lạc Đà Vàng (FSO)	Yinson	Murphy Cửu Long Bắc / Lạc Đà Vàng	2027–2036 theo hợp đồng chính thức; gia hạn từ năm 2036 đến 2041	41.095 USD chính thức; và 27.397 USD trong thời gian gia hạn
	FSO Block B (mới)	Yinson	PQPOC / Block B – Ô Môn	2027–2041, thời hạn chắc chắn 14 năm và quyền chọn gia hạn thêm 9 năm	71,000

Nguồn: Yinson Production, Modec, HSC

Bảng 16: Phân tích SWOT mảng vận hành tàu FSO/FPSO của PVS

Mảng FSO/FPSO mang lại dòng tiền ổn định với tỷ suất lợi nhuận cao, nhưng đối mặt với rủi ro hợp đồng hết hạn trong ngắn hạn và rủi ro triển khai năng lực khai thác mới

Điểm mạnh	Điểm yếu
Các hợp đồng thuê tàu dài hạn tính theo đơn giá ngày tạo nguồn thu nhập định kỳ ổn định, giúp giảm sự phụ thuộc về cơ cấu vào chu kỳ doanh thu biến động mạnh của mảng chế tạo và xây lắp (M&C)	Một số tàu đối mặt với rủi ro hết hạn hoặc điều chỉnh hợp đồng trong ngắn hạn: Lam Sơn hết hạn năm 2026; đơn giá thuê Biển Đông 1 giảm từ 23.492 xuống 10.900 USD/ngày từ giữa năm 2028; Orkid hết hạn tháng 12/2027, gây áp lực lên thu nhập liên doanh
Thu nhập từ các liên doanh vận hành tàu FSO duy trì ổn định ở mức cao (450–760 tỷ đồng), ngay cả trong giai đoạn giá dầu chạm đáy 2016–2020	Theo dự báo của chúng tôi, thu nhập từ các liên doanh có xu hướng giảm, từ 655,9 tỷ đồng năm 2026F xuống mức thấp 542,7 tỷ đồng năm 2027F, trước khi tăng nhẹ lên 553,0 tỷ đồng năm 2028F, do các hợp đồng hiện hữu hết hạn mà không có tàu mới tương đương kịp đưa vào khai thác thay thế
Hợp đồng FSO Block B: thời hạn cố định 14 năm với PQPOC (đơn vị vận hành thượng nguồn của dự án Block B, do PVN chỉ định, với đầu ra được bảo đảm bởi chủ thể có sự hậu thuẫn của Nhà nước); áp dụng cơ chế đơn giá thuê ngày và quyền chọn gia hạn 9 năm — hợp đồng thuê tàu có thời hạn bảo đảm dài nhất trong đội tàu của PVS	Quá trình chế tạo tàu FSO Block B vẫn tiềm ẩn rủi ro thực hiện tại nhà máy đóng tàu Trung Quốc; đồng thời, dự án đòi hỏi vốn đầu tư lớn trước khi bắt đầu ghi nhận doanh thu
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng FSO đạt 5,8–7,0%, ngang bằng hoặc cao hơn tỷ suất lợi nhuận gộp hợp nhất của Tập đoàn ở mức 5,7%, góp phần duy trì khả năng sinh lời của Tập đoàn trong các giai đoạn suy giảm của mảng M&C	Đơn giá thuê ngày của các tàu hiện hữu là thông tin nhạy cảm về mặt thương mại và không được công bố rộng rãi, gây hạn chế cho việc đối chiếu minh bạch với các doanh nghiệp vận hành FSO trên thế giới
Cơ hội	Thách thức
Chậm đưa FSO Block B vào vận hành sau Q3/27 sẽ khiến doanh thu lùi sang năm 2028F hoặc muộn hơn, làm giảm tăng trưởng ngắn hạn của mảng FSO	Chậm đưa FSO Block B vào vận hành sau Q3/27 sẽ lùi thời điểm ghi nhận doanh thu sang năm 2028F hoặc muộn hơn, làm giảm tăng trưởng ngắn hạn của mảng FSO
Đơn giá thuê tàu giảm khi gia hạn hợp đồng do nguồn cung FSO toàn cầu tăng. Lợi thế nhà thầu hiện hữu và quan hệ với PVN giúp PVS giảm bớt áp lực cạnh tranh, nhưng không loại bỏ rủi ro khi đấu thầu lại	Đơn giá thuê tàu giảm khi gia hạn hợp đồng do nguồn cung FSO toàn cầu tăng. Lợi thế nhà thầu hiện hữu và quan hệ với PVN giúp giảm áp lực cạnh tranh, nhưng không loại bỏ rủi ro khi đấu thầu lại do không có quy định ưu tiên nội địa
Sản lượng tại các mỏ khai thác lâu năm suy giảm nhanh hơn dự báo	Sản lượng tại các mỏ lâu năm suy giảm nhanh hơn dự báo
Giá dầu giảm làm suy yếu dòng tiền của các nhà khai thác thượng nguồn, gia tăng nguy cơ tái cơ cấu hợp đồng hoặc chấm dứt sớm hợp đồng FSO tại các mỏ khai thác lâu năm	Giá dầu giảm làm suy yếu dòng tiền của các nhà khai thác thượng nguồn, gia tăng nguy cơ tái cơ cấu hợp đồng hoặc chấm dứt sớm hợp đồng FSO tại các mỏ lâu năm

Nguồn: HSC

Phân tích SWOT

Tính ổn định của mảng FSO/FPSO đến từ các hợp đồng thuê tàu dài hạn theo giá cho thuê theo ngày, vốn ít phụ thuộc vào chu kỳ M&C. Tuy nhiên, mức độ ổn định này đang suy giảm khi hợp đồng Lam Sơn hết hạn vào năm 2026, hợp đồng Orkid hết hạn vào năm 2027 và giá cho thuê tàu Biển Đông 1 giảm hơn một nửa từ năm 2028. Do đó, lợi nhuận từ các liên doanh dự báo giảm từ 825,8 tỷ đồng trong năm 2025 xuống 542,7 tỷ đồng trong năm 2027 và chỉ phục hồi một phần lên 553 tỷ đồng trong năm 2028. Tàu FSO Lô B sẽ bù đắp một phần tác động trên nhờ hợp đồng 14 năm kể từ năm 2027 với sự bảo đảm của doanh nghiệp nhà nước. Tuy nhiên, tiến độ chế tạo mới chỉ đạt 25,7% tính đến tháng 4/2026 nên dự án vẫn tiềm ẩn rủi ro triển khai. Nam Du - U Minh và Hải Sư Vàng có thể tạo thêm cơ hội đầu tư tàu khai thác nổi. Tuy nhiên, giá cho thuê theo ngày chưa được công bố, trong khi nguồn cung FSO toàn cầu tăng có thể gây sức ép lên giá cho thuê khi các hợp đồng được gia hạn.

Căn cứ dịch vụ kỹ thuật dầu khí

Mảng dịch vụ cảng & căn cứ dịch vụ kỹ thuật đóng góp 6,1% doanh thu năm 2025 với tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 20,2%. Đây là mức cao thứ hai trong các mảng của PVS, chỉ sau mảng Khác ở mức 22,5%, đồng thời cao gấp khoảng 7 lần tỷ suất lợi nhuận của mảng M&C. Vì vậy, đóng góp của mảng này vào lợi nhuận toàn Tập đoàn lớn hơn đáng kể so với tỷ trọng trong doanh thu. Hệ thống căn cứ cung ứng cũng giúp PVS hình thành trung tâm phục vụ các dự án EPC quốc tế.

Bảng 17: Phân tích SWOT mảng dịch vụ kỹ thuật dầu khí, PVS

Mảng dịch vụ kỹ thuật dầu khí của PVS hưởng lợi từ vị thế chiến lược thuận lợi

Điểm mạnh	Điểm yếu
Căn cứ dịch vụ tại Vũng Tàu có vị trí chiến lược, là đầu mối hậu cần chính cho các hoạt động dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam, với nguồn việc ổn định từ hoạt động thượng nguồn của các đơn vị thuộc PVN	Quy mô nhỏ, chỉ chiếm 6,1% doanh thu năm 2025A, nên khó tác động đáng kể đến lợi nhuận Tập đoàn dù tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 20,2%; công suất bị giới hạn bởi diện tích mặt bằng, khó mở rộng theo nhu cầu
Đội tàu dịch vụ ngoài khơi (OSV), dịch vụ ROV và hạ tầng cảng cung cấp giải pháp dịch vụ trọn gói cho các nhà khai thác ngoài khơi, giảm phụ thuộc vào các đơn vị logistics bên thứ ba	Doanh thu phụ thuộc trực tiếp vào hoạt động của giàn khoan và tàu thuyền thượng nguồn; cường độ khoan ngoài khơi giảm sẽ nhanh chóng kéo giảm sản lượng dịch vụ
Hạ tầng căn cứ dịch vụ giúp PVS trở thành đầu mối hậu cần tự nhiên cho các dự án EPC quốc tế triển khai từ Việt Nam, bao gồm các gói thầu tại Trung Đông	Cạnh tranh từ các đơn vị khai thác cảng và logistics độc lập gia tăng cùng với hoạt động ngoài khơi; khả năng định giá hạn chế do các hợp đồng thuộc Tập đoàn PVN được đấu thầu cạnh tranh thay vì chỉ định, trong khi Việt Nam không có quy định bắt buộc về tỷ lệ nội địa hóa
Cơ hội	Thách thức
PVN dự kiến tăng vốn đầu tư lên 4 tỷ USD/năm từ 2026F, thúc đẩy sản lượng dịch vụ tại căn cứ Vũng Tàu khi các dự án mở mới và hoạt động xây dựng Block B bước vào cao điểm	Giá dầu duy trì dưới 60–65 USD/thùng có thể khiến các chương trình khoan thượng nguồn bị cắt giảm, làm giảm công suất khai thác căn cứ dịch vụ, trong khi khả năng bù đắp từ nền chi phí cố định hạn chế
Vũng Tàu là đầu mối hậu cần cho các hợp đồng quốc tế: các dự án PVS trúng thầu tại Trung Đông hoặc Đông Nam Á đều cần huy động thiết bị và nhân lực qua căn cứ này, qua đó tăng doanh thu dịch vụ	Rủi ro pháp lý: thay đổi trong cơ chế nhượng quyền cảng hoặc cấp phép căn cứ dịch vụ tại Việt Nam có thể ảnh hưởng đến lợi thế khai thác độc quyền của PVS tại Vũng Tàu
Phát triển các cảng LNG và hạ tầng tái hóa khí gắn với các nhà máy điện LNG theo Quy hoạch điện VIII có thể tạo thêm nhu cầu dịch vụ căn cứ, do các cảng nhập khẩu LNG cần hỗ trợ hàng hải	

Nguồn: HSC

Bảng 18: cảng dịch vụ và căn cứ dịch vụ kỹ thuật, PVS

Mạng lưới căn cứ hậu cần trải rộng trên toàn quốc, không chỉ tập trung tại Vũng Tàu

Kịch bản	Vị trí	Quy mô (ha)
Sao Mai - Bến Đình	TP.HCM	113
Hạ lưu Vũng Tàu	TP.HCM	82.2
Nghi Sơn	Thanh Hóa	44.9
PTSC Phú Mỹ	TP.HCM	26.5
PTSC Đình Vũ	Hải Phòng	15.3
Dung Quất	Quảng Ngãi	14.5
Hòn La	Quảng Bình	10.3
Sơn Trà	Đà Nẵng	7.5
Tổng		314.2

Nguồn: HSC

Mạng lưới tài sản của PVS trải rộng trên cả nước thay vì tập trung tại một tỉnh, gồm 8 căn cứ với tổng diện tích 314,2 ha, từ Hải Phòng ở miền Bắc, Quảng Ngãi và Đà Nẵng ở miền Trung đến cụm TP.HCM ở miền Nam. Trong đó, căn cứ Sao Mai - Bến Đình rộng 113 ha và căn cứ hạ lưu Vũng Tàu rộng 82,2 ha, tổng cộng chiếm 62,1% diện tích toàn hệ thống. Đây là hai đầu mối chính phục vụ công tác chuẩn bị và triển khai các hoạt động thượng nguồn ngoài khơi tại Việt Nam. Mạng này có thể hưởng lợi từ hai động lực. Thứ nhất, kế hoạch nâng vốn đầu tư của PVN lên 4 tỷ USD mỗi năm kể từ năm 2026 có thể làm tăng khối lượng dịch vụ qua các căn cứ cung ứng khi hoạt động phát triển mở mới và thi công Lô B bước vào giai đoạn cao điểm. Thứ hai, nếu PVS giành được hợp đồng tại Trung Đông hoặc Đông Nam Á, Công ty sẽ phải huy động thiết bị và nhân lực thông qua hệ thống căn cứ cung ứng, qua đó tạo thêm doanh thu phí dịch vụ.

Việt Nam không áp dụng quy định bắt buộc về tỷ lệ nội địa hóa nên khối lượng công việc của mảng dịch vụ căn cứ cảng PVS không được pháp luật bảo hộ. Lợi thế của PVS nằm ở vị thế nhà cung cấp ưu tiên cho các dự án thượng nguồn do PVN vận hành hoặc có liên quan đến PVN nơi PVS đóng vai trò đơn vị dịch vụ kỹ thuật chủ lực và cạnh tranh chủ yếu về chất lượng dịch vụ thay vì giá. Đối với tất cả các lĩnh vực còn lại – từ khách hàng quốc tế, khách hàng trong nước ngoài hệ sinh thái PVN đến các hợp đồng gia công kết cấu điện gió ngoài khơi để xuất khẩu – PVS đều phải cạnh tranh công khai với các doanh nghiệp khai thác cảng và logistics độc lập. Đây cũng là những lĩnh vực mà áp lực lên tỷ suất lợi nhuận thường xuất hiện sớm nhất. PVS không công bố cơ cấu doanh thu chi tiết theo nhóm khách hàng. Số liệu tham chiếu gần nhất là doanh thu quốc tế đạt 7.848 tỷ đồng trong năm 2025, tương đương 24%

doanh thu hợp nhất. Tuy nhiên, đây chỉ là chỉ báo một phần chứ không phản ánh toàn bộ doanh thu cạnh tranh trên thị trường, do chưa bao gồm các hợp đồng trong nước ngoài hệ sinh thái PVN, trong khi một phần doanh thu quốc tế vẫn có thể được thực hiện thông qua các đơn vị liên quan đến PVN.

Tổng quan về ngành, thị trường và chiến lược

Thị trường tiềm năng của PVS gồm các mỏ dầu khí ngoài khơi tại Việt Nam đang chuyển từ giai đoạn phát hiện sang phát triển, cùng các hợp đồng chế tạo xuất khẩu mà Công ty giành được tại nước ngoài. Lô B - Ô Môn là dự án trọng tâm trong giá trị hợp đồng chưa thực hiện hiện tại và là luận điểm đầu tư chính đối với cổ phiếu PVS trong ba năm tới. Ngoài ra, PVS còn được hưởng lợi từ danh mục hợp đồng M&C tiềm năng, các gói thầu quốc tế, Luật Dầu khí sửa đổi và điện gió ngoài khơi – hiện chủ yếu tạo doanh thu từ các hợp đồng xuất khẩu, trong khi thị trường trong nước vẫn chưa mang lại cơ hội kinh doanh rõ ràng. Cuối cùng, đội tàu FSO/FPSO tạo ra nguồn lợi nhuận định kỳ ổn định, đóng vai trò nền tảng cho toàn bộ hoạt động của PVS.

Các dự án dầu khí trong nước

Danh mục dự án tiềm năng trong nước lớn hơn số dự án HSC đã đưa vào mô hình dự báo. Bảng 19 liệt kê những mỏ đã được phê duyệt phát triển hoặc đã tiến gần đến thời điểm phê duyệt để có thể trở thành nguồn công việc M&C cho PVS trong vài năm tới, thay vì chỉ phản ánh trữ lượng dầu khí chưa phát triển của Việt Nam. Danh sách này chủ động loại trừ một số phát hiện lớn như Cá Voi Xanh do thời điểm phát triển dự án chưa đủ rõ ràng để HSC giả định PVS sẽ được trao hợp đồng. Một số mỏ nhỏ hơn cũng không được đưa vào vì lý do tương tự. Hải Sư Vàng Hải Sư Vàng – một cơ hội FPSO thực sự tại thị trường trong nước – hiện vẫn chưa đáp ứng tiêu chí tương tự nên chưa được đưa vào bảng. Quyết định đầu tư cuối cùng dự kiến được đưa ra trong Q4/2027, trong khi phương án khai thác vẫn đang được cân nhắc giữa tàu FPSO và giải xử lý trung tâm cố định kết hợp với tàu FSO.

Bảng 19: Các mỏ dầu khí ngoài khơi Việt Nam có khả năng được phát triển trong ngắn hạn

Các dự án ngoài khơi Việt Nam đặt mục tiêu đạt tổng sản lượng khí 8 tỷ m³/năm và dầu 40.000 thùng/ngày vào năm 2028

Dự án	Thời điểm khai thác đầu tiên	Sản lượng dự kiến hàng năm	Tổng trữ lượng	Ghi chú
Lô B – Ô Môn	Q3/27	Khoảng 5 tỷ m ³ khí	107–110 tỷ m ³ khí	Cung cấp khí cho bốn nhà máy nhiệt điện tại tỉnh Cần Thơ
Lạc Đà Vàng	Q4/26	30.000–40.000 thùng dầu/ngày	100 triệu thùng dầu quy đổi	Sản lượng đỉnh ước tính tương đương 30–40% sản lượng dầu thô của Việt Nam năm 2023
Nam Du – U Minh	Cuối năm 2028	Khoảng 723 triệu m ³ khí	5,6 tỷ m ³ khí	Hai giàn đầu giếng không người vận hành, kết nối về tàu chứa và xử lý dầu khí thuê ngoài (FPSO); khí được vận chuyển qua đường ống dài 34 km, đầu nối nóng vào đường ống trực PM3 – Cà Mau
Thiên Nga – Hải Âu	Dự báo năm 2027, so với kế hoạch hướng dẫn cho Q4/26	Khoảng 620 triệu m ³ khí	7,43 tỷ m ³ khí	Đầu nối hoàn toàn bằng đường ống thông qua giàn Rồng Đôi tại Lô 11-2 vào hệ thống Nam Côn Sơn 1; phương án phát triển không sử dụng thiết bị khai thác nổi
Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B	Q4/27 đến Q1/28	1,29 tỷ m ³ khí	17 tỷ m ³ khí	Quyết định đầu tư cuối cùng được thông qua năm 2025
Hải Thạch – Mộc Tinh (phát triển mỏ hiện hữu)	Q1/26	0,36 tỷ m ³ khí	35,9 tỷ m ³ khí, 15,2 triệu tấn condensate	Bổ sung nguồn cung khí từ đầu năm 2026
Tổng		8 tỷ m³ khí, 30.000–40.000 thùng dầu/ngày	173 tỷ m³ khí, 100 triệu thùng dầu quy đổi	

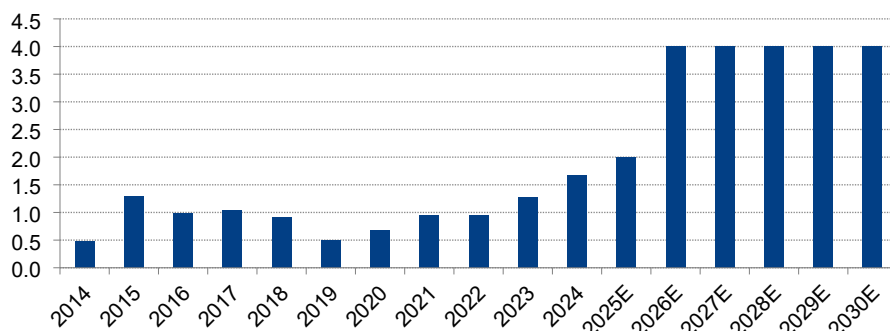
Nguồn: HSC

PVN dự kiến chi 4 tỷ USD vốn đầu tư mỗi năm trong 5 năm tới, qua đó tạo nguồn công việc dài hạn cho các mảng M&C và FSO của PVS. Kế hoạch đầu tư này trực

tiếp hỗ trợ dự án Lô B - Ô Môn – động lực doanh thu lớn nhất của PVS trong ngắn hạn – cùng chu kỳ trao thầu EPCI rộng hơn tại thị trường trong nước.

Bảng 20: Vốn đầu tư của PVN (tỷ USD)

Dự kiến bình quân đạt 4,0 tỷ USD/năm trong 5 năm tới



Nguồn: PVN, Fitch

Biểu đồ 21: Tổng quan dự án Lô B Ô Môn

Cung cấp 5 tỷ m³ khí /năm cho 4 nhà máy điện tại Trung tâm Điện lực Ô Môn



Nguồn: PVS

Lô B - Ô Môn: PVS giữ vai trò nhà thầu M&C và FSO chủ chốt

Mỏ khí và chuỗi giá trị

Mỏ khí Lô B nằm trên hai lô hợp đồng dầu khí ngoài khơi 48/95 và 52/97 tại Vịnh Thái Lan, cách bờ biển Cà Mau khoảng 150 km. Trữ lượng đã được chứng minh đạt 107 tỷ mét khối khí. Mỏ do Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC, chưa niêm yết) vận hành, với quyền lợi tham gia thượng nguồn thuộc về PTTEP của Thái Lan (chưa khuyến nghị), Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS; Mua vào, giá mục tiêu 120.000đ) và PVEP (chưa niêm yết). Khí khai thác ngoài khơi sẽ được vận chuyển qua tuyến đường ống chuyên dụng dài 431 km (gồm 329 km dưới biển và 102 km trên bờ) đến Trung tâm Điện lực Ô Môn gần Cần Thơ. Khi hoàn thành, trung tâm này sẽ gồm bốn nhà máy điện khí Ô Môn I-IV với tổng công suất lắp đặt trên 3.700 MW.

Đối với PVS, chuỗi giá trị của dự án được triển khai theo trình tự. Trước tiên, Công ty chế tạo và lắp đặt hạ tầng đường ống ngoài khơi thuộc các gói EPCI#1 và EPCI#2. Đồng thời, thông qua PTSC SEA, PVS sở hữu và vận hành tàu FSO được đóng tại Trung Quốc để phục vụ mỏ. Sau đó, tàu FSO sẽ tạo ra dòng doanh thu định kỳ dài hạn ít nhất đến năm 2041. Giai đoạn thi công kéo dài từ năm 2024 đến năm 2027, sau đó tàu FSO bước vào thời hạn vận hành cố định 14 năm.

Vai trò của PVS: Ba hợp đồng, hai giai đoạn

PVS nắm giữ ba hợp đồng tại dự án Lô B, mỗi hợp đồng có đặc điểm doanh thu và tỷ suất lợi nhuận khác nhau:

- **EPCI#1** bao gồm giàn xử lý trung tâm (CPP) và tuyến đường ống nội mỏ chính kết nối các giàn đầu giếng với CPP. Đây là gói thầu lớn và phức tạp hơn trong hai gói EPCI, đồng thời có hàm lượng kỹ thuật cao hơn. Vì vậy, HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp của gói này sẽ hơi cao hơn mức bình quân mảng M&C của PVS.
- **EPCI#2** bao gồm tuyến đường ống dẫn khí ngoài khơi từ giàn CPP đến điểm đầu nối trên bờ tại Cà Mau – tức tuyến ống trực dưới biển kết nối trực tiếp mỏ khí với Trung tâm Điện lực Ô Môn. Xét theo tỷ lệ hoàn thành, EPCI#2 đang tiến triển nhanh hơn EPCI#1 do được triển khai sớm hơn.
- Hợp đồng thứ ba, đồng thời có ý nghĩa chiến lược lớn nhất đối với lợi nhuận dài hạn, là **chế tạo và vận hành tàu FSO** Thông qua liên doanh mà PVS sở hữu 51% vốn, Công ty đang đặt đóng riêng một tàu FSO tại Trung Quốc để phục vụ Lô B. Sau khi đi vào vận hành, tàu sẽ cung cấp dịch vụ lưu trữ và xuất bán condensate cho mỏ theo hợp đồng cho thuê cố định 14 năm, kèm quyền gia hạn thêm 9 năm. Khác với các hợp đồng EPCI trọn gói, doanh thu FSO được tính theo đơn giá thuê ngày và có tính ổn định. Vì vậy, đây sẽ là nguồn doanh thu định kỳ chủ lực của PVS kể từ năm 2027.
- M&C là mảng đóng góp doanh thu lớn nhất, bao gồm chế tạo giàn ngoài khơi, lắp đặt kết cấu siêu trường siêu trọng và thi công đường ống ngầm dưới biển. PVS không công bố cấu trúc doanh thu chi tiết trong mảng này. Theo ước tính của HSC, hoạt động dầu khí ngoài khơi đóng góp khoảng 54% trong tổng doanh thu M&C năm 2025 là 21.804 tỷ đồng; năng lượng tái tạo ngoài khơi chiếm 31,5%; dầu khí trên bờ chiếm 2,5%; và phần còn lại đến từ các hoạt động M&C khác.

Tiến độ xây dựng:

- **EPCI#1** hoàn thành 74,11% tính đến [tháng 8/2026](#).
- **EPCI#2** hoàn thành 87,6% khối lượng thuộc dự án phát triển mỏ tính đến tháng 3/2026.
- Công tác chế tạo tàu **FSO** hoàn thành 24,5% tính đến tháng 3/2026.
- **Hợp đồng EPC đường ống trên bờ** hoàn thành 39,51% tính đến tháng 3/2026.

Đóng góp của Lô B vào báo cáo KQKD

PVS ghi nhận doanh thu Lô B theo phương pháp tỷ lệ hoàn thành. HSC chia đóng góp của dự án vào báo cáo KQKD thành ba giai đoạn.

Năm 2026 – đẩy mạnh thi công: Cả **EPCI#1** và **EPCI#2** đều đang được triển khai, giúp doanh thu mảng M&C dự báo tăng trưởng 19% đạt 26 nghìn tỷ đồng. HSC dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C tăng từ 2,88% trong năm 2025 lên 8% trong năm 2026. Tuy nhiên, nếu so sánh trên cùng cơ sở kế toán, mức cải thiện thực chất chỉ vào khoảng 110-190 điểm cơ bản và chủ yếu tập trung trong nửa cuối năm, gần thời điểm bàn giao EPCI#2. Phần tăng còn lại đến từ cách trình bày mới đối với dự phòng bảo hành, làm tăng tỷ suất lợi nhuận báo cáo nhưng không ảnh hưởng đến lợi nhuận thuần. Lợi nhuận thuần năm 2026: dự báo đạt 2.301 tỷ đồng.

Năm 2027 – hoàn tất thi công và bàn giao: EPCI#1 cơ bản hoàn thành, trong khi tàu FSO hoàn tất quá trình chế tạo, chạy thử và đưa vào vận hành. Doanh thu mảng M&C dự báo đạt đỉnh 35,6 nghìn tỷ đồng khi các hợp đồng mới bước vào giai đoạn triển khai mạnh hơn (theo giả định của HSC) trong khi khối lượng công việc tại Lô B dần thu hẹp. Lợi nhuận thuần dự báo giảm nhẹ xuống 2.213 tỷ đồng.

Từ năm 2027 – giai đoạn vận hành tàu FSO: Tàu FSO dự kiến bắt đầu vận hành thương mại vào khoảng Q3/2027, cùng thời điểm mục tiêu đón dòng khí đầu tiên. Trong thời hạn thuê cố định 14 năm, tàu dự kiến đóng góp khoảng 3,6 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm cho PVS thông qua lợi nhuận từ liên doanh. Nhờ hợp đồng dài hạn đã ký, dòng lợi nhuận này có tính ổn định và khả năng dự báo cao, tương tự thu nhập từ trái phiếu.

Giá trị hợp đồng chưa thực hiện và danh mục hợp đồng tiềm năng của mảng M&C

M&C là động lực doanh thu chủ lực của PVS, đóng góp 66,6% doanh thu Tập đoàn trong năm 2025 và là nguồn chính giúp lợi nhuận gộp cải thiện trong hai năm qua.

Các hợp đồng đã được trao và đưa vào dự báo của HSC có tổng giá trị trong toàn bộ thời hạn thực hiện là 2,2 tỷ USD (chưa bao gồm hợp đồng Maydan Mahzam EPIC-1 mới giành được). Trong đó, PVS dự kiến ghi nhận 770 triệu USD doanh thu trong năm 2026 và 403 triệu USD trong năm 2027.

Sau thời gian dài duy trì ở mức thấp, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C đã phục hồi từ đáy 0,84% trong năm 2024 lên 2,88% trong năm 2025. Mức 6,6% báo cáo trong nửa đầu năm 2026 không thể so sánh trực tiếp với chuỗi số liệu trước đó, do khoảng 400 điểm cơ bản đến từ việc phân loại lại dự phòng bảo hành. Nếu áp dụng nhất quán cách trình bày cũ, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C trong nửa đầu năm 2026 chỉ đạt 2,6%. Để duy trì đà phục hồi thực chất của tỷ suất lợi nhuận, PVS cần liên tục giành được các hợp đồng mới. Theo HSC, triển vọng mảng M&C trong giai đoạn 2026-2028 đang tích cực nhất trong một thập kỷ.

Giá trị hợp đồng chưa thực hiện hiện tại: Lô B - Ô Môn chi phối doanh thu trong ngắn hạn

Dự án khí Lô B - Ô Môn là hợp đồng trọng tâm trong giá trị hợp đồng chưa thực hiện hiện tại của PVS. Dự án bao gồm các hợp đồng EPCI cho giàn xử lý trung tâm và hệ thống đường ống nội mỏ, cùng hợp đồng EPC cho đường ống trên bờ, với tổng doanh thu dành cho PVS đạt khoảng 1 tỷ USD. Theo ước tính của HSC, doanh thu từ giai đoạn này được ghi nhận trong giai đoạn 2024-2027 và đóng góp khoảng 10 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm cho PVS.

Ngoài Lô B, giá trị hợp đồng chưa thực hiện của PVS vào đầu năm 2026 còn gồm các hợp đồng dịch vụ O&M, phạm vi công việc liên quan đến FSO và danh mục các dự án chế tạo, lắp đặt quy mô nhỏ hơn trong nước. Doanh thu M&C đạt 21,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và dự kiến tăng lên 26 nghìn tỷ đồng trong năm 2026, cho thấy giá trị hợp đồng chưa thực hiện hiện ở mức lớn. Phần lớn doanh thu M&C dự báo cho năm 2026 đã có hợp đồng hoặc đến từ các gói thầu đang ở giai đoạn cuối của quá trình trao thầu.

Các dự án tiềm năng chưa được trao thầu

Đối với những hợp đồng đã xác định cụ thể, HSC dự báo riêng doanh thu của từng hợp đồng và phân bổ theo các năm dự kiến ghi nhận. Phần doanh thu còn thiếu để hoàn thành dự báo tổng thể cũng được thể hiện qua từng dự án giả định cụ thể, thay vì gộp chung vào một khoản không xác định.

Các yếu tố có thể giúp KQKD cao hơn dự báo hiện tại của HSC gồm:

- Gói thầu Maydan Mahzam EPIC-1 đã được trao cho PVS nhưng phạm vi công việc và giá trị hợp đồng vẫn đang được đàm phán.
- Các hạng mục tiếp theo tại dự án Lạc Đà Vàng.
- Kết quả đấu thầu vòng 3.3 tại Đài Loan.

Các giả định đã đưa vào dự báo của HSC:

- Nam Du - U Minh: HSC giả định PVS được trao hợp đồng trong năm 2026 và ghi nhận tổng cộng 500 triệu USD doanh thu EPCI, gồm **250 triệu USD** trong năm 2027 và **250 triệu USD** trong năm 2028.
- Các dự án EPCI dầu khí ngoài khơi khác chưa xác định: HSC giả định doanh thu đạt 100 triệu USD trong năm 2026 và 300 triệu USD mỗi năm trong các năm 2027-2028.
- Các dự án năng lượng tái tạo ngoài khơi chưa xác định: HSC giả định doanh thu đạt 250 triệu USD mỗi năm trong giai đoạn 2027-2029, 170 triệu USD trong năm 2030 và 100 triệu USD trong năm 2028.
- Các dự án EPCI trên bờ: HSC giả định giá trị hợp đồng mới đạt **100 triệu USD** mỗi năm trong giai đoạn 2026-2028.

Trong dự báo của HSC, tỷ trọng doanh thu M&C đến từ các hợp đồng đã ký giảm từ 97% trong năm 2025 xuống 79% trong năm 2026 và 31% trong năm 2027, trước khi

về 0% kể từ năm 2028. Do đó, từ năm 2028, toàn bộ dự báo doanh thu M&C phụ thuộc vào các hợp đồng giá định chưa được ký kết. Đây cũng là nguyên nhân HSC dự báo doanh thu M&C giảm từ 35,6 nghìn tỷ đồng trong năm 2027 xuống 27,9 nghìn tỷ đồng trong năm 2028. Mức giảm này không có nghĩa là chúng tôi dự báo HĐKD thu hẹp, mà do khối lượng công việc EPCI đã xác định tại Lô B dần kết thúc và mới chỉ được bù đắp một phần nhờ các dự án PVS chưa tham gia đấu thầu hoặc chưa được trao hợp đồng.

Về khả năng giành hợp đồng mới, tại cuộc gặp với chuyên viên phân tích gần đây, BLĐ cho biết PVS có tỷ lệ trúng thầu 100% đối với các trạm biến áp ngoài khơi và đang nắm giữ khoảng 9% thị trường EPC toàn cầu trong lĩnh vực này. Tỷ lệ trúng thầu đối với các loại dự án khác đạt khoảng 50%.

Bảng 22: Tổng hợp backlog đơn hàng mảng Cơ khí và Xây lắp (M&C), PVS

Backlog theo dự án, doanh thu dự kiến ghi nhận và giá trị hợp đồng còn lại

Dự án / Hợp đồng	Mảng	Vai trò của PVS	Tổng giá trị hợp đồng	Thời gian dự kiến ghi nhận doanh thu
Lô B - Ô Môn (CPP, đường ống)	M&C	EPCI	Khoảng 1 tỷ USD	2024-2027 (dự báo)
Sư Tử Trắng giai đoạn 2B	M&C	EPCIC	385 triệu USD	2026-2027 (dự báo)
Lạc Đà Vàng giai đoạn 1A (LDV-A CPP)	M&C	EPCIC	Không công bố (ước tính khoảng 250 triệu USD)	2024-2026 (dự báo)
Phạm vi công việc tiếp theo tại dự án Lạc Đà Vàng (chưa đặt tên)	M&C	ứng cử viên EPCI	Không công bố	Không có trong dự báo
Long Phú 1 (phần công việc còn lại)	M&C	Nhà thầu	158 triệu USD (phần còn lại)	2025-2027 (dự báo)
Nam Du - U Minh (các giàn đầu giếng - WHP, đường ống)	M&C	ứng cử viên EPCI	500 triệu USD (giá định của HSC, không công bố)	2027-2028 (dự báo)
Các dự án EPCI dầu khí khác (chưa phân bổ cụ thể)	M&C		1,2 tỷ USD (giá định của HSC)	2027-2030 (dự báo)
Baltica 2 (4 trạm biến áp ngoài khơi)	M&C	Chế tạo	180 triệu USD	2023-2026 (dự báo)
Fengmiao 1	M&C	Chế tạo	90 triệu USD (giá định của HSC)	2023-2026 (dự báo)
Formosa 4	M&C	Chế tạo	100 triệu USD (giá định của HSC)	2025-2027 (dự báo)
Điện gió ngoài khơi (chưa phân bổ cụ thể)	M&C		1 tỷ USD (giá định của HSC)	2027-2030 (dự báo)
Mảng M&C trong nước (khác)	M&C			2026-2028 (dự báo)
Maydan Mahzam EPIC-1 (Qatar)	M&C	PTSC M&C (sole)	3,3 tỷ USD	2027-2032 (không có trong dự báo)

Nguồn: HSC

Cơ hội từ dự án Lạc Đà Vàng

Tại dự án Lạc Đà Vàng (thuộc Lô 15-1/05, bể Cừu Long do Murphy Oil vận hành), PTSC M&C đảm nhận hợp đồng EPCIC cho giàn xử lý trung tâm LDV-A. Phần kết cấu thượng tầng và chân đế giàn đã hoàn tất hạ thủy ngày 30/6/2026. Công tác lắp đặt và đón dòng dầu đầu tiên dự kiến diễn ra trong Q4/2026. HSC ước tính tổng giá trị hợp đồng EPCI còn lại của dự án Lạc Đà Vàng là 250 triệu USD, trong đó khoảng 80 triệu USD dự kiến được ghi nhận trong năm 2026. Tuy nhiên, cả PVS và Murphy Oil đều chưa công bố giá trị hợp đồng. Định hướng của Murphy Oil cho thấy dự án có thể phát sinh thêm các giàn đầu giếng và hoạt động khoan đến năm 2029, cùng cơ hội kết nối các địa điểm phát hiện dầu khí lân cận vào hạ tầng hiện hữu. Tuy nhiên, các hạng mục tiếp theo này chưa được xác định cụ thể, ký hợp đồng hay phê duyệt đầu tư, nên HSC chưa đưa vào dự báo.

Nam Du - U Minh: Dự án duy nhất chưa được trao thầu nhưng đã đưa vào dự báo

Nam Du - U Minh do Jadestone Energy phát triển tại các lô 46/07 và 51. Kế hoạch phát triển mô đã được phê duyệt vào tháng 3/2026. Đây là dự án duy nhất chưa được trao thầu và chưa có quyết định đầu tư cuối cùng nhưng đã được HSC đưa vào dự báo: chúng tôi giả định PVS sẽ giành được hợp đồng EPCI gồm chế tạo và lắp đặt trong năm 2026, với tổng doanh thu 500 triệu USD, được ghi nhận đều 250 triệu USD mỗi năm trong năm 2027 và 2028. Giả định này dựa trên mô hình kết hợp giữa hợp đồng EPCI và hợp đồng cho thuê công trình khai thác nổi mà PVS đã áp dụng tại dự án Lô B. Hiện chưa có thông tin chính thức nào về việc trao hợp đồng, trong khi bản thân dự án cũng chưa có quyết định đầu tư cuối cùng. HSC cũng chưa đưa doanh thu cho thuê công trình khai thác nổi vào dự báo; nếu phát sinh, phần đóng góp này

sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận từ liên doanh. Mức độ phụ thuộc vào giả định này tương đối lớn: Nam Du - U Minh đóng góp 19% dự báo doanh thu M&C trong năm 2027 và 25% trong năm 2028.

Danh mục dự án ngoài khơi quốc tế: Cơ hội từ Trung Đông

Trên thị trường quốc tế, cơ hội lớn nhất hiện nay là Gói 1 thuộc dự án mở rộng mỏ dầu Maydan Mahzam của Qatar Energy, chương trình có tổng vốn đầu tư 4-5 tỷ USD và được chia thành 4 gói thầu. Ngày 15/9/2026, PVS công bố công ty con mà Công ty sở hữu 100% vốn là PTSC Mechanical & Construction đã nhận thư trao thầu từ Qatar Energy vào ngày 13/9/2026 cho gói EPIC-1. PVS được lựa chọn làm nhà thầu duy nhất sau khi vượt qua doanh nghiệp nhà nước Trung Quốc COOEC. Phạm vi công việc là EPCIC – gồm thiết kế, mua sắm, xây dựng, lắp đặt và chạy thử – thay vì chỉ chế tạo. Do đó, HSC kỳ vọng hợp đồng sẽ có tỷ suất lợi nhuận cao hơn. Theo MEED, hợp đồng bao gồm việc chế tạo hơn 78.000 tấn kết cấu thượng tầng. Giá trị hợp đồng và thời gian thực hiện vẫn đang được đàm phán, trong khi hợp đồng chính thức dự kiến được ký vào tháng 10/2026. Vì vậy, HSC chưa đưa dự án Maydan Mahzam vào dự báo cơ sở. Nếu hợp đồng được ký, dự án sẽ kéo dài khả năng dự báo doanh thu quốc tế của PVS trong các năm 2027-2028, đồng thời bổ sung hồ sơ năng lực quan trọng để Công ty tham gia các gói thầu quốc tế trong tương lai.

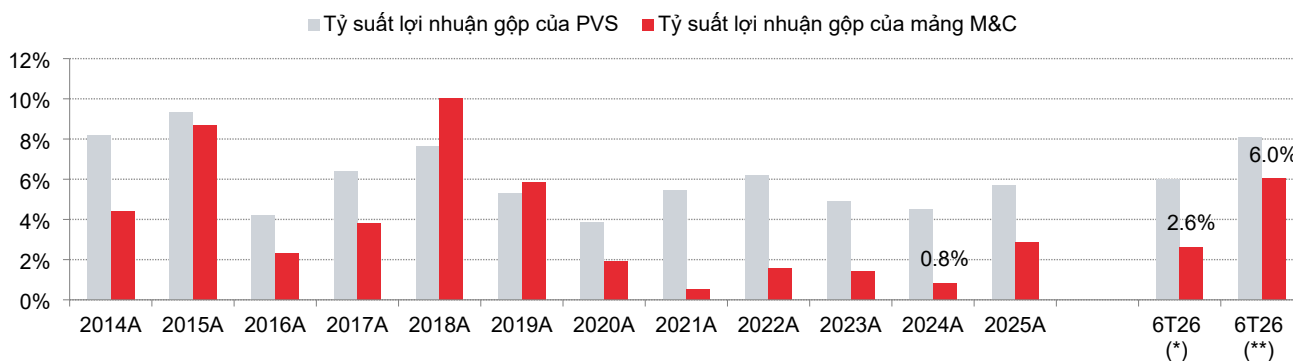
Tỷ suất lợi nhuận mảng M&C: Đà phục hồi nhiều khả năng mang tính cơ cấu thay vì chu kỳ

Trên cơ sở so sánh tương đương, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện từ mức 0,84% trong năm 2024 lên 2,88% trong năm 2025 và đạt 2,6% trong nửa đầu năm 2026. Nếu loại trừ khoản dự phòng 357 tỷ đồng cho hợp đồng có rủi ro lớn liên quan đến trạm biến áp ngoài khơi Hải Long, được PVS ghi nhận trong Q2/2026, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C trong nửa đầu năm 2026 đạt 6%.

Tỷ suất lợi nhuận cải thiện nhờ một số yếu tố. Thứ nhất, các hợp đồng Lô B - Ô Môn có tỷ suất lợi nhuận cao hơn về mặt cơ cấu so với các dự án ít phức tạp hơn từng chiếm phần lớn giá trị hợp đồng chưa thực hiện của PVS trong giai đoạn 2023-2024. Hàm lượng kỹ thuật cao hơn và vai trò nhà thầu EPCI chính (chứ không phải nhà thầu phụ) giúp PVS giữ lại phần lợi nhuận lớn hơn từ hợp đồng. Thứ hai, vị thế nhà thầu lâu năm của PVS ngày càng phát huy hiệu quả nhờ lợi thế về vị trí địa lý và kinh nghiệm triển khai đã được chứng minh.

Biểu đồ 23: Tỷ suất lợi nhuận gộp của Tập đoàn và mảng Cơ khí và Xây lắp (M&C), PVS

Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C đang phục hồi từ mức nền thấp năm 2021



Ghi chú: (*) Giả định PVS lập báo cáo theo Thông tư 202 đã hết hiệu lực; (**) giả định PVS lập báo cáo theo Thông tư 202 đã hết hiệu lực và điều chỉnh khoản dự phòng Hải Long
 Nguồn: PVS, HSC

Triển vọng hợp đồng mới: Giá trị hợp đồng chưa thực hiện tăng trong giai đoạn 2026-2028

Theo giả định của HSC, giá trị hợp đồng được trao trong giai đoạn 2026-2028 sẽ đạt đỉnh vào năm 2027, khi các hợp đồng mới được đẩy mạnh triển khai trong lúc khối lượng công việc tại Lô B dần thu hẹp. Sang năm 2028, giá trị hợp đồng dự kiến giảm

trở lại khi các dự án đã được trao hoàn tất. Vì vậy, so với giai đoạn gần đây, tốc độ giành được các hợp đồng mới ở cả thị trường trong nước và quốc tế trong 18 tháng tới sẽ có ý nghĩa quan trọng hơn đối với giá trị hợp đồng chưa thực hiện. Ở kịch bản tích cực, việc ký hợp đồng chính thức gói EPIC-1 Maydan Mahzam đã được trao thầu và/hoặc PVS sớm được trao thêm phần công việc tiếp theo tại Lạc Đà Vàng sẽ giúp kéo dài đà gia tăng của giá trị hợp đồng chưa thực hiện sang sau năm 2027.

Điện gió ngoài khơi: Động lực tăng trưởng thứ hai của mảng M&C đã hình thành trong nhiều năm

Vai trò của PVS trong một dự án điện gió ngoài khơi

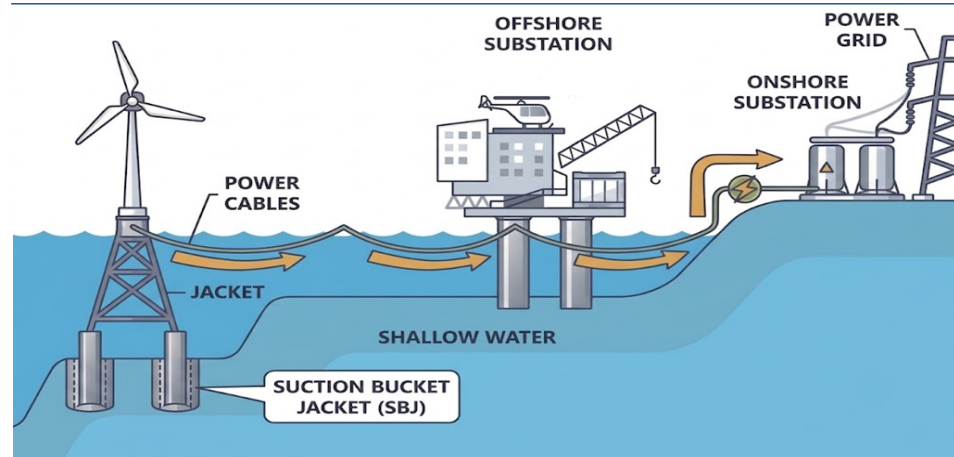
Phần này lần lượt phân tích: phạm vi tham gia của PVS và khả năng sinh lời; khoản lỗ duy nhất được ghi nhận đến nay tại dự án Hải Long; thay đổi quy định trong vòng đấu thầu 3.3 tại Đà Loan; quy mô thị trường tiềm năng ngoài Trung Quốc đang thu hẹp; và lý do hoạt động chế tạo kết cấu điện gió được kỳ vọng có tỷ suất lợi nhuận cao hơn về mặt cơ cấu so với hoạt động dầu khí cốt lõi của PVS.

Một trang trại điện gió ngoài khơi gồm năm nhóm hạng mục chính: hệ thống móng giúp cố định từng tua-bin xuống đáy biển, các tua-bin gió, một hoặc hai trạm biến áp ngoài khơi để nâng điện áp trước khi truyền tải điện ra khỏi dự án, hệ thống cáp liên kết nội bộ và cáp truyền tải điện về bờ, hệ thống đấu nối với lưới điện trên bờ. PVS chỉ tham gia vào khâu chế tạo kết cấu và tập trung vào hai nhóm sản phẩm: móng tua-bin và hai bộ phận của trạm biến áp ngoài khơi, gồm chân đế cố định xuống đáy biển và kết cấu thượng tầng chứa thiết bị điện. PVS không sản xuất tua-bin, không thi công cáp và không thực hiện công tác lắp đặt ngoài khơi. Công ty tiếp cận hai nhóm sản phẩm trên thông qua hai hình thức hợp tác thương mại khác nhau; sự khác biệt này quyết định tỷ suất lợi nhuận và giá trị công việc trên mỗi sản phẩm.

Một điểm cần lưu ý về tiến độ: PVS thường được trao hợp đồng chế tạo trước thời điểm nhà phát triển dự án chính thức đưa ra quyết định đầu tư cuối cùng (FID) khoảng 13-19 tháng. Vì vậy, việc PVS được trao hợp đồng không đồng nghĩa dự án đã hoàn tất phê duyệt đầu tư và chắc chắn được triển khai.

Biểu đồ 24: Các hạng mục công việc điển hình trong dự án điện gió ngoài khơi

PVS chế tạo kết cấu chân đế, cọc nối chân đế (SBJ) và trạm biến áp ngoài khơi



Nguồn: HSC

Hiệu quả kinh tế của hoạt động chế tạo tại PVS có thể được đánh giá rõ nhất theo doanh thu trên mỗi tấn kết cấu. Tại các dự án Greater Changhua 2b và 4 (hợp đồng gồm 33 móng chân đế hút chân không với tổng khối lượng 75.900 tấn và giá trị 350 triệu USD) tương ứng doanh thu khoảng 4.600 USD/tấn. PVS không công bố chi tiết doanh thu chế tạo kết cấu của trạm biến áp ngoài khơi Hải Long. Tuy nhiên, do phạm vi công việc tương đồng, HSC ước tính doanh thu chế tạo cũng đạt khoảng 4.600 USD/tấn, tương đương 46% tổng doanh thu hợp đồng. Cả hai mức ước tính đều nhạy cảm với giá thép. Biến động giá thép có thể làm thay đổi hiệu quả doanh thu trên mỗi tấn của từng hợp đồng, dù khối lượng chế tạo không đổi.

Hải Long: Dự án duy nhất ghi nhận lỗ

Trong nửa đầu năm 2026, PVS trích lập 357,4 tỷ đồng dự phòng cho hợp đồng trạm biến áp ngoài khơi Hải Long. Đây là khoản lỗ duy nhất được Công ty công bố đối với danh mục hợp đồng điện gió cho đến nay.

Khoản dự phòng này tăng từ 53 tỷ đồng trong BCTC năm 2025 – thời điểm PVS bắt đầu trích lập, so với mức 0 đồng trong năm 2024 – lên 410,3 tỷ đồng trong BCTC nửa đầu năm 2026. Đây là khoản mục riêng biệt, không liên quan đến dự phòng bảo hành công trình. Theo Thông tư 99, dự phòng cho hợp đồng có rủi ro lớn liên quan đến hàng tồn kho hợp đồng được ghi nhận vào giá vốn hàng bán thay vì chi phí bán hàng. Vì vậy, phần dự phòng tăng thêm khoảng 357 tỷ đồng đã làm giảm tương ứng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C trong nửa đầu năm 2026. Khoản dự phòng này chưa làm phát sinh dòng tiền ra cho đến khi khoản lỗ thực tế được ghi nhận. Nếu chi phí thực tế của dự án thấp hơn ước tính, PVS có thể hoàn nhập phần dự phòng còn dư. Giá trị phần hợp đồng gói thầu Hải Long của PVS là 90 triệu USD. Nếu toàn bộ khoản dự phòng 410 tỷ đồng liên quan đến hợp đồng này, số tiền trên tương đương khoảng 17% giá trị hợp đồng của PVS. Điều này cho thấy rủi ro thua lỗ từ hợp đồng trạm biến áp ngoài khơi theo giá cố định là đáng kể và PVS thực tế đã ghi nhận rủi ro này.

Vòng đấu thầu 3.3 tại Đài Loan: Yếu tố có thể làm thay đổi triển vọng

Đài Loan là thị trường tiềm năng chính của PVS. Thay đổi quan trọng nhất đối với Công ty là vòng đấu thầu hiện tại không còn sử dụng tỷ lệ nội địa hóa làm yếu tố quyết định kết quả. Vòng 3.1 yêu cầu các nhà phát triển mua ít nhất 60% linh kiện trong nước, trừ trường hợp chuỗi cung ứng Đài Loan không có khả năng đáp ứng. Sang vòng 3.2, cơ chế này được thay thế bằng 24 hạng mục liên quan đến phát triển ngành, với ngưỡng yêu cầu là 70 điểm. Mỗi nhà phát triển tự lựa chọn các hạng mục nội địa hóa cam kết trong hồ sơ dự thầu. Sau khi cam kết một hạng mục, chẳng hạn móng chân đế, theo hợp đồng nhà phát triển có nghĩa vụ phải mua hạng mục đó từ nhà cung cấp trong nước, trừ khi được Cơ quan Phát triển Công nghiệp chấp thuận miễn trừ. Quyền đề nghị miễn trừ thuộc về nhà phát triển dự án, không phải PVS; vì vậy, PVS không thể trực tiếp nộp hồ sơ xin miễn trừ. Vòng 3.3 bắt đầu nhận hồ sơ đấu thầu từ ngày 1/4/2026 và dự kiến công bố kết quả trước ngày 30/9/2026. Vòng này loại bỏ hoàn toàn tiêu chí nội địa hóa khỏi cả điều kiện tham gia lẫn cơ chế chấm điểm. Thay đổi trên được thực hiện sau thỏa thuận giữa Đài Loan và EU tại WTO vào tháng 11/2024, theo đó Đài Loan không còn được áp dụng tiêu chí nội địa hóa trong các vòng phân bổ dự án sau này.

Mặc dù vòng 3.3 loại bỏ hoàn toàn yêu cầu nội địa hóa, hợp đồng EPC thực tế nhiều khả năng chỉ bắt đầu được trao từ năm 2028. Vì vậy, thay đổi này chủ yếu mở rộng số dự án PVS có thể tham gia đấu thầu, thay vì tác động ngay đến khối lượng công việc trong ngắn hạn. Bên cạnh đó, Đài Loan thay thế tiêu chí nội địa hóa bằng các tiêu chí về ESG và khả năng chống chịu của hệ thống năng lượng. Những yêu cầu này có thể vẫn hạn chế cơ hội tham gia của PVS dù yêu cầu về tỷ lệ nội địa hóa đã được gỡ bỏ.

Bảng 25: Các đợt phân bổ dự án điện gió ngoài khơi tại Đài Loan

Các đợt phân bổ dự án điện gió ngoài khơi tại Đài Loan với yêu cầu về tỷ lệ nội địa hóa thay đổi qua từng giai đoạn

Đợt phân bổ	Phân bổ dự án	Công suất	Tỷ lệ nội địa hóa	Đầu nối lưới điện
Đợt 2	2018	Đã được trao thầu và phần lớn đã hoàn thành	Cam kết về mức độ tham gia của ngành công nghiệp trong nước	2021 - 2025
Đợt 3.1	T12-22	Đã được trao thầu	Bắt buộc nội địa hóa 60%, gồm 24 hạng mục, tổng 115 điểm	2026 - 2027
Đợt 3.2	5-8-24	2.100 MW còn hiệu lực sau hai dự án bị loại vào tháng 5/2025	24 hạng mục chấm điểm, ngưỡng đạt 70 điểm; các hạng mục đã cam kết có tính ràng buộc	2027 - 2029
Đợt 3.3	Mở thầu ngày 1/4/2026, dự kiến công bố kết quả trước ngày 30/9/2026	Tối đa 3.600 MW, giới hạn 1.000 MW mỗi dự án	Loại bỏ khỏi điều kiện tham gia và tiêu chí chấm điểm; thay vào đó chấm điểm ESG và khả năng chống chịu	2030 - 2031

Ghi chú: Kế quả đạt được của PVS tại Đợt 3 đến nay gồm hai hợp đồng trạm biến áp ngoài khơi (Fengmiao 1 cho CIP, Formosa 4 cho Synera) và 1 gói kết cấu móng (chân đế dạng jacket sử dụng cọc hút cho Formosa 4) đã trúng thầu nhưng sau đó bị hủy trước khi chế tạo. Hai Long thuộc Đợt 2, còn Baltica 2 thuộc Ba Lan. Do đó, con số thường được trích dẫn là 4 dự án và 8 trạm biến áp bao gồm hai cơ chế phân bổ và hai quốc gia, không nên được xem là thước đo thành tích riêng của PVS tại Đợt 3
Nguồn: HSC

Singapore là câu chuyện sau năm 2030

Tại Singapore, thỏa thuận hợp tác phát triển với Sembcorp Utilities được ký vào tháng 2/2023 có quy mô 2,3 GW. Trong đó, Cơ quan Quản lý Thị trường Năng lượng Singapore đã phê duyệt có điều kiện 1,2 GW vào tháng 10/2023. PVS nhiều khả năng sẽ đảm nhận vai trò nhà thầu EPCI. Kể từ ĐHCĐ tháng 6/2025, Công ty cũng dự kiến tham gia với vai trò nhà đầu tư góp vốn và đã dành 10 nghìn tỷ đồng cho dự án. Tuy nhiên, dự án do Sembcorp giữ vai trò chủ trì, với quyết định đầu tư cuối cùng dự kiến được đưa ra vào năm 2029 và thời điểm vận hành thương mại vào năm 2033 hoặc 2034. Do đó, dự án nằm ngoài giai đoạn dự báo của HSC.

Quy mô thị trường tiềm năng đang thu hẹp

Trung Quốc hiện chiếm hơn một nửa công suất điện gió ngoài khơi đã lắp đặt trên toàn cầu nhưng đây không phải là thị trường mà PVS tham gia cung cấp dịch vụ. Nếu loại trừ Trung Quốc, thị trường tiềm năng còn lại chủ yếu nằm tại châu Á - Thái Bình Dương và châu Âu. Trong khu vực châu Á - Thái Bình Dương, Đài Loan là thị trường lớn nhất và cũng là nơi duy nhất PVS đã có vị thế nhà thầu chế tạo hiện hữu, thay vì mới ở giai đoạn tìm kiếm cơ hội như tại Hàn Quốc, Nhật Bản và Việt Nam. Tại Mỹ, danh mục dự án điện gió ngoài khơi gần như đình trệ sau khi chính sách đảo chiều từ đầu năm 2025. PVS hiện không có đơn hàng từ thị trường này. Bảng 26 trình bày quy mô thị trường tiềm năng theo từng khu vực.

Bản thân thị trường điện gió ngoài khơi cũng tăng trưởng chậm hơn dự báo. Đây có thể là một trong những nguyên nhân khiến PVS phân bổ thêm công suất chế tạo sang lĩnh vực dầu khí. Công suất điện gió ngoài khơi bổ sung trên toàn cầu trong năm 2025 chỉ đạt 9,3 GW, nâng tổng công suất lắp đặt lên 92,5 GW. Trong số công suất bổ sung, Trung Quốc đóng góp 6,6 GW, trong khi châu Âu đóng góp chưa đến 2 GW.

Bảng 26: Công suất điện gió ngoài khơi lắp đặt toàn cầu

Châu Á – Thái Bình Dương (ngoài Trung Quốc) dự kiến bổ sung 40 GW công suất trong 10 năm tới

Thị trường	GW	% tỷ lệ
Công suất lắp đặt toàn cầu, cuối năm 2025	93	100%
Trung Quốc	48	52%
Châu Âu	38	41%
Dự báo công suất điện gió bổ sung trong 10 năm tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương (GWEC)	193	100%
Trung Quốc	153	79%
Dự báo công suất bổ sung trong 10 năm tại khu vực Châu Á - Thái Bình Dương (không bao gồm Trung Quốc)	40	21%
Đài Loan	10	5%
Hàn Quốc	8	4%
Nhật Bản	8	4%
Việt Nam	7	4%

Nguồn: Global Wind Energy Council (GWEC)

Báo cáo Global Offshore Wind Report 2025 của Hội đồng Năng lượng Gió Toàn cầu (GWEC), công bố ngày 25/6/2025, từng dự báo công suất bổ sung trong năm 2025 đạt 31,2 GW. Kết quả thực tế 9,3 GW thấp hơn khoảng 70% so với dự báo được đưa ra khi năm 2025 chưa trôi qua được 6 tháng.

- Giữa hai báo cáo năm 2024 và 2025, GWEC đã giảm 24% dự báo công suất bổ sung trong giai đoạn 2025-2029. Phần điều chỉnh giảm gần như hoàn toàn tập trung ngoài Trung Quốc: châu Âu giảm 30%, Bắc Mỹ giảm 48% và châu Á - Thái Bình Dương không bao gồm Trung Quốc giảm 35%, trong khi Trung Quốc chỉ giảm 14%.
- Quan trọng hơn, Orsted – khách hàng điện gió lớn nhất của PVS – đã hủy các mục tiêu tham vọng về công suất và EBITDA năm 2030 vào tháng 2/2025, đồng thời giảm khoảng 25% chương trình đầu tư giai đoạn 2024-2030 xuống còn 210-230 tỷ DKK. Ngày 7/5/2025, Orsted cũng dừng triển khai dự án Hornsea 4 công suất 2.400 MW theo phương án hiện tại.

Tàu FSO/FPSO: Nguồn lợi nhuận định kỳ ổn định

Đóng góp doanh thu và khả năng sinh lời

Doanh thu mảng FSO/FPSO đạt 2,8 nghìn tỷ đồng trong năm 2025, tăng 17,8% so với cùng kỳ và duy trì tỷ trọng 8,5-13,9% doanh thu thuần hợp nhất trong các năm qua. Mặc dù chiếm tỷ trọng doanh thu không lớn nhưng mảng này đóng góp lợi nhuận tương đối cao. Tỷ suất lợi nhuận gộp FSO đạt 5,8% trong năm 2025, nhìn chung ổn định so với mức 5,6% trong năm 2024 và nhỉnh hơn mức bình quân 5,7% của Tập đoàn. Kết quả này phản ánh cơ cấu chi phí chủ yếu là cố định của hoạt động vận hành tàu sau khi hợp đồng cho thuê dài hạn bắt đầu có hiệu lực. Quan trọng hơn đối với luận điểm đầu tư là phần lợi nhuận PVS nhận được từ các liên doanh FSO/FPSO, được ghi nhận vào lãi từ công ty liên doanh liên kết. Đóng góp từ các liên doanh đạt 825,8 tỷ đồng trong năm 2025, là khoản thu nhập ngoài HĐKD lớn nhất của PVS. Ngay cả trong giai đoạn mảng M&C khó khăn nhất từ năm 2016 đến năm 2020, lợi nhuận từ các liên doanh vẫn duy trì trong khoảng 450-760 tỷ đồng, qua đó tạo nền lợi nhuận đáng kể cho PVS.

Tàu FSO Lô B: Động lực tăng trưởng trong một mảng kinh doanh ổn định

Diễn biến quan trọng nhất của mảng này trong ngắn hạn là tàu FSO Lô B. Hợp đồng thuê tàu được ký ngày 28/7/2025 với PTSC SEA – liên doanh giữa PVS và Yinson Production Capital theo tỷ lệ sở hữu 51/49 – trong đó Công ty Điều hành Dầu khí Phú Quốc (PQPOC) là đối tác thuê tàu. Tính đến tháng 4/2026, tiến độ chế tạo tàu đạt **25.7%**, phù hợp với kế hoạch đưa tàu vào hoạt động cùng thời điểm dự án đón dòng khí đầu tiên trong Q3/2027. Hợp đồng có thời hạn cố định 14 năm kể từ năm 2027 và quyền gia hạn thêm tối đa 9 năm.

Khi đi vào vận hành đầy đủ, HSC ước tính tàu FSO Lô B sẽ tạo ra 7,2 triệu USD lợi nhuận thuần mỗi năm trên cơ sở 100% dự án. Với tỷ lệ lợi ích kinh tế 51%, phần lợi nhuận hằng năm thuộc về PVS ước tính đạt 3,6 triệu USD, tương đương 97 tỷ đồng

theo giả định tỷ giá của HSC. Trong thời hạn thuê cố định 14 năm, liên doanh dự kiến ghi nhận tổng cộng 480 triệu USD doanh thu FSO. Giai đoạn gia hạn có thể mang lại thêm 120 triệu USD. Hợp đồng này có chất lượng cao hơn về mặt cơ cấu so với các hợp đồng FSO hiện hữu của PVS. Đối tác thuê tàu là PQPOC – đơn vị vận hành thương mại nguồn Lô B, với sự tài trợ của liên doanh thương mại do PVN dẫn dắt – thay vì phụ thuộc vào một khách hàng thương mại duy nhất.

Vai trò tạo nền lợi nhuận của FSO trong chu kỳ M&C

Vai trò của mảng FSO/FPSO được thể hiện rõ nhất khi đặt trong chu kỳ lợi nhuận chung của PVS. Theo cách trình bày kế toán cũ, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C giảm xuống mức 0,84% trong năm 2024 và tiếp tục chạm đáy 0,4% trong Q3/2025, trước khi phục hồi lên 2,88% trong năm 2025 và đạt 2,6% trong nửa đầu năm 2026. Như vậy, nếu bao gồm khoản dự phòng 357 tỷ đồng cho dự án Hải Long, tỷ suất lợi nhuận thực chất trong nửa đầu năm 2026 đi ngang so với năm 2025. Nếu loại trừ khoản dự phòng này, tỷ suất lợi nhuận đạt 6%. Trong những giai đoạn M&C chạm đáy, lợi nhuận gộp từ tàu FSO và lợi nhuận từ các liên doanh đã hỗ trợ EBITDA của Tập đoàn, giúp PVS duy trì lợi nhuận xuyên suốt chu kỳ. Đây là cơ sở cho thấy tầm quan trọng chiến lược của mảng FSO/FPSO.

Đánh giá tình hình tài chính qua các năm

Từ tháng 1/2026, PVS áp dụng Thông tư 99 và Thông tư 43 của Bộ Tài chính. Theo Thông tư 99, dự phòng bảo hành công trình được chuyển từ giá vốn hàng bán sang chi phí bán hàng. Thay đổi này làm tăng tỷ suất lợi nhuận gộp báo cáo nhưng không ảnh hưởng đến lợi nhuận HĐKD hay lợi nhuận thuần. Số liệu so sánh năm 2025 đã được trình bày lại, trong khi các hợp đồng kể từ thời điểm áp dụng được hạch toán theo cơ sở mới. Tại thời điểm tháng 6/2026, tiền mặt thuần của PVS đạt 15.327 tỷ đồng, tương đương 24.975đ/cp và bằng 55,5% giá mục tiêu 45.000đ của HSC. Con số này chưa bao gồm tiền mặt tại các liên doanh hạch toán theo phương pháp vốn CSH. PVS được hưởng lợi khi VND giảm giá so với USD. Tuy nhiên, kế hoạch đầu tư 24-32 nghìn tỷ đồng trong giai đoạn 2026-2030 sẽ hạn chế lượng tiền mặt dư thừa có thể phân phối.

Chuyển đổi chuẩn mực kế toán

BCTC năm 2026 của PVS được lập theo hai thông tư có hiệu lực từ ngày 1/1/2026: Thông tư 99/2025/TT-BTC (thay thế Thông tư 200/2014) và Thông tư 43/2026/TT-BTC (sửa đổi Thông tư 202/2014 về lập BCTC hợp nhất).

Lợi nhuận thuần không chịu ảnh hưởng. Theo Thông tư 99, chi phí dự phòng bảo hành công trình được chuyển từ giá vốn hàng bán sang chi phí bán hàng. Vì chi phí bán hàng & quản lý tăng đúng bằng phần giá vốn giảm nên tỷ suất lợi nhuận gộp tăng về mặt kế toán, nhưng lợi nhuận HĐKD, lợi nhuận thuần và EPS hoàn toàn không thay đổi.

Việc thay đổi cách hạch toán được áp dụng theo thời điểm chứ không phụ thuộc vào thời điểm ký hợp đồng. Tất cả hợp đồng từ ngày 1/1/2026 đều áp dụng cách hạch toán mới, đồng thời PVS đã điều chỉnh lại số liệu so sánh năm 2025 trên cùng cơ sở. Do đó, không cần phân biệt cách hạch toán theo thời điểm ký từng hợp đồng.

Nếu so sánh tỷ suất lợi nhuận gộp dự báo năm 2026 với số liệu năm 2025 công bố ban đầu, mức cải thiện sẽ bị phóng đại. Trong báo cáo này, HSC lưu ý tại tất cả các nội dung có phép so sánh như vậy và sử dụng cách gọi “phương pháp trình bày trước đây” và “phương pháp trình bày mới”, thay vì nêu tên từng thông tin.

Việc PVS điều chỉnh lại số liệu năm 2025 cũng xác nhận rằng theo phương pháp trình bày trước đây, khoản dự phòng này được ghi nhận trong giá vốn hàng bán; nếu không, khoản mục này không thể được chuyển ra khỏi giá vốn.

Bảng CĐKT: Tiền mặt thuần tương đương 3/4 thị giá cổ phiếu PVS

Đặc điểm tài chính nổi bật nhất của PVS là quy mô và cơ cấu tiền mặt thuần rất lớn nhưng thị trường dường như gần như chưa phản ánh giá trị này. Bảng dưới đây được lập dựa trên BCTC hợp nhất soát xét nửa đầu năm 2026. Tiền mặt thuần đạt 24.975đ/cp, tương đương 55,5% giá mục tiêu 45.000đ mà HSC đưa ra. Lưu ý, đội tàu FSO và FPSO được hạch toán theo phương pháp vốn CSH nên lượng tiền mặt tại các liên doanh này không được phản ánh trong bảng. Vì vậy, con số trên vẫn thấp hơn lượng tiền mặt thực tế thuộc về PVS nếu xét theo tỷ lệ sở hữu.

Bảng 27: Cơ cấu tiền mặt, tiền gửi và nợ vay, PVS

Tiền mặt thuần trên mỗi cổ phiếu đạt 24.975 đồng tại T6/26

Tỷ đồng	31-12-25	30-6-26	Thay đổi
Tổng tiền mặt và tiền gửi	15,924	17,345	1,421
Tổng nợ vay	-967	-2,018	-1,051
Tiền mặt thuần	14,957	15,327	370
Tiền mặt thuần trên mỗi cổ phiếu (đồng, 614 triệu cổ phiếu)	24,372	24,975	603

Nguồn: HSC

Đặc điểm tài chính nổi bật nhất của PVS là quy mô và cơ cấu tiền mặt thuần rất lớn nhưng thị trường dường như gần như chưa phản ánh giá trị này. Bảng dưới đây được lập dựa trên BCTC hợp nhất soát xét nửa đầu năm 2026. Tiền mặt thuần đạt 24.975đ/cp, tương đương 55,5% giá mục tiêu 45.000đ mà HSC đưa ra. Lưu ý, đội tàu

FSO và FPSO được hạch toán theo phương pháp vốn CSH nên lượng tiền mặt tại các liên doanh này không được phản ánh trong bảng. Vì vậy, con số trên vẫn thấp hơn lượng tiền mặt thực tế thuộc về PVS nếu xét theo tỷ lệ sở hữu:

- **Trong giai đoạn 2026-2030 PVS định hướng** triển khai chương trình đầu tư 24-32 nghìn tỷ đồng trong đó 10 nghìn tỷ đồng dành cho sản xuất cáp ngầm và điện gió ngoài khơi. Do đó, phần lớn lượng tiền mặt này đã có kế hoạch sử dụng thay vì hoàn toàn nhàn rỗi. Tuy nhiên, HSC vẫn thận trọng với kế hoạch trên. Đây là chương trình đầu tư lớn nhất từ trước đến nay của PVS và cần được công ty mẹ PVN phê duyệt trước khi triển khai. Sau đó, từng hạng mục chỉ được thực hiện khi các điều kiện về giá, nhu cầu và pháp lý thuận lợi.
- Trong số tiền gửi ngắn hạn, **194 tỷ đồng** được gửi tại Ngân hàng TNHH MTV Việt Nam Hiện Đại (MBV, trước đây là OceanBank) và hiện tạm thời chưa thể giao dịch trong thời gian chờ hướng dẫn của Ngân hàng Nhà nước sau khi ngân hàng này được chuyển giao cho MBBank.

Độ nhạy với tỷ giá USD/VND

BCTC nửa đầu năm 2026 cho thấy tại ngày 30/6/2026, PVS nắm giữ 258 triệu USD và 15 triệu EUR tiền mặt ngoại tệ. Riêng 258 triệu USD tương đương 6.790 tỷ đồng, chiếm 60% tiền và tương đương tiền cũng như 39% tổng tiền mặt và tiền gửi.

PVS thu tiền bằng USD đối với các hợp đồng điện gió ngoài khơi xuất khẩu sang Đài Loan; các gói thầu tại Trung Đông cũng dự kiến được định giá bằng USD. Trong khi đó, phần lớn chi phí của Công ty phát sinh bằng VND, ngoại trừ một số nguyên liệu đáng kể như thép tấm nhập khẩu từ Nhật Bản và các nước G7. Vì vậy, việc VND mất giá sẽ hỗ trợ lợi nhuận báo cáo của PVS qua ba kênh: lợi nhuận **đánh giá lại** lượng tiền mặt bằng USD, **doanh thu bằng USD tăng khi quy đổi** sang VND và khả năng cạnh tranh của bãi chế tạo Vũng Tàu được cải thiện so với các nhà thầu Hàn Quốc và Nhật Bản.

Vì vậy, xét về cơ cấu bảng CĐKT, PVS hưởng lợi khi USD tăng giá và mức độ hưởng lợi này ngày càng lớn. Nếu VND mất giá 1% so với USD, riêng việc đánh giá lại lượng tiền mặt bằng USD sẽ tạo ra khoản lợi nhuận 68 tỷ đồng trước thuế, tương đương 54 tỷ đồng sau thuế và 2,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của HSC ở mức 2.301 tỷ đồng. Nếu VND mất giá 3% – gần tương đương tốc độ mất giá bình quân hằng năm – khoản lợi nhuận ước tính đạt 204 tỷ đồng trước thuế và 163 tỷ đồng sau thuế, tương đương 7,1% dự báo lợi nhuận thuần nói trên.

Cổ tức: Hai đợt chia cổ phiếu thay thế cổ tức tiền mặt

PVS đang chuyển sang trả cổ tức bằng cổ phiếu nhằm bổ sung nguồn vốn cho kế hoạch đầu tư sắp tới. Trong giai đoạn 2019–2024, Công ty trả cổ tức tiền mặt hằng năm ở mức 790–1.159đ/cp, với tỷ lệ lợi nhuận chi trả bình quân 56,5%. Tuy nhiên, trong năm 2025, cổ tức tiền mặt giảm xuống chỉ còn 76đ/cp và PVS chuyển sang chia cổ phiếu: trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 100:7, niêm yết bổ sung ngày 15/1/2026, sau đó phát hành cổ phiếu thưởng tỷ lệ 20% với ngày giao dịch không hưởng quyền là 14/9.

Bảng 28: Lịch sử chi trả cổ tức, PVS

Cổ tức tiền mặt giảm mạnh trong năm 2025A khi cổ tức bằng cổ phiếu trở thành hình thức chi trả chủ đạo

Năm	Cổ tức tiền mặt (Tỷ đồng)	Cổ tức/cp (VND)	Tỷ lệ phần trăm mệnh giá	Tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức	Cổ tức cổ phiếu
FY19A	396.6	830	8.3%	46.7%	Không
2020A	526.2	1,101	11.0%	84.3%	Không
2021A	554	1,159	11.6%	92.2%	Không
2022A	429.7	899	9.0%	43.4%	Không
2023A	377.7	790	7.9%	36.8%	Không
2024A	379.2	793	7.9%	35.5%	Không
2025A	38.6	76	0.8%	2.1%	7%
2026F	0	N/a	N/a	N/a	20% công bố
Trung bình 2019-2024				56.5%	

Nguồn: HSC

Dự báo lợi nhuận

HSC dự báo doanh thu của PVS tăng trưởng 14,7% trong năm 2026 và đạt đỉnh 47.740 tỷ đồng trong năm 2027 khi khối lượng công việc mảng M&C gia tăng, trước khi giảm 14,9% trong năm 2028 do khối lượng công việc tại dự án Lô B suy giảm. LNTT dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 12,8% trong giai đoạn 2025–2028, phản ánh xu hướng tăng trưởng lợi nhuận cốt lõi rõ hơn so với tốc độ tăng trưởng kép 9,6% của lợi nhuận thuần, do năm 2025 chịu ảnh hưởng của mức thuế suất chỉ 12,9% và đóng góp bất thường từ doanh thu HĐ tài chính. Mảng M&C là động lực chính, với doanh thu dự báo đạt đỉnh 35.624 tỷ đồng trong năm 2027 và tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện lên 9%, một phần nhờ tác động từ việc phân loại lại theo Thông tư 99. Việc ký hợp đồng EPC tại các dự án Maydan Mahzam và Lạc Đà Vàng sẽ tạo tiềm năng KQKD thực hiện cao hơn so với dự báo. Mảng FSO/FPSO và lợi nhuận từ các công ty liên doanh tiếp tục tạo nguồn thu ổn định, mặc dù lợi nhuận từ liên doanh dự báo giảm xuống 543 tỷ đồng trong năm 2027.

Tóm tắt dự báo KQKD

HSC dự báo doanh thu đạt 37.512 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 14,7%), sau đó tăng mạnh lên 47.740 tỷ đồng trong năm 2027 (tăng trưởng 27,3%) khi hoạt động mảng M&C đạt đỉnh, trước khi giảm còn 40.632 tỷ đồng trong năm 2028 (giảm 14,9%) dựa trên các dự án hiện có thể dự báo. Lợi nhuận thuần dự báo đạt 2.301 tỷ đồng trong năm 2026 (tăng trưởng 24,4%), giảm nhẹ xuống 2.213 tỷ đồng trong năm 2027 (giảm 3,8%) rồi phục hồi lên 2.433 tỷ đồng trong năm 2028 (tăng trưởng 9,9%). Tỷ suất lợi nhuận thuần dự báo tăng từ 5,65% trong năm 2025 lên 6,13% trong năm 2026, sau đó giảm xuống mức thấp 4,64% trong năm 2027 do cơ cấu doanh thu nghiêng nhiều hơn về mảng M&C khi khối lượng công việc đạt đỉnh, trong khi lợi nhuận từ liên doanh giảm còn 542,7 tỷ đồng và lợi nhuận tài chính suy giảm. Tỷ suất lợi nhuận thuần sau đó dự kiến phục hồi lên mức 5,99% trong năm 2028.

So với dự báo trước đây, HSC nâng bình quân 15,2% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026–2028 nhờ nâng giá định tỷ suất lợi nhuận mảng M&C, bù đắp hoàn toàn tác động từ việc lợi nhuận tại các liên doanh FPSO/FSO giảm. Trong khi đó, doanh thu dự báo đạt bình quân 41,9 nghìn tỷ đồng, gần như không đổi so với mức 41,5 nghìn tỷ đồng trong dự báo trước đó do PVS chưa mở rộng đáng kể công suất chế tạo của mảng M&C.

Lợi nhuận thuần dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 9,6% trong giai đoạn 2025–2028, so với 2,9% trong dự báo trước đây. Tuy nhiên, con số này vẫn chưa phản ánh đầy đủ xu hướng cải thiện của HĐKD do thuế suất thực tế năm 2025 chỉ ở mức 12,87%, thấp hơn thuế suất 20% mà HSC áp dụng trong dự báo từ năm 2026. Bên cạnh đó, lượng tiền mặt lớn khiến lợi nhuận tài chính đóng góp đáng kể nhưng giảm dần trong cơ cấu lợi nhuận. Nếu xét LNTT để loại trừ ảnh hưởng từ việc thuế suất trở lại mức bình thường, LNTT dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 12,8% trong cùng giai đoạn; so với lợi nhuận thuần, yếu tố này phản ánh sát hơn xu hướng tăng trưởng thực chất.

Bảng 29: Dự báo mới và dự báo cũ, PVS

Dự báo lợi nhuận thuần sẽ tăng trưởng bình quân 15,2% trong giai đoạn 2026-2028

	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
(Tỷ đồng, %)	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	37,512	47,740	40,633	41,261	41,812	41,548	-9.1%	14.2%	-2.2%
Lợi nhuận gộp	3,369	4,545	3,900	2,037	2,019	2,179	65.4%	125.2%	79.0%
Thu nhập từ mảng FPSO/FSO công ty liên kết	656	543	553	774	740	669	-15.3%	-26.7%	-17.3%
Lợi nhuận thuần	2,301	2,213	2,433	2,108	1,949	1,983	9.2%	13.6%	22.7%

Nguồn: HSC

Bảng 30: Tóm tắt dự báo của HSC, PVS

dự báo tăng trưởng kép LNTT cho 3 năm tới đạt 12,8%

Tỷ đồng	2025A	2025A (điều chỉnh theo Thông tư 99)	2026F	2027F	2028F	2025A-28F CAGR
Doanh thu thuần	32,718	32,718	37,512	47,740	40,632	7.5%
Lợi nhuận gộp	1,871	2,743	3,369	4,545	3,900	27.8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.7%	8.4%	9.0%	9.5%	9.6%	
LNTT	2,205	2,205	2,997	2,882	3,168	12.8%
Tỷ suất LNTT	6.7%	6.7%	8.0%	6.0%	7.8%	
Lợi nhuận thuần	1,850	1,850	2,301	2,213	2,433	9.6%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.7%	5.7%	6.1%	4.6%	6.0%	

Nguồn: HSC
Bảng 31: Doanh thu theo mảng kinh doanh, 2025A-30E, PVS

Mảng M&C đóng góp chính vào tổng doanh thu của PVS trong 5 năm tới

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F	2029E	2030E	2025A share
M&C	21,804	25,988	35,624	27,883	27,018	27,559	66.6%
O&M	3,192	3,511	3,863	4,249	4,674	5,141	9.8%
Vận hành FSO/FPSO	2,792	2,792	2,875	2,962	3,050	3,142	8.5%
Cảng & căn cứ cung ứng	1,994	2,193	2,259	2,327	2,397	2,468	6.1%
Tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí	1,824	1,915	1,973	2,032	2,093	2,156	5.6%
Khảo sát địa chấn & ROV	559	559	576	593	611	629	1.7%
Mảng khác	553	553	570	587	605	623	1.7%
Tổng doanh thu thuần	32,718	37,512	47,740	40,632	40,448	41,718	100.0%

Nguồn: HSC

Các động lực lợi nhuận chính

Doanh thu M&C tăng nhờ Lô B và các hợp đồng mới

M&C là động lực doanh thu chính của PVS, đóng góp 21.804 tỷ đồng, tương đương 66,6% doanh thu năm 2025. HSC dự báo doanh thu mảng này đạt 25.988 tỷ đồng trong năm 2026 và tăng lên 35.624 tỷ đồng trong năm 2027 khi các hợp đồng mới bắt đầu đóng góp, trong khi dự án Lô B dần hoàn tất. Doanh thu sau đó giảm còn 27.883 tỷ đồng trong năm 2028 do khối lượng công việc thuộc các gói EPCI của Lô B suy giảm và chỉ được bù đắp một phần nhờ các hợp đồng tiềm năng (chưa được trao thầu). Giá định quan trọng nhất là tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C, dự kiến tăng từ 8% trong năm 2026 lên 9% trong năm 2027 và duy trì ở mức này trong năm 2028. Yếu tố này tăng mạnh so với mức 2,88% trong năm 2025 chủ yếu phản ánh thay đổi cách trình bày theo Thông tư 99 hơn là phản ánh HĐKD cải thiện: khoảng 400 điểm cơ bản đến từ việc chuyển chi phí dự phòng bảo hành ra khỏi giá vốn hàng bán, trong khi mức cải thiện thực chất từ hoạt động kinh doanh chỉ khoảng 100-200 điểm cơ bản.

Dù vậy, hiệu quả đòn bẩy HĐKD của mảng này là có thật và đã thể hiện rõ trong năm 2025. Doanh thu M&C tăng trưởng 58,3% so với năm 2024, trong khi lợi nhuận gộp tăng trưởng 439,4%, từ 116 tỷ đồng lên 627 tỷ đồng. Do tỷ suất lợi nhuận của mảng này vốn khá thấp, chỉ cần giá trị hợp đồng cải thiện nhẹ cũng có thể giúp lợi nhuận gộp tăng nhanh gấp nhiều lần doanh thu. Tuy nhiên, đòn bẩy này cũng tác động theo chiều ngược lại. Vì vậy, thay đổi giả định tỷ suất lợi nhuận ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận của HSC nhiều hơn thay đổi giả định doanh thu.

Ngoài dự án Lô B, PVS đã nhận thầu trao thầu cho gói EPIC-1 thuộc mỏ dầu ngoài khơi Maydan Mahzam tại Qatar, với giá trị HSC ước tính khoảng 3,3 tỷ USD. Đây có thể là nguồn doanh thu bổ sung đáng kể. HSC chưa đưa hợp đồng này vào dự báo hiện tại do giá trị hợp đồng và thời gian thực hiện vẫn đang được đàm phán; hợp đồng dự kiến chính thức ký trong tháng 10/2026. Vì vậy, dự án này tạo dư địa tăng đối với kịch bản cơ sở của HSC.

Giả định quan trọng đối với dự báo năm 2027 và 2028 là các hợp đồng chưa được trao thầu. Trong tổng doanh thu M&C dự báo 1.303 triệu USD cho năm 2027, có 900 triệu USD đến từ các hợp đồng như vậy; toàn bộ doanh thu dự báo 1.000 triệu USD trong năm 2028 cũng dựa trên các hợp đồng chưa được trao thầu. Dự báo giả định các hợp đồng này được trao đúng tiến độ và bù đắp phần khối lượng suy giảm khi

phạm vi công việc tại giàn xử lý trung tâm và đường ống thuộc Giai đoạn 1 dự án Lô B dần hoàn tất. Triển vọng này có cả dư địa tăng và rủi ro giảm. Việc ký hợp đồng chính thức cho gói EPIC-1 tại Maydan Mahzam và/hoặc trao thầu sớm các hạng mục tiếp theo của dự án Lạc Đà Vàng sẽ giúp doanh thu M&C năm 2027–2028 cao hơn đáng kể so với dự báo hiện tại.

Giả định giá cho thuê tàu FSO theo ngày

Mảng FSO/FPSO tạo nền lợi nhuận ổn định, với doanh thu năm 2025 đạt 2.792 tỷ đồng, tăng trưởng 17,8%. HSC dự báo doanh thu mảng này duy trì ở mức 2.792 tỷ đồng trong năm 2026, sau đó tăng nhẹ lên 2.875 tỷ đồng trong năm 2027 và 2.962 tỷ đồng trong năm 2028 khi giá thuê của các hợp đồng hiện hữu được điều chỉnh. Chúng tôi áp dụng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp 7% trong cả giai đoạn dự báo, (so với 5,78% trong năm 2025), phản ánh giá cho thuê tàu theo ngày cải thiện nhẹ. Hợp đồng FSO cho dự án Lô B, dự kiến bắt đầu vận hành vào khoảng năm 2027, được hạch toán theo phương pháp vốn CSH thông qua PTSC SEA. Vì vậy, đóng góp từ hợp đồng này được ghi nhận vào lợi nhuận từ liên doanh thay vì vào khoản mục doanh thu này.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết

Lợi nhuận từ công ty liên kết và liên doanh là nguồn đóng góp quan trọng mang tính cơ cấu đối với PVS, đạt 825,8 tỷ đồng trong năm 2025 và dự báo giảm còn 655,9 tỷ đồng trong năm 2026, 542,7 tỷ đồng trong năm 2027 và 553 tỷ đồng trong năm 2028. Khoản lợi nhuận này chủ yếu đến từ phần vốn góp của PVS tại các liên doanh FSO và các pháp nhân được thành lập để triển khai dự án ngoài khơi. Nhờ tương đối ổn định, nguồn thu này hỗ trợ đáng kể LNTT của PVS ngay cả trong những giai đoạn tỷ suất lợi nhuận mảng M&C suy giảm.

Kế hoạch của BLĐ thường thấp hơn kết quả thực tế

BLĐ thường đặt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế khá thận trọng. Trong ba năm qua, doanh thu và LNST thực hiện đạt lần lượt 148% và 194% kế hoạch Công ty đề ra. Cách xây dựng kế hoạch thận trọng này cũng phổ biến tại các công ty con khác của PVN.

Bảng 32: Kế hoạch được phê duyệt so với kết quả thực hiện, PVS

Kết quả thực tế vượt kế hoạch trong ba năm qua

Tỷ đồng	2023A	2024A	2025A	2026F
Kế hoạch doanh thu được phê duyệt	13,200	15,500	22,500	33,000
Doanh thu	19,374	23,770	32,718	37,512
Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch	146.8%	153.4%	145.4%	113.7%
Kế hoạch lợi nhuận sau thuế được phê duyệt	560	660	780	990
Lợi nhuận sau thuế hợp nhất	1,026	1,070	1,850	2,301
Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch	183.3%	162.1%	237.1%	232.5%

Nguồn: PVS, HSC

Bảng 33: Các giả định chính trong mô hình dự báo, PVS

Tỷ suất lợi nhuận mảng M&C dự kiến cải thiện từ 8,0% lên 9,0%

Giả định	2025A	2025A (điều chỉnh)	2026F	2027F	2028F
Doanh thu mảng M&C (tỷ đồng)	21,804	21,804	25,988	35,624	27,883
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C (%)	2.9	6.9	8.0	9.0	9.0
Doanh thu mảng FSO/FPSO (tỷ đồng)	2,792	2,792	2,792	2,875	2,962
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng FSO/FPSO (%)	5.8	5.8	7.0	7.0	7.0
Doanh thu mảng O&M (tỷ đồng)	3,192	3,192	3,511	3,863	4,249
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng O&M (%)	4.3	4.3	4.2	4.2	4.2
Thu nhập từ công ty liên kết/liên doanh (tỷ đồng)	826	826	656	543	553
Thu nhập tài chính (tỷ đồng)	927	927	952	907	1081
Thuế suất thực tế (%)	12.9	12.9	20.0	20.0	20.0

Nguồn: HSC

Bảng 34: Cơ cấu LNTT theo mảng kinh doanh, PVS

Mảng M&C là động lực tăng trưởng lợi nhuận

Tỷ đồng	2025A	2026F	2027F	2028F
FPSO/FSO	867	720	615	645
Lợi nhuận tài chính	799	749	653	841
M&C	262	1,133	1,156	1,116
Port base	103	158	179	228
OSV	80	106	121	154
O&M	35	48	58	79
Mảng khác	30	56	68	67
Khảo sát địa chấn	28	27	31	40
Tổng	2,205	2,997	2,882	3,168

Nguồn: HSC

Bảng 35: LNTT theo mảng kinh doanh, PVS

Mảng FSO đóng góp lớn nhất vào LNTT trong năm 2025A

	2025A	2026F	2027F	2028F
FPSO/FSO	39.3%	24.0%	21.3%	20.4%
Lợi nhuận tài chính	36.2%	25.0%	22.7%	26.5%
M&C	11.9%	37.8%	40.1%	35.2%
Port base	4.7%	5.3%	6.2%	7.2%
OSV	3.6%	3.6%	4.2%	4.8%
O&M	1.6%	1.6%	2.0%	2.5%
Mảng khác	1.3%	1.9%	2.4%	2.1%
Khảo sát địa chấn	1.3%	0.9%	1.1%	1.2%
Tổng	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

Nguồn: HSC

Các giả định trong mô hình dự báo

Các giả định quan trọng nhất cần lưu ý là doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C, được hỗ trợ nhờ quy mô triển khai dự án Lô B và giá trị hợp đồng chưa thực hiện có mức giá tốt hơn. Tỷ suất lợi nhuận mảng FSO dự kiến ổn định, nhưng vẫn tồn tại rủi ro gián đoạn đóng góp trong giai đoạn các tàu FSO cũ hết hạn hợp đồng trong khi các tàu mới chưa đi vào hoạt động. HSC cũng đưa thuế suất thực tế từ mức 12,9% trong năm 2025 về mức bình thường 20% trong giai đoạn dự báo. Thuế suất thấp trong năm 2025 phản ánh khoản ghi giảm thuế hoãn lại 316 tỷ đồng, chủ yếu phát sinh từ các khoản chi phí trích trước và dự phòng. Đây chỉ là chênh lệch tạm thời và sẽ được hoàn nhập khi các khoản dự phòng được sử dụng, vì vậy không nên tiếp tục áp dụng cho các năm sau.

Đối với doanh thu từ dự án Lô B, HSC dự báo doanh thu EPC đạt đỉnh 317 triệu USD trong năm 2026 khi các hạng mục giàn xử lý trung tâm và đường ống nội mỏ được đẩy mạnh triển khai, sau đó còn 143 triệu USD trong năm 2027. Các giai đoạn phát triển mỏ tiếp theo kéo dài quá thời gian dự báo chi tiết của HSC nên chưa được đưa vào mô hình.

Về đầu tư, HSC dự báo vốn đầu tư đạt 2.620 tỷ đồng trong năm 2026, 929 tỷ đồng trong năm 2027 và 952 tỷ đồng trong năm 2028. Dự báo năm 2026 bao gồm chương trình mở rộng căn cứ cung ứng của PVS nhằm đáp ứng khối lượng công việc lớn hơn từ dự án Lô B và các hợp đồng quốc tế tiềm năng. Từ năm 2027, HSC giả định vốn đầu tư tương đương khấu hao. Đây chỉ là giả định về mức đầu tư duy trì, chứ không phải dự báo kế hoạch đầu tư thực tế của Tập đoàn, và cũng là giả định có khả năng khiến nhu cầu sử dụng lượng tiền mặt hiện có bị đánh giá thấp nhất nếu PVS triển khai đầy đủ chương trình đầu tư theo định hướng đã công bố.

Xét theo đóng góp LNTT, LNTT mảng M&C dự báo tăng hơn bốn lần từ 262 tỷ đồng trong năm 2025 lên 1.133 tỷ đồng trong năm 2026 và đạt đỉnh 1.156 tỷ đồng trong năm 2027. Mức tăng 893 tỷ đồng trong giai đoạn 2025–2027 lớn hơn mức tăng LNTT của toàn Tập đoàn do đóng góp từ các mảng còn lại nhìn chung suy giảm. **Mảng FSO/FPSO** dự kiến đóng góp 615–867 tỷ đồng mỗi năm, tạo nguồn lợi nhuận thường xuyên và ổn định cho PVS. **Lợi nhuận tài chính** đóng góp thêm 653–841 tỷ đồng, giảm trong năm 2027 do PVS sử dụng tiền mặt để tài trợ vốn đầu tư trong năm 2026 rồi phục hồi sau đó. Đáng chú ý, trong năm 2025, riêng lợi nhuận tài chính đã cao hơn LNTT của mảng M&C. **Năm mảng còn lại** dự kiến đóng góp tổng cộng 276–567 tỷ đồng, tương đương chưa đến 20% LNTT của Tập đoàn trong từng năm dự báo.

Phân tích độ nhạy đối với giá thép

Giá thép và tỷ suất lợi nhuận mảng M&C

Thép là nguyên liệu đầu vào chiếm tỷ trọng lớn nhất trong một hợp đồng M&C. Do tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này khá thấp, chỉ một biến động tương đối nhỏ của giá thép cũng có thể tạo tác động lớn hơn phần lớn các yếu tố khác. Tuy nhiên, hợp đồng đã ký gần như không còn chịu rủi ro giá thép: PVS chào thầu dựa trên một mức giá thép giả định, trúng thầu ở mức giá đó, rồi nhanh chóng mua lượng thép cần thiết ngay sau khi ký hợp đồng, qua đó cố định tỷ suất lợi nhuận. Biến động giá thép sau đó chủ yếu ảnh hưởng đến các hợp đồng PVS chưa chào thầu (công ty có thể điều chỉnh giá chào thầu nhưng thường không thể chuyển toàn bộ phần chi phí tăng thêm

cho khách hàng, khiến tỷ suất lợi nhuận của các hợp đồng tương lai suy giảm). Các hợp đồng này chỉ bắt đầu được ghi nhận vào KQKD sau một đến ba năm. Vì vậy, doanh thu M&C trong một năm thường đến từ các hợp đồng ký tại nhiều thời điểm và có mức chi phí thép khác nhau; chỉ phần hợp đồng được ký ngay trước khi giá thép biến động mới chịu ảnh hưởng trực tiếp. Nếu giả định toàn bộ doanh thu cả năm đều chịu tác động thì mức ảnh hưởng sẽ bị ước tính cao gấp ít nhất hai lần so với thực tế.

Bảng 36: Độ nhạy của tỷ suất lợi nhuận mảng M&C và lợi nhuận thuần của PVS trước biến động giá thép

Giá thép biến động 10% làm tỷ suất lợi nhuận mảng M&C thay đổi 160 điểm cơ bản và lợi nhuận thuần của PVS thay đổi 14,5%, giả định tỷ trọng chi phí chịu ảnh hưởng là 50%

Biến động giá thép	Tỷ trọng doanh thu M&C dự báo năm 2026F chịu ảnh hưởng	Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C (%)	Mức thay đổi lợi nhuận thuần của PVS (tỷ đồng)	Mức thay đổi so với lợi nhuận thuần dự báo năm 2026F (%)
Giảm 10%	25%	8.8	167	7.3
Giảm 10%	50%	9.6	335	14.5
Không đổi	n.a.	8.0	0	0
Tăng 10%	25%	7.2	-167	-7.3
Tăng 10%	50%	6.4	-335	-14.5
Tăng 10%	100%	4.8	-669	-29.1

Ghi chú: "Tỷ trọng chịu ảnh hưởng" là tỷ lệ doanh thu M&C ghi nhận trong năm được xác định theo mức chi phí thép đã biến động kể từ đó. Các kịch bản với tỷ trọng 50% được xem là trường hợp cơ sở.
Nguồn: HSC

Bảng 37: Tỷ trọng doanh thu của PVS chịu ảnh hưởng bởi đợt tăng giá thép giai đoạn 2018 -2021

Cả ba phương pháp tính tỷ suất lợi nhuận đều cho thấy tỷ trọng chịu ảnh hưởng vào khoảng 50%

Tỷ suất lợi nhuận cơ sở dùng để xác định tỷ trọng chi phí thép	Chi phí thép tính theo tỷ lệ % doanh thu M&C	Mức tác động đến tỷ suất lợi nhuận khi giá thép biến động 10% (điểm %)	Mức tác động khi giá thép tăng 57,5% và toàn bộ chi phí thép chịu ảnh hưởng (điểm %)	Mức giảm tỷ suất lợi nhuận thực tế giai đoạn 2018–2021 (điểm %)	Tỷ trọng chịu ảnh hưởng
3,5% (tỷ suất lợi nhuận M&C bình quân giai đoạn 2011A–2025A)	33.78	3.38	-19.4	-9.5	48.9%
10,0% (tỷ suất lợi nhuận đầu kỳ năm 2018A)	31.5	3.15	-18.1	-9.5	52.4%
8,00% (tỷ suất lợi nhuận dự báo năm 2026F)	32.2	3.22	-18.5	-9.5	51.3%

Ghi chú: Chi phí thép chiếm 35% giá vốn hàng bán tại mức tỷ suất lợi nhuận cơ sở tương ứng. Mức tác động khi toàn bộ chi phí thép chịu ảnh hưởng được tính bằng mức tác động đến tỷ suất lợi nhuận khi giá thép biến động 10% nhân với 5,75. Tỷ trọng chịu ảnh hưởng hàm ý được tính bằng mức giảm thực tế chia cho mức tác động khi toàn bộ chi phí thép chịu ảnh hưởng.
Nguồn: SteelBenchmarker (cho giá thép cuộn cán nóng); HSC.

Theo các nguồn tham khảo trong ngành, thép thường chiếm khoảng 10–35% tổng chi phí xây dựng một kết cấu giàn ngoài khơi mới; với các gói chế tạo sử dụng nhiều thép, tỷ trọng này nhiều khả năng nằm ở cận trên của khoảng ước tính. HSC sử dụng mức 35% làm giả định tham chiếu ở cận trên về tỷ trọng thép trong chi phí dự án do PVS không công bố riêng chi phí thép trong giá vốn hàng bán, là yếu tố còn phụ thuộc vào cơ cấu thiết bị, hoạt động thầu phụ, lắp đặt và chạy thử. Với giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C là 8%, chi phí thép tương đương 32,2% doanh thu mảng này. Theo đó, nếu giá thép biến động 10%, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C trên phần doanh thu chịu toàn bộ tác động có thể thay đổi khoảng 3,2 điểm phần trăm. Bảng 36 áp dụng mức độ nhạy này vào dự báo doanh thu M&C năm 2026 của HSC ở mức 25.988 tỷ đồng, với ba kịch bản trong đó 25%, 50% hoặc 100% doanh thu cả năm được chốt giá trước khi giá thép biến động.

Trong giai đoạn 2018–2021, giá thép cuộn cán nóng tại Tây Âu tăng 57,5%, trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C của PVS giảm 9,5 điểm phần trăm, tương đương khoảng một nửa mức giảm trong kịch bản toàn bộ doanh thu chịu tác động. Nếu chịu tác động hoàn toàn, mức tăng giá thép này sẽ khiến tỷ suất lợi nhuận giảm 18,5 điểm phần trăm; trên thực tế, mức giảm chỉ bằng khoảng một nửa.

Từ chênh lệch trên, Bảng 37 cho thấy khoảng 50% doanh thu M&C thực tế chịu ảnh hưởng từ biến động giá thép. Kết quả này không thay đổi đáng kể khi tỷ suất lợi nhuận ban đầu dao động trong khoảng 3,5–10%. Nguyên nhân nằm ở thời điểm chào thầu: PVS chốt giá trọn gói khi nộp hồ sơ dự thầu nhưng ghi nhận doanh thu trong một đến ba năm. Vì vậy, trong một năm bất kỳ, tối đa chỉ khoảng một nửa doanh thu M&C được ghi nhận có mức giá chào thầu dựa trên chi phí thép cũ.

Tuy nhiên, tỷ lệ 50% không phải là một con số cố định vì hai lý do:

- Thứ nhất, phép tính trên quy toàn bộ mức giảm tỷ suất lợi nhuận cho giá thép. Tuy nhiên, số liệu năm 2016 cho thấy riêng chu kỳ đầu thầu cũng có thể khiến tỷ suất lợi nhuận M&C giảm vài điểm phần trăm ngay cả khi giá thép không thay đổi. Vì vậy, 50% nên được xem là cận trên của mức độ ảnh hưởng từ giá thép thay vì mức độ nhạy được xác định chính xác.
- Thứ hai, nếu giá thép duy trì ở mức cao trong thời gian dài, toàn bộ các hợp đồng mới cuối cùng sẽ phải được định giá lại. Do đó, một chu kỳ tăng giá thép kéo dài nhiều năm sẽ gây tác động lớn hơn so với mức hàm ý từ tỷ lệ 50%.

Vì vậy, rủi ro đáng lưu ý không chỉ là một đợt tăng giá thép đơn lẻ, mà là giá thép tăng mạnh đúng vào thời điểm giá trị hợp đồng chưa thực hiện tại dự án Lô B suy giảm trong năm 2028. Khi đó, PVS sẽ phải cạnh tranh để tìm kiếm các hợp đồng thay thế từ vị thế kém thuận lợi hơn và có ít khả năng chuyển phần chi phí tăng thêm cho khách hàng nhất.

Định giá và khuyến nghị

HSC đưa ra giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 45.000đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 34,7%, dựa trên dòng tiền dài hạn theo tiến độ dự án từ các mảng cơ khí & xây lắp (M&C) và FSO/FPSO. Giả định WACC 10,5% được xây dựng dựa trên chi phí vốn CSH 11,9%, chi phí nợ vay trước thuế 6%, tỷ trọng vốn CSH/nợ vay là 80/20 và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%. Theo phân tích kịch bản, lợi nhuận thuần năm 2028 thấp hơn 27,6% so với kịch bản cơ sở trong trường hợp tiêu cực và cao hơn 30,9% trong trường hợp tích cực, tùy thuộc vào kết quả trao thầu, tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận mảng M&C. Với P/E dự phóng năm 2026 là 11,1 lần, PVS đang giao dịch thấp hơn 14% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành mặc dù có triển vọng tăng trưởng cao hơn.

Kết luận và phương pháp định giá

HSC đưa ra giá mục tiêu theo phương pháp DCF là 45.000đ, phản ánh đặc điểm dòng tiền dài hạn gắn với tiến độ dự án của các mảng M&C và FSO/FPSO. Các giả định chính gồm lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta 0,9 lần, tương ứng chi phí vốn CSH 11,9%. Với chi phí nợ vay trước thuế 6%, tỷ trọng vốn CSH/nợ vay là 80/20 và thuế suất thuế TNDN 20%, giả định WACC là 10,5%. HSC áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 2%. Giá mục tiêu 45.000đ tương ứng tiềm năng tăng giá 34,7%.

Bảng 38: Dòng tiền tự do không sử dụng đòn bẩy theo phương pháp DCF, PVS

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F
EBIT	2,135	2,086	2,205	2,425	2,273	2,295
Thuế suất 20.0%	(427)	(417)	(441)	(485)	(455)	(459)
EBIT sau thuế	1,708	1,669	1,764	1,940	1,819	1,836
Khấu hao	956	929	952	940	929	926
Thay đổi vốn lưu động	(2,554)	532	(386)	(120)	66	70
Chi phí đầu tư	(2,620)	(929)	(952)	(940)	(929)	(926)
Dòng tiền hoạt động khác	(141)	(137)	(165)	(178)	(178)	(185)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(460)	(443)	(487)	(538)	(536)	(563)
Dòng tiền tự do trước nợ vay	(3,113)	1,620	726	1,104	1,171	1,158
Chiết khấu	0.00	1.05	1.16	1.28	1.42	1.57
Giá trị hiện tại của UCFF		1,541	625	860	826	739
Tổng UFCF		4,591				

Nguồn: HSC

Bảng 39: Tính toán WACC, PVS

WACC là 10,5%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	11.9%
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	10.5%

Nguồn: HSC

Bảng 40: Tính toán giá trị HKDK cốt lõi, PVS

Giá mục tiêu là 45.000đ/cp

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%
EV/EBITDA	3.4x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	8,870
Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	4,591
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp	13,462
Cộng: Tiền & tương đương tiền	15,122
Trừ: Tổng nợ	(967)
Giá trị vốn CSH	27,617
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	614
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	45,000

Nguồn: HSC

Bảng 41: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu đối với tốc độ tăng trưởng dài hạn và lãi suất phi rủi ro, PVS

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Đồng/cp		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.5%	42,727	44,194	46,024	48,370	51,485
	4.0%	42,016	43,351	45,000	47,089	49,822
	4.5%	41,357	42,576	44,068	45,939	48,352

Nguồn: HSC

Bảng 42: Các kịch bản giá dầu Brent và giá cổ phiếu PVS tương ứng

Giá mục tiêu của chúng tôi cao hơn 59,0% so với mức giá cổ phiếu 28.300 đồng/cp nếu giá dầu Brent tham chiếu ở mức 80,0 USD/thùng

Kịch bản	Giá dầu Brent bình quân 4 quý (USD/thùng)	Giá cổ phiếu PVS hàm ý (đồng/cp)	Mức tăng so với giá mục tiêu 45.000 đồng/cp	Tác động đến các dự báo của chúng tôi
Kịch bản tiêu cực	60.0	24,300	85.2%	Không, nhưng đây là mức sàn để quyết định đầu tư
Kịch bản cơ sở	80.0	28,300	59.0%	Không
Kịch bản tích cực	100.0	31,700	42.0%	Không

Ghi chú: Giá dầu Brent tham chiếu là mức bình quân dự báo theo quý của Bloomberg trong giai đoạn Q3/26–Q2/27. Giá cổ phiếu hàm ý được tính bằng cách điều chỉnh giá PVS bình quân từ đầu Q3/26 đến ngày 22/9/2026 là 30.734 đồng/cp (đã điều chỉnh theo tỷ lệ cổ tức bằng cổ phiếu 100:20) theo mức biến động của giá Brent so với mức bình quân tương ứng 94,1 USD/thùng, sử dụng hệ số góc 0,52 từ hồi quy tỷ suất sinh lợi logarit theo quý trong giai đoạn Q1/20–Q2/26 (sai số chuẩn 0,14; $R^2 = 36\%$)
Nguồn: Bloomberg, HSC

Độ nhạy của giá cổ phiếu PVS với giá dầu Brent

Trong quá khứ, mức biến động của giá cổ phiếu PVS bằng khoảng một nửa giá dầu Brent. Trong giai đoạn từ Q1/2020 đến Q2/2026, cứ mỗi 10% biến động của giá dầu Brent bình quân quý thì giá cổ phiếu PVS bình quân quý biến động 5,2% theo cùng chiều. Dựa trên mối tương quan này, giá cổ phiếu PVS tương ứng là 24.300đ khi giá dầu Brent ở mức 60 USD/thùng, 28.300đ ở mức 80 USD/thùng và 31.700đ ở mức 100 USD/thùng (Bảng 42).

Giá mục tiêu 45.000đ mà HSC đưa ra cao hơn đáng kể so với cả ba mức giá theo giá dầu Brent: cao hơn 59% trong kịch bản tham chiếu và 42% ngay cả trong kịch bản tích cực. Nguyên nhân là hai phương pháp này phản ánh những yếu tố khác nhau. Các mức giá hàm ý cho thấy cổ phiếu PVS thường giao dịch như thế nào cùng với biến động giá dầu, trong khi phương pháp DCF định giá lượng hợp đồng chưa thực hiện mà PVS đang triển khai – vốn bắt nguồn từ các quyết định đầu tư được đưa ra trước đó từ hai đến bốn năm. Dự án Lô B đang trong giai đoạn triển khai cao điểm, các trạm biến áp ngoài khơi tại Đài Loan đang được bàn giao, tỷ suất lợi nhuận mảng M&C phục hồi khi các hợp đồng cũ có tỷ suất lợi nhuận thấp dần hoàn tất và tỷ trọng đóng góp của M&C vào LNTT tăng trong giai đoạn dự báo. Các yếu tố này không phụ thuộc vào diễn biến giá dầu Brent, miễn là giá dầu duy trì trên 60 USD/thùng – ngưỡng mà các chủ đầu tư bắt đầu cân nhắc trì hoãn quyết định đầu tư dự án.

Vì vậy, nếu giá dầu Brent khiến cổ phiếu giảm định giá về mức 24.300đ trong kịch bản tiêu cực, giá cổ phiếu sẽ giảm nhưng dự báo lợi nhuận và giá mục tiêu của HSC không thay đổi. HSC sẽ xem đây là cơ hội mua vào thay vì là lý do để hạ dự báo. Mức giá này cũng thấp hơn tiền mặt thuần trên mỗi cổ phiếu, qua đó tạo thêm vùng hỗ trợ cho giá cổ phiếu.

Các kịch bản tích cực/tiêu cực

Các kịch bản tích cực và tiêu cực được xây dựng bằng cách tính toán lại toàn bộ mô hình, chỉ thay đổi hai giả định của mảng M&C: tăng trưởng doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân. Trong kịch bản tiêu cực, tỷ suất lợi nhuận gộp M&C năm 2026 giảm xuống 6,1%, tương đương khoảng 2,1% theo phương pháp trình bày trước Thông tư 99 và thấp hơn 0,8 điểm phần trăm so với mức 2,88% PVS ghi nhận trong năm 2025. Trong kịch bản tiêu cực, tỷ suất này đạt 9,1%, so với 8% trong kịch bản cơ sở.

Về tỷ suất lợi nhuận:

- Biến động tỷ suất lợi nhuận gộp gần như được phản ánh toàn bộ vào lợi nhuận gộp mà không chịu ảnh hưởng pha loãng đáng kể từ chi phí HKDK. Các giả định vẫn nghiêng nhiều hơn về rủi ro giảm: tỷ suất lợi nhuận gộp M&C bình quân năm 2028 là 6,9% trong kịch bản tiêu cực, so với 9% trong kịch bản cơ sở và 9,9% trong kịch bản tích cực, tương ứng mức giảm 2,1 điểm phần trăm và mức tăng 0,9 điểm phần trăm. Tuy nhiên, chênh lệch doanh thu bù đắp hoàn toàn sự bất cân xứng này. Trong năm 2028, doanh thu thuần M&C theo kịch

bản tích cực cao hơn 50,6% so với kịch bản cơ sở, trong khi kịch bản tiêu cực thấp hơn 36,2%. Vì vậy, biên độ biến động lợi nhuận thuần năm 2028 nghiêng về phía tích cực: thấp hơn 27,6% so với kịch bản cơ sở trong trường hợp tiêu cực nhưng cao hơn 30,9% trong trường hợp tích cực.

Về doanh thu:

- **Kịch bản tiêu cực** phản ánh trường hợp PVS không giành được các hợp đồng EPC mới. Thời điểm trao thầu bị trì hoãn khiến doanh thu năm 2028 giảm 37,5% khi giá trị hợp đồng chưa thực hiện hiện tại dần được ghi nhận hết mà không có hợp đồng mới thay thế. Tỷ suất lợi nhuận duy trì ở mức 2,1–2,9% theo phương pháp trình bày trước Thông tư 99, tương đương 6,1–6,9% theo phương pháp trình bày mới.
- **Kịch bản tích cực** giả định dự án Lô B đi đúng tiến độ đón dòng khí đầu tiên trong Q3/2027 và PVS ký hợp đồng gói EPIC-1 tại Maydan Mahzam đã được trao thầu hoặc một gói thầu quốc tế có giá trị tương đương. Tỷ suất lợi nhuận giả định đạt 9–10%, tương đương mức ghi nhận tại các hợp đồng có hiệu quả cao nhất gần đây.

Bảng 43: Kịch bản tiêu cực, kịch bản cơ sở, và kịch bản tích cực, PVS

Lợi nhuận thuần năm 2028F dao động từ 27,6% đến 30,9% so với kịch bản cơ sở của chúng tôi

	2026F	2027F	2028F
Giả định tăng trưởng doanh thu mảng M&C (so với cùng kỳ)			
Kịch bản tiêu cực	7.9%	21.0%	-37.5%
Kịch bản cơ sở (dự báo hiện tại)	19.2%	37.1%	-21.7%
Kịch bản tích cực	37.9%	51.0%	-7.5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân mảng M&C			
Kịch bản tiêu cực	6.1%	6.5%	6.9%
Kịch bản cơ sở (dự báo hiện tại)	8.0%	9.0%	9.0%
Kịch bản tích cực	9.1%	9.5%	9.9%
Doanh thu thuần mảng M&C			
Kịch bản tiêu cực	23,526	28,467	17,792
Kịch bản cơ sở (dự báo hiện tại)	25,987	35,624	27,883
Kịch bản tích cực	30,067	45,402	41,997
Lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)			
Kịch bản tiêu cực	1,891	1,870	1,762
Kịch bản cơ sở (dự báo hiện tại)	2,301	2,213	2,433
Kịch bản tích cực	2,628	3,126	3,186
Mức chênh lệch lợi nhuận thuần so với kịch bản cơ sở			
Kịch bản tiêu cực	-17.8%	-15.5%	-27.6%
Kịch bản tích cực	14.2%	41.2%	30.9%

Nguồn: HSC

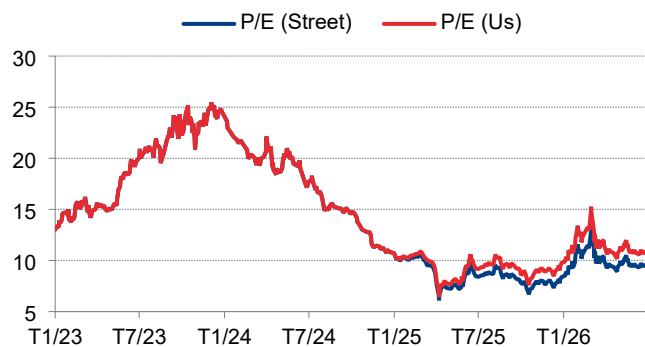
Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 26,5% trong 1 năm qua, PVS đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 11,5 lần, thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

PVS đang giao dịch ở mức EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2026 lần lượt là 4 lần và 11,1 lần, thấp hơn 41% và 14% so với bình quân các doanh nghiệp cùng ngành. Các doanh nghiệp trong khu vực (như PetroTrung Quốc, Sinopec và GAIL) vẫn được giao dịch ở mức định giá cao hơn dù tăng trưởng chậm hơn thậm chí âm, cho thấy mức định giá thấp hơn của PVS chủ yếu phản ánh yếu tố thanh khoản của thị trường Việt Nam hơn là sự chênh lệch về nền tảng cơ bản.

Biểu đồ 44: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVS

PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm 11,5 lần



Nguồn: HSC

Biểu đồ 45: Độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ

... thấp hơn 0,9 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC

Bảng 46: So sánh với các công ty cùng ngành dầu khí trong nước và trong khu vực, PVS

PVS đang giao dịch với mức chiết khấu 14% theo P/E dự phóng năm 2026F và 41% theo EV/EBITDA dự phóng năm 2026F

Mã CK	Doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026	P/E 2026	P/B 2026	ROE 2026	CAGR 3 năm
	Việt Nam							
PVS VN	PetroViệt Nam Technical	Việt Nam	773	4.0	11.1	1.1	13.8	9.6%
PVD VN	PetroViệt Nam Drilling & Well	Việt Nam	653	8.2	21.4	1.0	4.7	9.7%
	Trung vị - DN VN		713	6.1	16.3	1.0	9.2	9.7%
	Bình quân - DN VN		713	6.1	16.3	1.0	9.2	9.7%
	Khu vực							
601857 CH	PetroTrung Quốc Co Ltd	Trung Quốc	297,863	5.0	10.9	1.2	11.4	-1.3%
600028 CH	SINOPEC CORP	Trung Quốc	93,386	6.3	15.3	0.8	5.3	-25.4%
600583 CH	COOEC	Trung Quốc	4,046	2.4	11.7	1.0	8.1	13.4%
GAIL IN	GAIL Ấn Độ Ltd	Ấn Độ	11,795	11.8	13.2	1.2	10.1	-12.5%
IGL IN	Indraprastha Gas Ltd	Ấn Độ	2,164	8.9	12.3	1.9	15.7	-11.6%
SPM IM	Saipem SpA	Italy	10,468	5.3	26.7	3.4	12.7	31.6%
9531 JT	Tokyo Gas Co Ltd	Nhật Bản	12,882	6.9	10.9	1.3	11.7	17.1%
ALFTAQ A KK	Action Energy Co KSCC	Kuwait	488	10.3	12.6	-	15.6	53.1%
PTG MK	Petronas Gas Bhd	Malaysia	8,697	10.6	19.0	2.4	12.8	-2.6%
GMB MK	Gas Malaysia Bhd	Malaysia	1,640	-	17.0	4.1	24.4	-0.2%
YNS MK	Yinson Holdings BHD	Malaysia	1,580	8.2	14.4	1.1	10.5	-15.8%
VEB MK	Velesto Energy Bhd	Malaysia	502	6.1	19.2	0.9	6.3	42.5%
MMHE MK	Malaysia Marine and Heavy	Malaysia	145	2.0	4.9	0.4	7.3	-
PLSV NO	Paratus Energy Services Ltd	Na Uy	910	-	14.7	7.7	50.1	-
ABRJ OM	Abraj Energy Services SAOG	Oman	818	9.0	15.5	2.0	13.3	3.3%
STM SP	Seatrium Ltd	Singapore	5,880	8.0	14.0	1.0	7.5	-
096770 KS	SK Innovation Co Ltd	Hàn Quốc	14,276	5.9	8.8	0.8	9.1	-
010950 KS	S-Oil Corp	Hàn Quốc	12,157	6.7	6.1	1.5	27.2	-56.8%
000720 KS	Hyundai Engineering &	Hàn Quốc	10,434	19.4	27.5	1.6	6.1	-16.6%
036460 KS	Korea Gas Corp	Hàn Quốc	2,482	8.6	2.9	0.3	10.3	-
2072 TT	Century Energy Co Ltd	Đài Loan	874	5.4	7.3	-	-	57.1%
TOP TB	Thai Oil PCL	Thái Lan	4,241	4.6	3.9	0.7	18.5	-13.4%
	Trung vị - các công ty trong khu vực		4,143	6.8	12.9	1.2	11.4	
	Bình quân - các công ty trong khu vực		22,624	7.6	13.1	1.8	14.0	
	Trung vị - toàn thị trường		3,264	6.8	12.9	1.2	11.4	
	Bình quân - toàn thị trường		20,798	7.4	13.4	1.7	13.6	
	Chênh lệch định giá PVS so với bình quân DN VN			-51%	-48%	14%		
	Chênh lệch định giá PVS so với Trung vị - các công ty trong khu vực			-41%	-14%	-10%		
	Chênh lệch định giá PVS so với bình quân toàn thị trường			-41%	-14%	-6%		

Nguồn: Bloomberg, HSC

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro chậm tiến độ đón dòng khí đầu tiên của Lô B – Ô Môn: Lô B là nguồn bổ sung giá trị hợp đồng chưa thực hiện lớn nhất đối với mảng M&C đã được xác định trong giai đoạn 2026–2028. Việc thời điểm đón dòng khí đầu tiên của mỏ bị lùi so với kế hoạch hiện tại là Q3/2027 không nhất thiết làm chậm ghi nhận doanh thu từ các gói EPCI#1 và EPCI#2 của PVS. Nguyên nhân là PVS ghi nhận doanh thu theo tiến độ xây dựng và chế tạo của chính Công ty, thay vì phụ thuộc vào tiến độ chạy thử của các hạng mục hạ nguồn. Vì vậy, rủi ro thực sự đối với PVS nằm ở tiến độ xây dựng và chế tạo bị chậm chứ không phải bản thân thời điểm đón dòng khí đầu tiên bị lùi.

Tỷ suất lợi nhuận mỏng M&C suy giảm: Mảng này có mức độ nhạy cảm cao với áp lực cạnh tranh khi đấu thầu các hợp đồng quốc tế, nguy cơ chi phí vượt dự toán tại các hợp đồng EPC trọn gói và giá dịch vụ thầu phụ tăng. Bất kỳ yếu tố nào trong số này cũng có thể khiến tỷ suất lợi nhuận gộp thấp hơn mức 8–9% mà HSC giả định cho giai đoạn 2026–2028. Tỷ suất lợi nhuận gộp 6,6% trong nửa đầu năm 2026 chưa phản ánh chính xác xu hướng cơ bản. Việc phân loại lại chi phí dự phòng bảo hành theo Thông tư 99 giúp chỉ tiêu này tăng khoảng 4 điểm phần trăm, trong khi khoản dự phòng cho hợp đồng trạm biến áp ngoài khơi Hải Long có mức độ rủi ro cao lại kéo giảm tỷ suất lợi nhuận. Sau khi loại trừ cả hai yếu tố, tỷ suất lợi nhuận vẫn cải thiện thực chất 312 điểm cơ bản nhờ hiệu quả triển khai và cơ cấu hợp đồng tốt hơn.

Giá dầu duy trì xu hướng giảm: Nếu giá dầu Brent giảm xuống dưới 60 USD/thùng, các doanh nghiệp thượng nguồn, bao gồm các đơn vị thành viên của PVN, có thể trì hoãn các khoản đầu tư ngoài khơi chưa thực sự cấp thiết. Điều này sẽ làm giảm số lượng gói thầu EPC tại Việt Nam và thu hẹp thị trường tiềm năng đối với các hợp đồng FSO/FPSO mới. Tuy nhiên, trong trường hợp này, HSC kỳ vọng PVS có thể chuyển thêm công suất chế tạo sang các dự án điện gió ngoài khơi.

Giá thép tăng: Giá thép từ Nhật Bản và các nước G7 tăng mạnh sẽ gây sức ép lên tỷ suất lợi nhuận của các hợp đồng mới được chào thầu, với độ trễ từ một đến ba năm.

Doanh thu HĐ tài chính và rủi ro tỷ giá: Lợi nhuận của PVS ngày càng chịu ảnh hưởng lớn từ các yếu tố tài chính không liên quan trực tiếp đến tiến độ triển khai dự án. Với tổng số dư tiền mặt **17.345 tỷ đồng** vào cuối tháng 6/2026, lãi suất tiền gửi giảm 100 điểm cơ bản sẽ làm giảm lợi nhuận một khoản tương đương 6% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026 của HSC ở mức **2.301 tỷ đồng**.

Yêu cầu nội địa hóa tại Đài Loan: Việc hủy gói thầu Formosa 4 là một ví dụ thực tế cho thấy phần việc chế tạo móng điện gió ngoài khơi của PVS tại Đài Loan vẫn có thể bị rút lại nếu Công ty chưa đáp ứng được các yêu cầu về tỷ lệ nội địa hóa. Theo các quy định của Giai đoạn 3, PVS đã trúng thầu hai gói trạm biến áp ngoài khơi (Fengmiao 1 và Formosa 4). Tuy nhiên, gói thầu móng duy nhất Công ty giành được đã bị hủy trước khi bắt đầu gia công thép.

Các yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu

Chuyển niêm yết sang HoSE: Kế hoạch chuyển hơn 300 cổ phiếu từ HNX sang HoSE trước tháng 12/2026, trong đó có PVS, dự kiến sẽ hỗ trợ giá cổ phiếu.

Gói EPIC-1 tại Maydan Mahzam, Qatar: Vào ngày 13/9/2026, QatarEnergy đã trao riêng thư trúng thầu cho PTSC Mechanical & Construction. Giá trị và thời gian thực hiện gói thầu vẫn đang được đàm phán; hợp đồng chính thức dự kiến ký trong tháng 10/2026 nên HSC chưa đưa dự án này vào dự báo. Tổng giá trị chương trình phát triển Maydan Mahzam, gồm bốn gói thầu, ước tính đạt 4–5 tỷ USD.

Vòng đấu thầu 3.3 tại Đài Loan: Kết quả dự kiến được công bố trước ngày 30/9/2026 cho tổng công suất tối đa 3.600 MW, trong bối cảnh các cam kết mua sắm bắt buộc theo yêu cầu nội địa hóa đã được gỡ bỏ. Đây là thay đổi thuận lợi mà PVS cần sau khi gói móng của dự án Formosa 4 bị hủy. Đài Loan đang từng bước chuyển từ cơ chế quy định cứng về tỷ lệ nội địa hóa sang khung đánh giá chú trọng hơn đến khả năng triển khai dự án. Vòng 3.1 (đã hoàn tất trao thầu vào năm 2022) yêu cầu các chủ đầu tư phải mua sắm trong nước các hạng mục phát triển trọng yếu được chỉ định cho ít nhất 60% công suất trúng thầu, đồng thời áp dụng thêm tiêu chí chấm điểm về mức độ nội địa hóa. Vòng 3.2 (được phân bổ một phần từ năm 2024) đã nói lỏng cơ chế cứng nhắc này khi cho phép chủ đầu tư lựa chọn trong danh sách 24 hạng mục thuộc Chương trình Liên kết Công nghiệp. Tuy nhiên, các dự án vẫn phải cam kết đạt tổng cộng ít nhất 70 điểm nội địa hóa mới đủ điều kiện tham gia đấu giá điện. Vòng 3.3 tiến thêm một bước khi bãi bỏ cam kết bắt buộc về mua sắm nội địa và thay thế bằng việc đánh giá kinh nghiệm của chủ đầu tư, năng lực tài chính, khả năng triển khai, kế hoạch ESG và khả năng bảo đảm an ninh năng lượng. Lợi ích đối với ngành công nghiệp và nền kinh tế địa phương vẫn được xem xét trong tiêu chí ESG nhưng không còn là yêu cầu nội địa hóa linh kiện riêng biệt và mang tính bắt buộc.

Cá Voi Xanh: PVS đang đặt mục tiêu giành một hợp đồng giàn xử lý trung tâm và một hợp đồng FSO tại dự án này. Công ty đã thành lập tổ công tác chuyên trách và kỳ vọng được trao thầu trước cuối năm 2026. HSC chưa đưa dự án Cá Voi Xanh vào dự báo.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	23,770	32,718	37,512	47,740	40,633
Lợi nhuận gộp	1,065	1,871	3,369	4,545	3,900
Chi phí BH&QL	(1,330)	(1,389)	(2,268)	(2,907)	(2,167)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(265)	481	1,101	1,638	1,734
Lãi vay thuần	351	799	749	653	841
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	864	826	656	543	553
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	603	98.6	491	47.7	40.6
LNTT	1,553	2,205	2,997	2,882	3,168
Chi phí thuế TNDN	(299)	(284)	(599)	(576)	(634)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(185)	(71.4)	(95.9)	(92.2)	(101)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,070	1,850	2,301	2,213	2,433
Lợi nhuận thuần ĐC	732	1,503	1,841	1,771	1,947
EBITDA ĐC	1,200	2,087	2,713	3,110	3,239
EPS (đồng)	1,743	3,014	3,750	3,606	3,965
EPS ĐC (đồng)	1,193	2,449	3,000	2,885	3,172
DPS (đồng)	618	62.9	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	614	614	614	614	614
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	614	614	614	614	614
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	614	614	614	614	614

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	11,422	11,585	10,847	13,745	15,740
Đầu tư ngắn hạn	3,886	4,275	4,275	4,275	4,275
Phải thu khách hàng	6,244	7,488	8,736	11,118	9,462
Hàng tồn kho	1,830	3,233	2,806	3,550	3,019
Các tài sản ngắn hạn khác	500	622	622	622	622
Tổng tài sản ngắn hạn	23,882	27,202	27,286	33,309	33,118
TSCĐ hữu hình	3,588	4,778	4,645	4,762	4,698
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	160	155	152	149	146
Đầu tư dài hạn	430	462	2,261	2,143	2,207
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,729	4,865	5,011	5,161	5,316
Tài sản dài hạn khác	1,289	1,329	1,329	1,329	1,329
Tổng tài sản dài hạn	10,195	11,589	13,396	13,543	13,695
Tổng cộng tài sản	34,077	38,791	40,682	46,853	46,814
Nợ ngắn hạn	869	189	189	189	189
Phả trả người bán	4,654	6,978	6,080	7,692	6,541
Nợ ngắn hạn khác	7,747	8,338	7,502	9,548	8,127
Tổng nợ ngắn hạn	14,022	17,125	15,392	19,050	16,477
Nợ dài hạn	790	777	1,077	1,377	1,477
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	741	642	642	642	642
Nợ dài hạn khác	3,784	4,010	4,010	4,010	4,010
Tổng nợ dài hạn	5,315	5,430	5,730	6,030	6,130
Tổng nợ phải trả	19,337	22,555	21,122	25,080	22,607
Vốn chủ sở hữu	13,569	15,057	18,381	20,594	23,027
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,171	1,179	1,179	1,179	1,179
Tổng vốn chủ sở hữu	14,740	16,236	19,560	21,773	24,206
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,077	38,791	40,682	46,853	46,814
BVPS (đ)	22,110	24,534	29,951	33,557	37,522
Nợ thuần/(tiền mặt)	(9,762)	(10,618)	(9,580)	(12,178)	(14,073)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	(265)	481	1,101	1,638	1,734
Khấu hao	(601)	(780)	(956)	(929)	(952)
Lãi vay thuần	351	799	749	653	841
Thuế TNDN đã nộp	(350)	(581)	(599)	(576)	(634)
Thay đổi vốn lưu động	2,923	1,082	(2,554)	532	(386)
Khác	1,498	242	451	(204)	(76.7)
LCT thuần từ HKKD	4,343	1,935	(736)	2,207	1,471
Đầu tư TS dài hạn	(855)	(2,002)	(2,620)	(929)	(952)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	1,917	902	1,221	1,251	1,281
LCT thuần từ HĐĐT	1,062	(1,100)	(1,399)	322	329
Cổ tức trả cho CSH	(379)	(38.6)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	335
Tăng/giảm nợ	(80.7)	(692)	300	300	100
Khác	719	59.1	1,097	68.7	(240)
LCT thuần từ HĐTC	259	(672)	1,397	369	195
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,757	11,422	11,585	10,847	13,745
LCT thuần trong kỳ	5,664	163	(738)	2,898	1,995
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	11,422	11,585	10,847	13,745	15,740
Dòng tiền tự do	3,488	(67.4)	(3,356)	1,278	519

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.48	5.72	8.98	9.52	9.60
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.05	6.38	7.23	6.51	7.97
Tỷ suất LNT (%)	4.50	5.65	6.14	4.64	5.99
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.2	12.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.7	37.6	14.7	27.3	(14.9)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	6.15	73.8	30.0	14.6	4.15
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(7.52)	105	22.5	(3.84)	9.94
Tăng trưởng EPS (%)	4.22	72.9	24.4	(3.84)	9.94
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(7.52)	105	22.5	(3.84)	9.94
Tăng trưởng DPS (%)	0.41	(89.8)	(100)	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.5	2.09	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.10	12.9	13.8	11.4	11.2
ROACE (%)	(1.42)	2.31	4.69	6.17	5.96
Vòng quay tài sản (lần)	0.79	0.90	0.94	1.09	0.87
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	(16.4)	4.02	(0.67)	1.35	0.85
Số ngày tồn kho	29.4	38.3	30.0	30.0	30.0
Số ngày phải thu	100	88.6	93.4	93.9	94.0
Số ngày phải trả	74.8	82.6	65.0	65.0	65.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(69.0)	(68.0)	(50.1)	(57.3)	(59.5)
Nợ/tài sản (%)	6.06	3.47	4.05	4.16	4.37
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	6.14	1.07	0.80	0.76	0.76
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.70	1.59	1.77	1.75	2.01
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.45	0.30	0.29	0.17	0.16
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.94	4.73	4.02	2.68	1.98
P/E (lần)	19.2	11.1	8.91	9.26	8.42
P/E ĐC (lần)	28.0	13.6	11.1	11.6	10.5
P/B (lần)	1.51	1.36	1.12	1.00	0.89
Lợi suất cổ tức (%)	1.85	0.19	0	0	0

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

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

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.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng 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 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 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
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