

## CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM – PVS

### TÍCH CỰC

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| Giá thị trường (đồng/cp)    | 31.800 |
| Cao nhất 52 tuần (đồng/cp)  | 37.900 |
| Thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) | 21.400 |
| Giá mục tiêu (đồng/cp)      | 40.890 |
| Tỷ suất cổ tức (%)          | 0%     |
| Tiềm năng tăng giá          | 28,6%  |

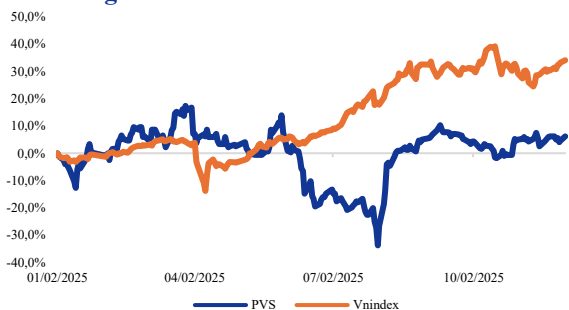
|                    |           |
|--------------------|-----------|
| Triển vọng         | Trung lập |
| Định giá           | Tích cực  |
| Phân tích kỹ thuật | Trung lập |

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Thị giá vốn (tỷ)     | 16.366 |
| GTGD BQ 1 tháng (tỷ) | 107,7  |
| Sở hữu NN            | 12,97% |
| Số CP lưu hành (tr)  | 511,4  |

|             | Ngành  | PVS    | VNI   |
|-------------|--------|--------|-------|
| P/E TTM     | 11,64  | 11,33  | 14,37 |
| P/B Current | 1,13   | 1,15   | 1,6   |
| ROE         | 10,03% | 10,41% | 13,5% |
| ROA         | 4,87%  | 4,03%  | 6,2%  |

\*Dữ liệu ngày 08/12/2025

#### Diễn biến giá



#### Cơ cấu sở hữu

|                    |        |
|--------------------|--------|
| Cổ đông nhà nước   | 51,38% |
| Cổ đông nước ngoài | 12,97% |
| Khác               | 35,65% |

#### Tổng quan doanh nghiệp

Là doanh nghiệp thành viên của PVN và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu từ dịch vụ khoan.

#### Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thành Vinh – [vinhnt@nsi.vn](mailto:vinhnt@nsi.vn)

#### Điểm nhấn tài chính

- Trong 9 tháng đầu năm 2025, PVS đạt khoảng 23 nghìn tỷ đồng doanh thu (+63% YoY) và 1,0 nghìn tỷ đồng lợi nhuận sau thuế công ty mẹ (+61% YoY). Lợi nhuận sau thuế cốt lõi đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng 100% YoY. Kết quả tích cực này được dẫn dắt bởi: (1) Lợi nhuận gộp mảng xây lắp tăng 123% YoY dù công ty tiếp tục trích lập dự phòng lớn (tổng dự phòng tăng thêm 910 tỷ đồng từ đầu năm); (2) Thu nhập tài chính tăng 113% YoY nhờ vị thế tiền mặt ròng lớn và lãi từ chênh lệch tỷ giá.
- Như vậy, sau 9 tháng PVS đã hoàn thành lần lượt 102% và 122% kế hoạch doanh thu và lợi nhuận sau thuế cho cả năm 2025.

#### Luận điểm đầu tư

- Hành lang pháp lý được khơi thông nhờ các Nghị quyết mới tạo động lực tăng trưởng mạnh mẽ cho toàn ngành – PVS, với vị thế thượng nguồn, là doanh nghiệp hưởng lợi trực tiếp và sớm nhất.
- Tiến độ triển khai các đại dự án vượt kỳ vọng, củng cố nền tảng tăng trưởng với lượng Backlog kỷ lục.
- Mảng O&M (vận hành và bảo dưỡng) được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh trong năm 2026 nhờ khối lượng công việc chuyển giao từ 2025 và các hợp đồng mới.

#### Rủi ro đầu tư

- Giá dầu giảm mạnh có thể gây áp lực chung lên tâm lý thị trường và giá cổ phiếu nhóm ngành dầu khí.
- Rủi ro từ các rào cản tỷ lệ nội địa hóa (Local Content) và xu hướng chậm lại của quá trình chuyển dịch năng lượng toàn cầu ảnh hưởng đến mảng điện gió.
- Giá thuê các kho nổi hiện hữu giảm do đã hết hợp đồng dài hạn và đang được gia hạn theo từng năm.

#### Định giá

Về định giá, với mức giá thị trường ngày 01/12/2025 tại mức giá 32.000 đ/cp tương đương với mức vốn hóa ~ 16.366 tỷ đồng, cổ phiếu đang được giao dịch với mức P/B là 1,15 lần và mức P/E là 11,33 lần.

NSI sử dụng định giá PVS theo 2 phương pháp P/E và P/B một cách thận trọng, với mức định giá cổ phiếu trung bình cả 2 phương pháp tương ứng là 40.890 đồng/cổ phiếu.

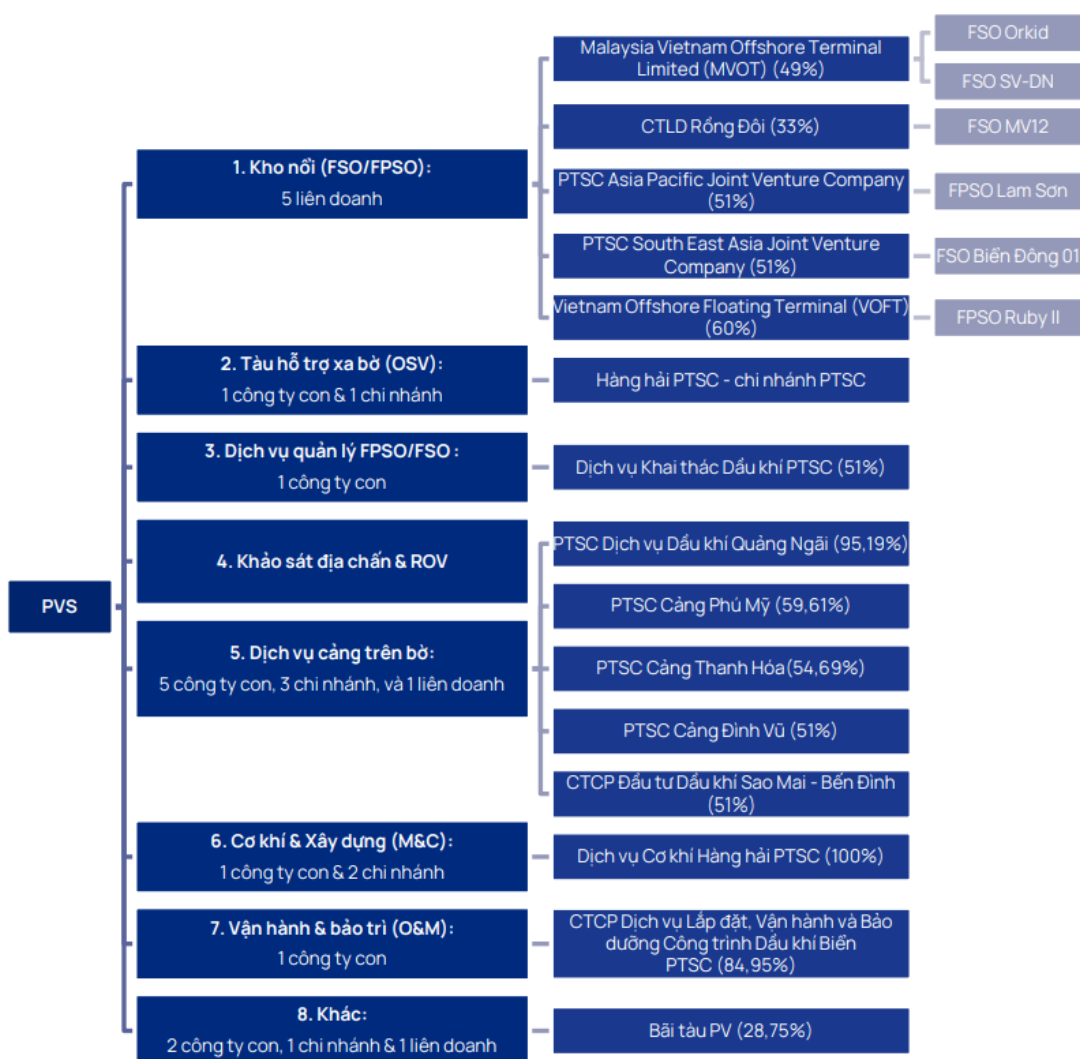
## Tổng quan doanh nghiệp



**Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HOSE: PVS):** Được thành lập trên cơ sở triển khai Quyết định số 458/TTg ngày 24/11/1976 của Thủ tướng Chính phủ về việc phê duyệt đề án xây dựng căn cứ dịch vụ dầu khí Vũng Tàu. Trải qua 49 năm hình thành và phát triển, Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PTSC) đã có những bước phát triển vượt bậc, là Tổng công ty hàng đầu trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí, công nghiệp tại Việt Nam, thương hiệu lớn trên thị trường dịch vụ dầu khí, công nghiệp trong khu vực.

### Cơ cấu doanh nghiệp của PVS

(bao gồm 11 công ty con, 7 công ty liên doanh và 7 chi nhánh)



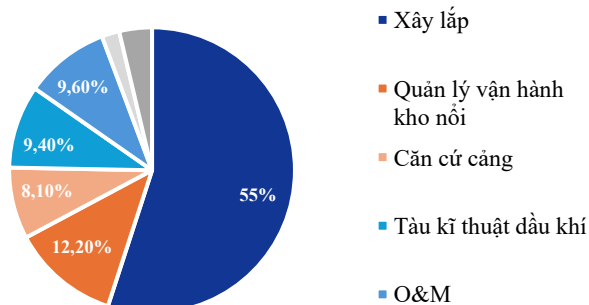
Nguồn: Báo cáo thường niên 2024, NSI tổng hợp

## PVS là nhà thầu hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp các công trình ngoài khơi tại Việt Nam và Quốc tế

Mảng dịch vụ xây lắp (M&C) là trụ cột kinh doanh của PVS, đóng góp khoảng 55% tổng doanh thu trong giai đoạn 2020–2024. Mảng này bao gồm việc thực hiện các gói thầu EPCIC (Thiết kế – Mua sắm – Lắp đặt – Chạy thử) cho các công trình dầu khí ngoài khơi cũng như các dự án EPC trên bờ tại Việt Nam.

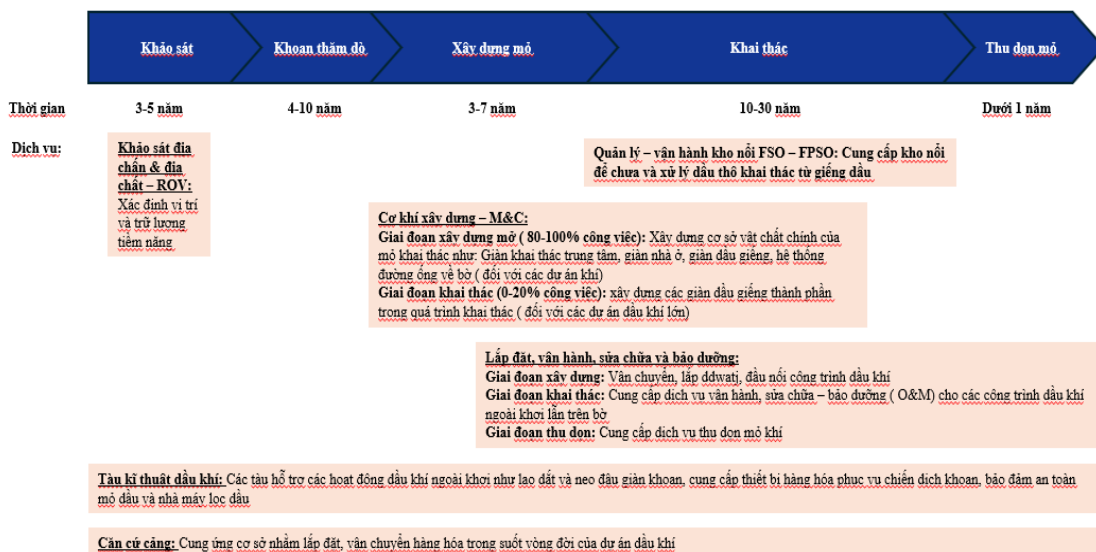
PVS đã củng cố vị thế dẫn đầu trong lĩnh vực xây lắp dầu khí ngoài khơi, thể hiện qua loạt dự án quy mô lớn trong và ngoài nước, bao gồm: gói EPCIC giàn xử lý trung tâm (CPP) Sao Vàng và giàn đầu giếng (WHP) Đại Nguyệt tại Việt Nam; cùng với đó là gói EPCIC cho hai giàn đầu giếng và chân đế giàn xử lý trung tâm thuộc dự án Galfaf 3 tại Qatar.

Mảng xây lắp chiếm tỷ trọng chủ yếu trong cơ cấu doanh thu (2020–2024) của PVS



PVS đang từng bước khẳng định năng lực trong lĩnh vực xây lắp điện gió ngoài khơi. Từ năm 2022, công ty đã chủ động nghiên cứu và tham gia vào các dự án điện gió nhằm đón đầu xu hướng chuyển dịch năng lượng xanh, đồng thời tận dụng lợi thế kinh nghiệm chế tạo kết cấu cơ khí lớn cho các dự án ngoài khơi. PVS đã hoàn thành hai gói thầu quan trọng: (1) gói EPC 2 trạm biến áp ngoài khơi dự án Hải Long (Đài Loan), trị giá 68 triệu USD và hoàn thành trong năm 2024; (2) gói EPC 33 chân đế cho dự án Greater Chang Hua 2b & 4 với công suất 920 MW, trị giá khoảng 300 triệu USD và dự kiến hoàn thành trong quý 2/2025. Đây cũng là dấu mốc quan trọng khi Việt Nam lần đầu tiên xuất khẩu kết cấu điện gió ngoài khơi quy mô lớn.

### Các dịch vụ của PVS trong vòng đời dự án dầu khí



Nguồn: PTSC, NSI tổng hợp

### Danh sách tàu thuộc sở hữu của PVS

PVS sở hữu đội tàu dịch vụ chuyên dụng lớn trong ngành với tổng số 22 tàu gồm tàu dịch vụ đa năng AHTS (Kéo, Thả neo, Cung ứng) có hệ thống định vị động (DP1/DP2) và tàu utility/towing phục lai kéo, tàu kéo. Tuổi trung bình của các tàu AHTS khoảng 13-16 năm (đa số đóng giai đoạn 2010-2014), tình trạng đã qua giai đoạn khấu hao nhanh nhất, hiện tại chi phí khấu hao thấp nhưng chi phí bảo dưỡng bắt đầu tăng.

Ngoài đội tàu sở hữu, PVS còn thuê thêm tàu của đối tác trong và ngoài nước dưới dạng bareboat, time charter, spot charter để đáp ứng nhu cầu dịch vụ dầu khí ở Việt Nam và khu vực.

| Đội tàu dịch vụ     | BHP (Mã lực) | Số tuổi | Loại tàu       | Ghi chú                                                                                      |
|---------------------|--------------|---------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tàu PTSC Sao Vàng   | 6.500        | 9       | AHTS           | Tàu dịch vụ đa năng giúp kéo phương tiện, vật tư, nhân lực; làm neo cho giàn khoan, FSO/FPSO |
| Tàu Phong Nha       | 5.300        | 23      | AHTS DP1       |                                                                                              |
| Tàu Bình An         | 8.900        | 22      | AHTS           |                                                                                              |
| Tàu PTSC Vũng Tàu   | 7.080        | 18      | AHTS DP1       | DP1, DP2: Định vị động giúp giữ trang thiết bị nổi khi thời tiết xấu                         |
| Tàu PTSC Hải Phòng  | 5.220        | 15      | AHTS DP1       |                                                                                              |
| Tàu PTSC Thái Bình  | 8.080        | 15      | AHTS DP2       |                                                                                              |
| Tàu PTSC Thăng Long | 7.200        | 15      | AHTS DP2       |                                                                                              |
| Tàu PTSC Tiên Phong | 7.080        | 15      | AHTS           |                                                                                              |
| Tàu PTSC Sài Gòn    | 5.150        | 9       | AHTS DP2       |                                                                                              |
| Tàu PTSC Hải An     | 5.150        | 9       | AHTS DP1       |                                                                                              |
| Tàu PTSC Crescent   | 5150         | 9       | AHTS DP2       |                                                                                              |
| Tàu PTSC NN TLHN 02 | 3.500        | 14      | Utility Towing | Tàu lai kéo phục vụ cho NMLD Dung Quất                                                       |
| Tàu PTSC NN TLHN 03 | 4.750        | 14      | Utility Towing |                                                                                              |
| Tàu PTSC 04         | 2.140        | 13      | Utility Towing |                                                                                              |
| Tàu PTSC 05         | 3.200        | 13      | Tug            | Tàu kéo phục vụ cho NMLD Dung Quất                                                           |
| Tàu PTSC 06         | 3.200        | 5       | Tug            |                                                                                              |
| Tàu PTSC 07         | 1.600        | 6       | Tug            | Tàu kéo phục vụ cho NMLD Nghi Sơn                                                            |
| Tàu PTSC 08         | 800          | 5       | Tug            |                                                                                              |
| Tàu PTSC 09         | 5.000        | 5       | Tug            |                                                                                              |
| Tàu PTSC 10         | 2.700        | 5       | Tug            |                                                                                              |
| Tàu PTSC 11         | 1.600        | 5       | Tug            |                                                                                              |
| Tàu PTSC 12         | 1.430        | 5       | Service Boat   | Chuyên chở người làm việc tại Phao rót dầu (SPM) tại NMD Nghi Sơn                            |

*Nguồn: BCTN 2024 PVS*

**Hiện tại, PVS đang quản lý, vận hành 8 căn cứ cảng dịch vụ dầu khí với tổng diện tích trên 360ha**

| Tên cảng                | Vị trí                          | Diện tích | Quy mô                                                                                                       | Sở hữu PVS |
|-------------------------|---------------------------------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|
| Cảng Hạ lưu Vũng Tàu    | TP Vũng Tàu, Tỉnh BR-VT         | 82,2      | Số cầu bến: 09<br>Tổng chiều dài cầu bến: 750m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 10.000 DWT                         | 100%       |
| Cảng Hòn La             | Huyện Quảng Trạch, Quảng Bình   | 11,02     | Số cầu bến: 01<br>Tổng chiều dài cầu bến: 215m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 10.000 DWT                         | 100%       |
| Cảng Sơn Trà            | TP Đà Nẵng                      | 7,5       | Số cầu bến: 09<br>Tổng chiều dài cầu bến: 750m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 10.000 DWT                         | 100%       |
| Cảng Dung Quất          | Huyện Bình Sơn, tỉnh Quảng Ngãi | 14,5      | Số cầu bến: 02<br>Tổng chiều dài cầu bến: 370m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 70.000 DWT<br>Bến tàu lai dắt: 70m | 95,19%     |
| Cảng PTSC Phú Mỹ        | Huyện Tân Thành, tỉnh BR-VT     | 26,5      | Số cầu bến: 02<br>Tổng chiều dài cầu bến: 600m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 80.000 DWT                         | 59,61%     |
| Cảng Nghi Sơn           | Huyện Tĩnh Gia, tỉnh Thanh Hóa  | 43,9      | Số cầu bến: 02<br>Tổng chiều dài cầu bến: 390m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 70.000 DWT<br>Bến tàu lai dắt: 70m | 54,69%     |
| Cảng PTSC Đình Vũ       | Quận Hải An, TP Hải Phòng       | 15,28     | Số cầu bến: 01<br>Tổng chiều dài cầu bến: 330m<br>Khả năng tiếp nhận tàu: 20.000 DWT                         | 51%        |
| Cảng Sao Mai – Bến Đình | TP Vũng Tàu, tỉnh BR-VT         | 113       | Đang phát triển                                                                                              | 51%        |

Nguồn: BCTN 2024 PVS

**Cập nhật KQKD Q3.2025: Tăng trưởng mạnh nhờ dịch vụ phụ trợ và lợi nhuận từ hoạt động tài chính**

| Đơn vị: tỷ đồng                            | Q3/2025      | %YoY         | 9T/2025       | %YoY          | Ghi chú                                                                                                                                                                           |
|--------------------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                     | <b>9.630</b> | <b>99,8%</b> | <b>23.003</b> | <b>+63,1%</b> | Động lực tăng trưởng doanh thu chủ yếu đến từ mảng xây lắp, khi khối lượng công việc tại các dự án xây lắp dầu khí tăng mạnh, vượt trội so với mức đóng góp khi chỉ thực hiện các |
| <i>Xây lắp (M&amp;C)</i>                   | 6.505        | 240,3%       | 15.305        | +124,8%       |                                                                                                                                                                                   |
| <i>Quản lý vận hành kho nổi (FPSO/FSO)</i> | 756          | 22,5%        | 2.039         | +17,5%        |                                                                                                                                                                                   |
| <i>Căn cứ cảng</i>                         | 558          | 58,2%        | 1.472         | +38,4%        |                                                                                                                                                                                   |

|                                              |            |                |              |               |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
|----------------------------------------------|------------|----------------|--------------|---------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tàu kỹ thuật dầu khí                         | 415        | -27%           | 1.337        | -17,6%        | dự án điện gió trong cùng kỳ năm trước.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| Bảo dưỡng – lắp đặt (O&M)                    | 1.029      | 2,3%           | 2.090        | +5,1%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Khảo sát địa chấn, địa chất                  | 175        | -0,3%          | 415          | +3,3%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Khác                                         | 196        | 3%             | 357          | -27%          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>LN gộp</b>                                | <b>324</b> | <b>-3,1%</b>   | <b>1.021</b> | <b>+22,7%</b> | <p>Lợi nhuận gộp các mảng kinh doanh có diễn biến khác nhau, trong đó:</p> <p><b>Mảng xây lắp:</b> Biên lợi nhuận gộp thu hẹp do công ty ghi nhận thận trọng ở giai đoạn đầu của các dự án lớn như Lô B, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, khi chưa bước vào thời điểm ghi nhận lợi nhuận cao nhất.</p> <p><b>Hoạt động thượng nguồn trong nước khởi sắc:</b></p> <p>Lợi nhuận gộp của mảng căn cứ cảng tăng tương ứng với đà tăng doanh thu.</p> <p>Mảng dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí ghi nhận mức cải thiện biên lợi nhuận.</p> <p>Hoạt động khảo sát địa chấn – địa chất đã trở lại trạng thái có lãi.</p> |
| - BLNG                                       | 3,4%       | -2,6đpt        | 4,4%         | -1,5đpt       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Mảng xây lắp (M&C)                           | 23,3       | -51,7%         | 241          | +123%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| - BLNG                                       | 0,4%       | -2,2đpt        | 1,6%         | 0,0 đpt       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Quản lý vận hành kho nổi (FPSO/FSO)          | 40         | -22,8%         | 109          | +10,1%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| - BLNG                                       | 5,4%       | -3,1đpt        | 5,7%         | -0,4 đpt      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Căn cứ cảng                                  | 90         | +59,3%         | 265          | +23,8%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| - BLNG                                       | 16,1%      | +0,1 đpt       | 21,9%        | -3,2 đpt      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Tàu kỹ thuật dầu khí                         | 80         | +25%           | 210          | +25,6%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| - BLNG                                       | 19,4%      | +8,1đpt        | 18,6%        | 7,1 đpt       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Bảo dưỡng – lắp đặt (O&M)                    | 35         | -28,3%         | 77           | -33,6%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| - BLNG                                       | 3,4%       | -1,5đpt        | 3,8%         | -2,4 đpt      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Khảo sát địa chấn, địa chất                  | 43         | N/A            | 75,1         | +153,1%       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| - BLNG                                       | 24,4%      | +36,4đpt       | 22,1%        | 14,1 đpt      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>CPBH &amp; QLDN</b>                       | <b>346</b> | <b>+41%</b>    | <b>1.161</b> | <b>+44,3%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Lãi/(lỗ) công ty LD/LK                       | 214        | -0,4%          | 658          | +1,4%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Lợi nhuận HĐKD chính                         | 191        | -36,9%         | 518          | -23,4%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Doanh thu tài chính                          | 234        | +179,4%        | 795          | +112,5%       | Doanh thu tài chính tăng mạnh, chủ yếu nhờ khoản lãi chênh lệch tỷ giá khi VND mất giá và do nguồn thu bằng USD chiếm trên 50%, đến từ các dự án điện gió ngoài khơi, dự án Lô B và phần lợi nhuận từ các liên doanh nước ngoài.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| Chi phí tài chính                            | 30         | -117,9%        | 87           | -61,2%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Chi phí lãi vay                              | 17         | -196,5%        | 52           | +8,7%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Lợi nhuận khác                               | -15,1      | +25%           | -9           | -128%         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| Lợi nhuận trước thuế                         | 380        | +82,2%         | 1.217        | +41,8%        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                    | <b>334</b> | <b>+73,3%</b>  | <b>949</b>   | <b>+34,4%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| <b>Lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ</b> | <b>324</b> | <b>+140,3%</b> | <b>1.014</b> | <b>+60,7%</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |

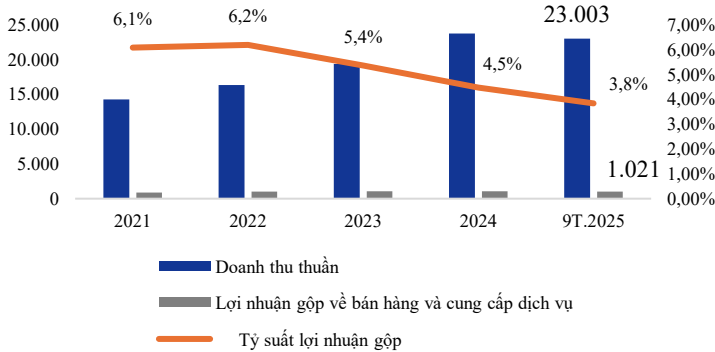
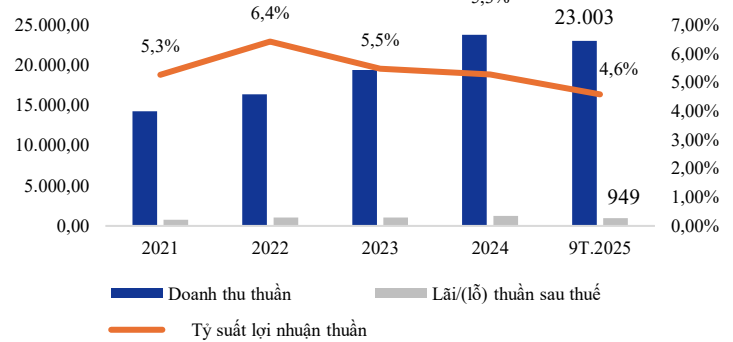
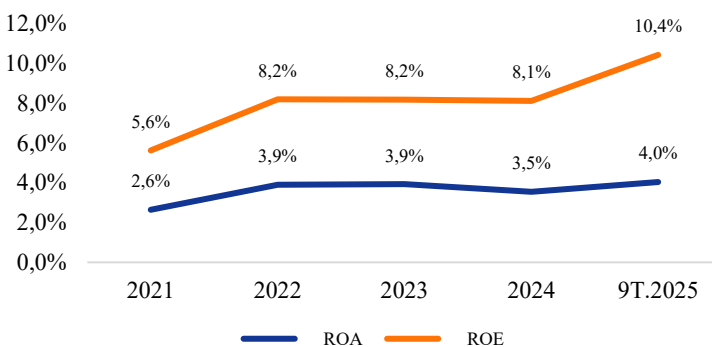
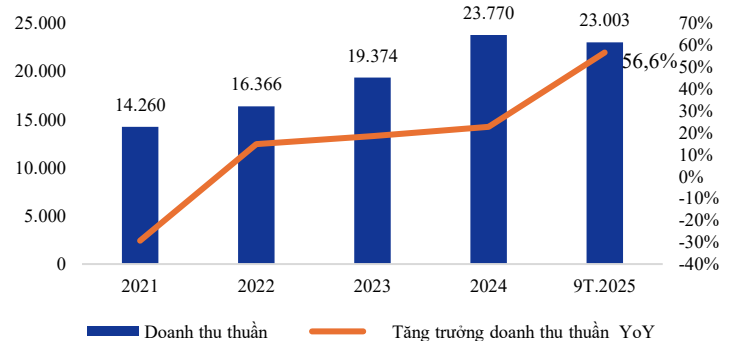
PVS ghi nhận kết quả kinh doanh quý 3/2025 tăng trưởng mạnh so với cùng kỳ. Doanh thu đạt 9,6 nghìn tỷ đồng, gấp đôi cùng kỳ, trong khi lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 324 tỷ đồng, tăng 2,4 lần so với cùng kỳ. Sự cải thiện này chủ yếu đến từ hai yếu tố:

- Doanh thu mảng xây lắp (M&C) tăng đột biến đạt 6,5 nghìn tỷ đồng, gấp 3,4 lần yoy nhờ ghi nhận giá trị thực hiện lớn từ các gói thầu Lô B, Lạc Đà Vàng và nhiều dự án điện gió ngoài khơi quy mô lớn. Tuy nhiên, việc trích lập dự phòng bảo hành tăng mạnh 295 tỷ đồng so với quý trước (+10,2 lần YoY) đã nâng tổng dự phòng lên 2,8 nghìn tỷ đồng vào cuối quý 3, kéo biên lợi nhuận mảng M&C xuống còn 0,4% (so với 2,5% cùng kỳ). Các khoản dự phòng mới bao gồm: 81 tỷ đồng cho Lô B EPCI#1, 62 tỷ đồng cho Lô B EPCI#3, 73 tỷ đồng cho dự án Lạc Đà Vàng cùng nhiều dự án khác.
- Thu nhập tài chính tăng 2,8 lần nhờ lãi tỷ giá cao hơn và đóng góp mạnh từ các hợp đồng điện gió ngoài khơi. Những yếu tố tích cực này đã bù đắp cho chi phí SG&A tăng 44% YoY và biên lợi nhuận mảng M&C giảm.

Tính chung 9 tháng đầu năm 2025, PVS đạt 23 nghìn tỷ đồng doanh thu (+63% YoY) và 1,0 nghìn tỷ đồng LNST sau lợi ích CĐTS (+61% YoY). Lợi nhuận ròng tăng gấp đôi so với cùng kỳ, đạt 1,2 nghìn tỷ đồng (+100% YoY). Kết quả này được hỗ trợ bởi:

- Lợi nhuận gộp mảng M&C tăng 123% YoY, mặc dù công ty tiếp tục trích lập dự phòng lớn (tổng dự phòng tăng thêm 910 tỷ đồng từ đầu năm).
- Thu nhập tài chính tăng 113% YoY, nhờ vị thế tiền mặt ròng mạnh và lãi từ chênh lệch tỷ giá 477 tỷ đồng đến từ các hợp đồng điện gió ngoài khơi ở nước ngoài cũng như nguồn doanh thu bằng đồng USD từ dự án Lô B, doanh nghiệp cho biết đã ghi nhận khoảng 60% lãi tỷ giá trong 10 tháng đầu năm và sẽ ghi nhận phần còn lại (~40%) trong quý 4.

Như vậy, sau 9 tháng, PVS đã hoàn thành 102% kế hoạch doanh thu và 122% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm 2025.

**Lợi nhuận gộp**

**Lợi nhuận sau thuế**

**Hiệu suất sinh lời**

**Doanh thu**


### Một số cập nhật khác từ ĐHCĐ bất thường ngày 29/10/2025

- **Kế hoạch tăng vốn dài hạn:** Kế hoạch tăng vốn điều lệ từ 4,7 nghìn tỷ đồng lên 9 nghìn tỷ đồng, mục tiêu 13 nghìn tỷ đồng vào năm 2030, là bước đi chiến lược nhằm tăng năng lực tài chính và khả năng đảm nhận các dự án EPCIC quy mô lớn trong chu kỳ đầu tư dầu khí – khí điện sắp tới. NSI cho rằng việc kết hợp giữa phát hành cổ phiếu trả cổ tức và quyền mua sẽ giúp giảm áp lực pha loãng trong ngắn hạn, đồng thời đảm bảo nguồn vốn tương đối bền vững cho trung – dài hạn. Việc PVN khẳng định chưa có kế hoạch thoái vốn và duy trì tỷ lệ sở hữu 51,38% tại PVS cũng củng cố niềm tin về sự ổn định trong chiến lược phát triển của công ty, cũng như bảo đảm PVS vẫn nằm trong hệ sinh thái dự án của PVN – yếu tố cực kỳ quan trọng cho tăng trưởng backlog.
- **Vấn đề về chi phí thuê đất của Sao Mai Bến Đình:** NSI cho rằng tiến triển tích cực trong quá trình làm việc với cơ quan thuế TP. HCM về chi phí thuê đất Sao Mai – Bến Đình là tín hiệu hỗ trợ mạnh cho lợi nhuận năm 2024–2025. Công ty kỳ vọng hoàn tất trong quý 4/2025, nếu PVS có thể hoàn nhập phần lớn hoặc toàn bộ khoản dự phòng khoảng 500 tỷ đồng, lợi nhuận năm sẽ có mức tăng đột biến so với dự phóng cơ sở. Ngoài yếu tố lợi nhuận một lần (one-off), việc giải quyết dứt điểm tranh chấp này giúp làm sạch bảng cân đối kế toán, giảm các rủi ro pháp lý tồn đọng, đồng thời cải thiện chất lượng lợi nhuận trong giai đoạn tới.
- **Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt (SVDN):** Việc giai đoạn bảo hành dự án SVDN sắp kết thúc vào tháng 2/2026 là một trong những điểm sáng trong trung hạn của PVS. Sau khi được chủ đầu tư cấp giấy chứng nhận hoàn thành cuối cùng, công ty có thể hoàn nhập khoản dự phòng bảo lãnh thực hiện công trình với giá trị khoảng 700 tỷ đồng. Khoản hoàn nhập này sẽ củng cố lợi nhuận năm 2026, đồng thời phản ánh chất lượng thi công và khả năng kiểm soát rủi ro của PVS trong các dự án EPCIC lớn. Về dài hạn, NSI đánh giá thành công của SVDN tiếp tục tăng uy tín của PVS trong việc tham gia các dự án khí – dầu lớn trong và ngoài nước, đặc biệt trong chu kỳ phát triển mỏ khí lô B – Ô Môn, CCS và LNG.

### Phân tích tình hình tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

|                               | 30/9/2025     | 1/1/2025      |
|-------------------------------|---------------|---------------|
| <b>Tài sản ngắn hạn</b>       | <b>28.766</b> | <b>23.882</b> |
| Tiền và tương đương tiền      | 12.470        | 11.422        |
| Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn | 4.500         | 3.886         |
| Các khoản phải thu            | 8.257         | 6.244         |
| Hàng tồn kho, ròng            | 2.939         | 1.830         |
| <b>Tài sản dài hạn</b>        | <b>10.425</b> | <b>10.195</b> |
| Phải thu dài hạn              | 30            | 97            |
| Tài sản cố định               | 3.467         | 3.588         |
| Giá trị ròng tài sản đầu tư   | 156           | 160           |
| Tài sản dở dang dài hạn       | 608           | 430           |
| Đầu tư dài hạn                | 4910          | 4.730         |
| Tài sản dài hạn khác          | 1.253         | 1.190         |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>      | <b>39.192</b> | <b>34.077</b> |
| <b>Nợ phải trả</b>            | <b>23.794</b> | <b>19.337</b> |
| Nợ ngắn hạn                   | 17.640        | 13.938        |
| Nợ dài hạn                    | 6.154         | 5.399         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>         | <b>15.398</b> | <b>14.740</b> |
| <b>Tổng cộng nguồn vốn</b>    | <b>39.192</b> | <b>34.077</b> |

#### Tài sản có tính thanh khoản cao

Tính đến ngày 30/9/2025, tổng tài sản của PVS đạt 39.192 tỷ đồng, tăng 15% so với đầu năm, tương ứng mức tăng tuyệt đối 5.115 tỷ đồng. Trong đó động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ tài sản ngắn hạn, khi khoản mục này tăng từ 23.882 tỷ đồng lên 28.766 tỷ đồng, chiếm 73,4% tổng tài sản

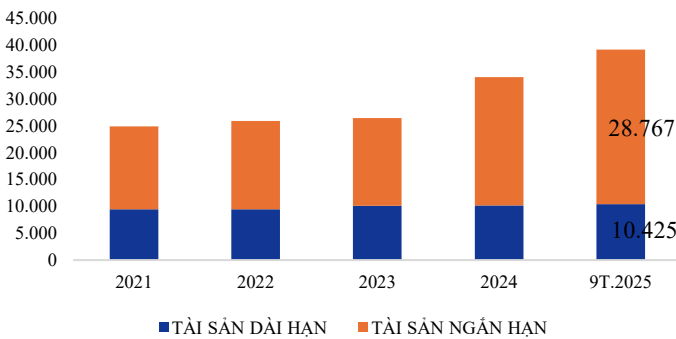
Lượng tiền mặt nắm giữ đạt 9.134 tỷ đồng, tăng 1.997 tỷ đồng tương đương 28% so với đầu năm. Sự gia tăng này chủ yếu đến từ việc công ty thu hồi các khoản cho vay và bán bớt công cụ nợ của các đơn vị khác, đồng thời bổ sung vốn từ hoạt động vay ngắn hạn và dài hạn.

NSI đánh giá rằng với việc dòng tiền thu được phân bổ vào tiền mặt và các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn, chủ yếu dưới dạng tiền gửi có kỳ hạn, cho thấy PVS đang duy trì mức thanh khoản cao, qua đó có thể hỗ trợ tốt hơn cho nhu cầu thanh toán và tiềm năng triển khai các kế hoạch kinh doanh trong thời gian tới.

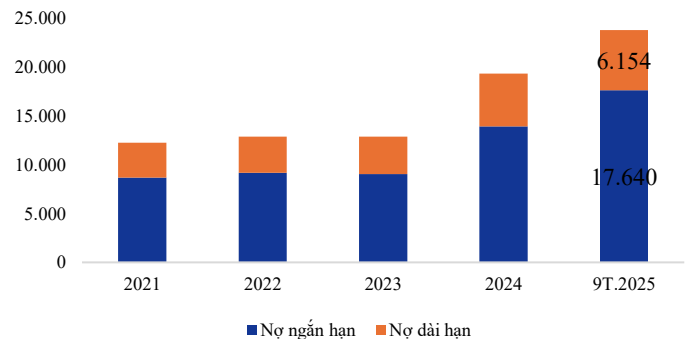
### Cơ cấu nợ lành mạnh và duy trì sự ổn định, doanh nghiệp không có nhiều nợ vay tài chính.

- Chi phí phải trả ngắn hạn tăng cao: PVS ghi nhận chi phí phải trả ngắn hạn tăng thêm 2.476 tỷ đồng so với đầu năm, ghi nhận 7.150 tỷ đồng. Chủ yếu là các chi phí liên quan đến các hợp đồng thuộc dự án Lô B – Ô Môn, dự án Baltica 2, Lạc Đà Vàng và trang trại điện gió ngoài khơi Fengmiao.
- Trong khi đó, nợ vay ngân hàng ở mức rất thấp chỉ khoảng 1,6 nghìn tỷ đồng, tương ứng với tỷ lệ nợ vay/VCSH luôn duy trì ở mức thấp (10-11%), phản ánh mức độ đòn bẩy tài chính nhẹ và rủi ro lãi suất hầu như không đáng kể. Tuy nhiên, với việc nợ hoạt động cao cũng đặt ra thách thức quản lý dòng tiền và tiến độ thanh toán, đặc biệt trong bối cảnh các dự án EPC, cơ khí dầu khí và dịch vụ kỹ thuật thường kéo dài, dễ gây áp lực lên vốn lưu động
- Mạnh tay trích lập dự phòng (Bảo hành công trình):** So với đầu năm 2025, dự phòng bảo hành công trình xây dựng ghi nhận tăng 48% tại thời điểm kết thúc Q3.2025. CHW2204 là dự án chân đế điện gió cho Đài Loan (33 Chân đế) tăng thêm 336 tỷ đồng trích lập. EPCI 1 tăng thêm 179 tỷ đồng và EPCI 2 tăng thêm 120 tỷ đồng. Bên cạnh đó Dự án Lạc đà Vàng bắt đầu khởi động cũng được tăng dự phòng bảo hành. NSI đánh giá việc ghi nhận trích lập cho bảo hành dự án sớm là nền tảng tốt để tăng mạnh lợi nhuận gộp về sau, giúp cải thiện biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong tương lai.

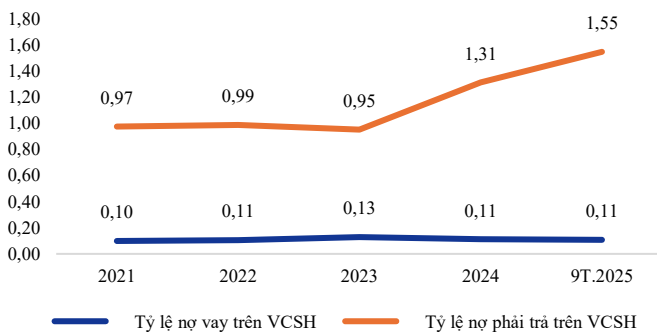
Cơ cấu tài sản



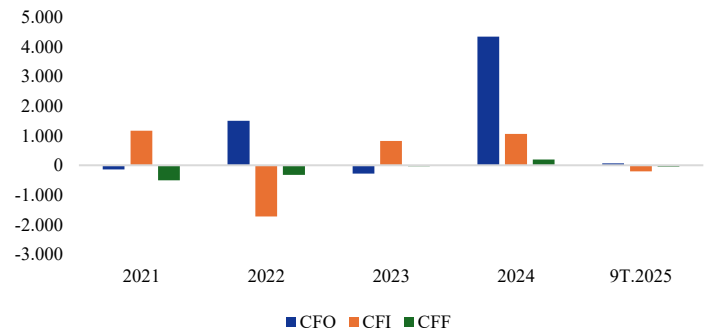
Cơ cấu nợ của PVS



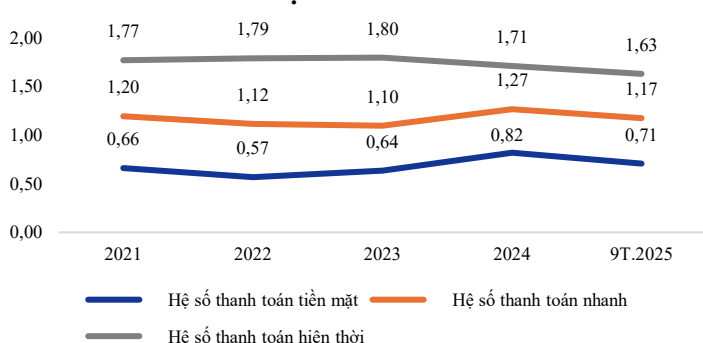
Nợ vay/VCSH; D/E



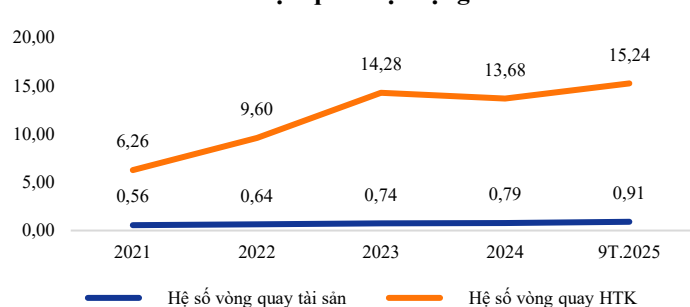
Chất lượng dòng tiền của PVS



Hệ số thanh toán



Hiệu quả hoạt động



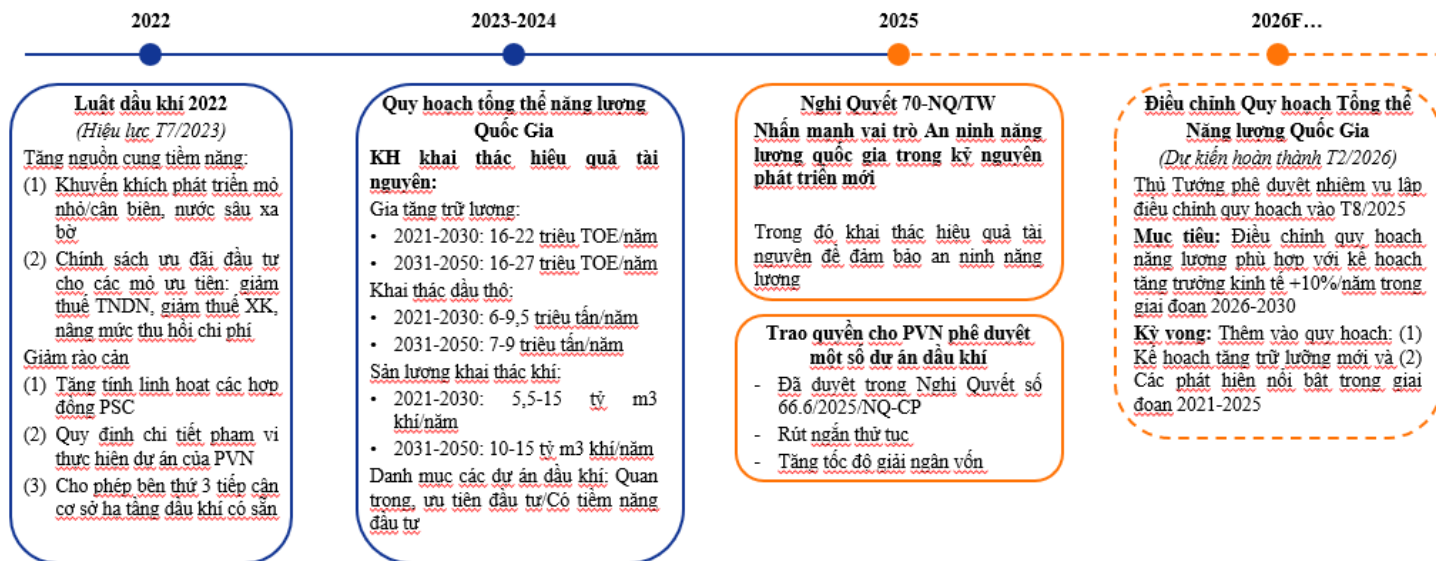
Khả năng thanh toán của PVS duy trì ở mức an toàn, dù có sự biến động so với giai đoạn trước. Hệ số thanh toán ngắn hạn ghi nhận mức giảm nhẹ, phản ánh xu hướng thu hẹp tương đối giữa tài sản ngắn hạn và nợ ngắn hạn.

Vòng quay tổng tài sản của PVS đến hết Q3.2025 tăng lên mức 0,91 nhờ hoạt động kinh doanh cải thiện mạnh mẽ. Đối với hệ số vòng quay HTK của PVS tăng từ 13.68 từ đầu năm lên 15.24 cho thấy tốc độ luân chuyển HTK được cải thiện, phản ánh tiến độ các dự án được đẩy nhanh cũng như hiệu quả sử dụng vốn lưu động gia tăng

## Triển vọng kinh doanh và luận điểm đầu tư đối với PVS

### 1. Hưởng lợi từ Chính sách: Quyết tâm cao của nhà nước trong việc gỡ các điểm nghẽn hoạt động khai thác dầu khí.

#### Các kế hoạch và chính sách phát triển tác động tích cực đến hoạt động thăm dò khai thác dầu khí Việt Nam



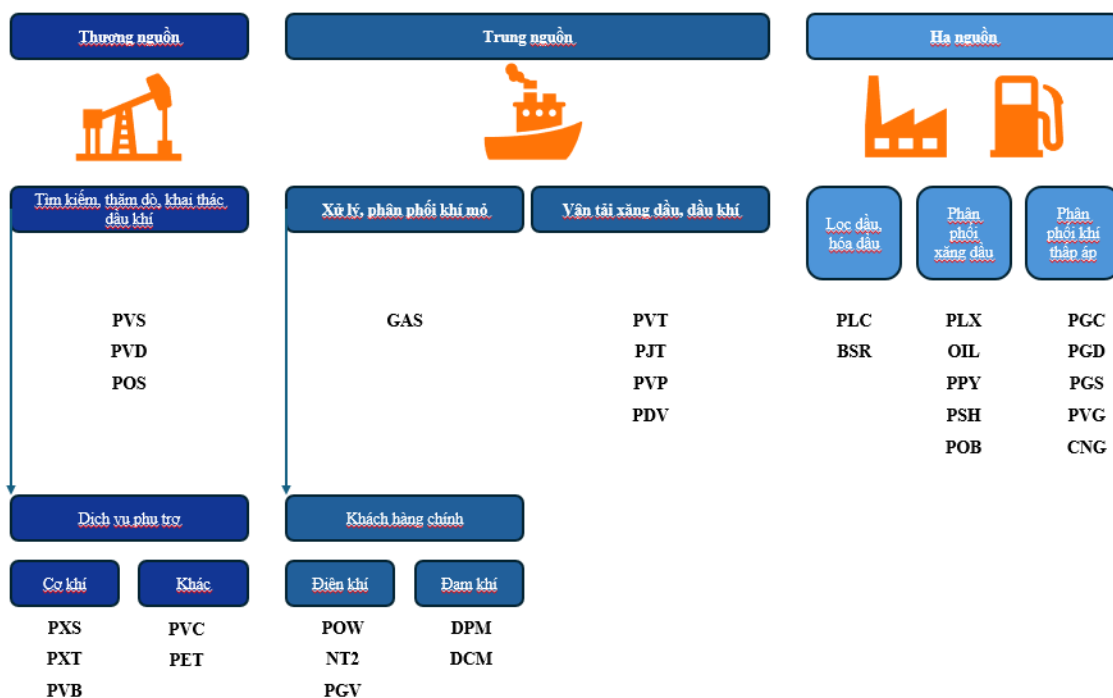
Nguồn: Các văn bản chính phủ, NSI tổng hợp

NSI đánh giá các chính sách trọng điểm trong năm 2025 và định hướng điều chỉnh Quy hoạch năng lượng 2026 tạo ra một nền tảng hỗ trợ mạnh mẽ cho PVS với tư cách là doanh nghiệp chủ chốt ở thượng nguồn. Nghị quyết 70-NQ/TW năm

2025 đặt an ninh năng lượng lên hàng đầu và yêu cầu đẩy mạnh khai thác tài nguyên trong nước, từ đó thúc đẩy hàng loạt dự án E&P (thăm dò – khai thác) vốn bị trì hoãn nhiều năm. Việc trao quyền phê duyệt một số dự án dầu khí trực tiếp cho PVN giúp rút ngắn đáng kể thủ tục đầu tư, tạo điều kiện để các dự án khí lớn (như Lô B, Cá Voi Xanh, Kèn Bầu...) được khởi động nhanh hơn. **Điều này tác động trực tiếp đến PVS** khi nhu cầu đối với các dịch vụ khảo sát, thiết kế, EPCIC và cơ khí – xây lắp tăng mạnh, đồng thời giúp doanh nghiệp cải thiện dòng tiền nhờ tiến độ nghiệm thu nhanh hơn.

Bước sang năm 2026, bản điều chỉnh Quy hoạch Tổng thể Năng lượng dự kiến ban hành sẽ cập nhật lại danh mục dự án sau giai đoạn 2021–2025, đồng thời nâng mục tiêu tăng trưởng năng lượng dài hạn. Điều này đồng nghĩa với việc các dự án dầu khí, khí – điện, hạ tầng LNG và đường ống sẽ được “chốt” quy hoạch, bảo đảm tính pháp lý và định hướng đầu tư đến 2030–2035. **Với đặc thù là doanh nghiệp thi công kỹ thuật ở thượng nguồn, PVS được hưởng lợi lớn từ khối lượng công việc tăng dài hạn, tầm nhìn backlog rõ ràng và nhu cầu EPCI quy mô lớn.** Nhờ vậy, PVS có thể bước vào giai đoạn tăng trưởng mạnh mẽ hơn, với backlog ổn định nhiều năm, biên lợi nhuận cải thiện và vai trò ngày càng tăng trong các dự án năng lượng quốc gia.

### Chuỗi giá trị ngành dầu khí tại Việt Nam



Nguồn: NSI tổng hợp

## 2. Mảng xây lắp

**Chính sách khấu hao nhanh:** PVS đang áp dụng chính sách khấu hao nhanh trong 3 năm, cho các khoản đầu tư vào cơ sở hạ tầng nhằm nâng cao năng lực mảng M&C, thay vì phân bổ chi phí khấu hao trong 10-20 năm. NSI đánh giá điều này khiến biên lợi nhuận gộp trong 2 năm qua ở mức thấp, nhưng từ năm 2025 trở đi, áp lực chi phí sẽ giảm đáng kể và tạo dư địa cho tăng trưởng lợi nhuận đối với mảng M&C nói chung.

## 2.1. Dự án dầu khí: Tiến độ xây lắp các dự án lạc quan hơn kỳ vọng

Tiến độ triển khai các dự án xây lắp dầu khí trong 9T/2025 đang diễn ra lạc quan, các dự án xây lắp lớn như Lô B và Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B đã ký kết các hợp đồng tín dụng phát triển dự án giúp củng cố khả năng thanh toán các gói thầu xây lắp của PVS, cụ thể các cập nhật mới của dự án:

### Tiến độ và khối lượng công việc xây lắp của PVS tại một số dự án dầu khí

| Dự án              | 2024 | 2025F      | 2026F      | 2027F      | 2028F             | 2029F | 2030F |
|--------------------|------|------------|------------|------------|-------------------|-------|-------|
| Lô B               |      | EPCI + FSO |            |            | EPCI GD khai thác |       |       |
| Lạc Đà Vàng        |      | EPCI + FSO |            |            |                   |       |       |
| Sư Tử Trắng GD 2B  |      |            | EPCIC      |            |                   |       |       |
| Khánh Mỹ - Đầm Dơi |      |            | EPCI + FSO |            |                   |       |       |
| Nam Du – U Minh    |      |            |            | EPCI + FSO |                   |       |       |

### Dự án Lạc Đà Vàng:

- Dự án Lạc Đà Vàng (LDV) là một trong những dự án khí – condensate lớn tại thềm lục địa Việt Nam, được khởi động từ **năm 2021** khi Chính phủ phê duyệt chủ trương đầu tư và đã hoàn tất giai đoạn thiết kế FEED trong **2022**. Đến năm **2023**, chủ đầu tư tiến hành lựa chọn nhà thầu EPCIC, và PVS – thông qua PTSC M&C – chính thức được giao gói thầu chế tạo chân đế và topside với tổng giá trị ước tính 300–350 triệu USD (7.200–8.400 tỷ đồng), trở thành một trong những gói thầu lớn nhất trong backlog giai đoạn 2024–2026.
- Hoạt động thi công fabrication bắt đầu từ **Q1/2024** với hạng mục chân đế. Sau khoảng 18 tháng thi công, **đến tháng 8/2025**, PVS đã hoàn thành toàn bộ chân đế và bàn giao đúng cam kết. Song song đó, công tác chế tạo topside cũng được tăng tốc. Theo cập nhật mới nhất, **tổng tiến độ dự án Lạc Đà Vàng đang đi trước kế hoạch khoảng một quý**
- Với tiến độ hiện tại, phần topside dự kiến hoàn thành trong **Q3/2026** và sẽ được bàn giao để triển khai lắp đặt ngoài khơi vào cuối 2026 – đầu 2027. NSI đánh giá điều này giúp PVS có thể ghi nhận phần doanh thu và lợi nhuận từ dự án sớm hơn kế hoạch, đóng góp tích cực vào kết quả kinh doanh năm 2026 thay vì bị dồn sang 2027.
- Trong dài hạn, sau khi hoàn tất fabrication, PVS dự kiến tiếp tục đảm nhiệm một phần công tác lắp đặt ngoài khơi và pre-commissioning trong **2026–2027F**. Dự án LDV hiện chiếm khoảng **~20% tổng backlog M&C 2024–2026**, trở thành trụ cột doanh thu quan trọng và giúp PVS duy trì hiệu suất hoạt động cao. Việc vận hành dự án trước hạn không chỉ giúp nâng cao hiệu quả ghi nhận doanh thu mà còn củng cố uy tín của PVS trong phân khúc EPCIC cỡ lớn, cải thiện xác suất thắng thầu các dự án sắp tới trong và ngoài nước.

### Dự án Sư Tử Trắng Pha 2B:

- Dự án Sư Tử Trắng – giai đoạn 2B thuộc Lô 15-1 là bước tiếp theo trong chương trình phát triển cụm mỏ Sư Tử, sau khi giai đoạn 2A đi vào vận hành từ năm 2021. Đến **tháng 7/2025**, PTSC M&C (thuộc PVS) đã chính thức được **trao thầu gói EPCI cho một giàn công nghệ trung tâm (Central Processing Platform – CPP)**. Đây là một trong những

gói thầu quan trọng nhất của PVS trong giai đoạn 2025–2027, với phạm vi bao gồm thiết kế, mua sắm, chế tạo, vận chuyển, lắp đặt và chạy thử toàn bộ kết cấu giàn.

- Theo kế hoạch, **dự án dự kiến sẽ hoàn thành vào Quý 4/2027**, phù hợp với lộ trình đưa dòng khí thương mại vào cuối năm 2027 – đầu 2028. Đây là dự án có kết cấu kích thước lớn, đòi hỏi năng lực fabrication phức tạp và khả năng điều phối chuỗi cung ứng cao — những mảng mà PTSC M&C được đánh giá là dẫn đầu trong nước.
- Ngày **22/10/2025**, PVEP (đơn vị sở hữu 50% Cử Long JOC – nhà điều hành Lô 15-1) cùng Techcombank đã ký **hợp đồng tín dụng trị giá 331 triệu USD**, tương đương khoảng **25% tổng vốn đầu tư của dự án**. NSI đánh giá việc thu xếp vốn diễn ra sớm và quy mô lớn cho thấy tiến độ dự án được đảm bảo và rủi ro tài chính thấp, đồng thời tạo cơ sở để PVS đẩy nhanh công tác mua sắm thiết bị nặng, vốn chiếm phần lớn giá trị hợp đồng EPCI.
- Giai đoạn ghi nhận doanh thu lớn của PVS từ dự án này dự kiến rơi vào **2026–2027**, với mức đóng góp cao cho mảng M&C trong bối cảnh các dự án khí lớn như Lạc Đà Vàng hay Lô B đang tiến vào cao điểm thi công. Dự án Sư Tử Trắng 2B không chỉ mở rộng backlog M&C của PVS mà còn củng cố uy tín của PTSC M&C trong việc đảm nhận EPCIC cho các giàn xử lý cỡ lớn tại Việt Nam. Khi được triển khai đúng tiến độ, dự án cũng giúp giảm nhu cầu trích lập dự phòng và cải thiện mạnh biên lợi nhuận mảng M&C.

### **Siêu dự án Lô B – Ô Môn: Động lực tăng trưởng dài hạn**

| Hợp đồng | Phạm vi công việc                                                                                                   | Cập nhật tiến độ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Giá trị hợp đồng (Triệu USD) |
|----------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|
| EPCI 1   | Thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt giàn xử lý trung tâm, giàn nhà ở và tháp đuốc                                   | Tính đến hiện tại, gói thầu EPCI 1 đã đạt ~30% tổng tiến độ, trong đó thiết kế chi tiết hoàn thành hơn 70% và công tác mua sắm ~25%                                                                                                                                                                                                      | 493                          |
| EPCI 2   | Thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt giàn thu gom, lắp đặt giàn dầu giếng và hệ thống đường ống nội mô               | Gói thầu EPCI 2 đã đạt ~56% tiến độ<br>Tổng thầu cam kết sẽ hoàn thành chế tạo và lắp đặt ngoài khơi vào ngày 31/12/2025 các hạng mục: chân đế và khối thượng tầng các giàn thu gom KLWA, KLWB, CVWA và giàn dầu giếng AQWA                                                                                                              | 300                          |
| EPCI 3   | Thiết kế chi tiết cho toàn bộ dự án. Mua sắm, thi công lắp đặt tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử cho toàn bộ dự án | Hoàn thành 29,63% tiến độ, trong đó phần thiết kế hoàn thành 100%, các hạng mục mua sắm và thi công được triển khai đúng kế hoạch<br>Trong năm 2025, các nhà thầu phụ PVPipe và PVCcoating đã hoàn tất 100% việc sản xuất và bọc ống<br>Công tác giải phóng mặt bằng toàn tuyến đạt 98%<br>Mục tiêu đưa khí Lô B về Ô Môn vào quý 3/2027 | 255                          |

*Nguồn: NSI tổng hợp*

- Dự án Lô B – Ô Môn mang lại cho PVS phần công việc EPCI có quy mô lớn nhất trong hơn một thập kỷ, với tổng giá trị ước tính đối với mảng xây lắp khoảng **1,1 tỷ USD**, bao gồm các gói trọng yếu như giàn trung tâm CPP, giàn đầu giếng, flare tower và hệ thống đường ống nội – ngoại mô. Không chỉ đóng góp trực tiếp vào tăng trưởng doanh thu trong giai đoạn 2025–2028, phần EPCI của Lô B còn giúp PVS duy trì nhịp thi công liên tục và cải thiện biên lợi nhuận nhờ tính chất dự án ngoài khơi có giá trị cao và mức độ phức tạp lớn. Chuỗi EPCI này được xem là “động lực tăng trưởng cốt lõi” trong giai đoạn tới khi PVS bước vào chu kỳ ghi nhận doanh thu mạnh và backlog được bảo đảm ổn định qua nhiều năm.
- Một điểm then chốt hỗ trợ kế hoạch tài chính của lô B là việc Vietcombank và PVN ký kết hợp đồng tín dụng trị giá hơn 1 tỷ USD vào ngày 07/10/2025, để tài trợ cho phần thượng nguồn và trung nguồn của chuỗi dự án Lô B – Ô Môn. Việc huy động vốn kịp thời và quy mô lớn giúp đảm bảo tiến độ thi công. Theo cập nhật mới nhất, dự án hiện

đang đi đúng tiến độ và được kỳ vọng hoàn thành vào Quý 4 năm 2027. Khi gói EPCI kết thúc và các hạng mục offshore đi vào vận hành, PVS sẽ ghi nhận dòng doanh thu – lợi nhuận từ khối lượng công việc lớn này, đồng thời củng cố uy tín trong các dự án EPCIC quy mô lớn trong tương lai

- Ở góc nhìn chiến lược, NSI cho rằng việc đảm nhiệm các hạng mục EPCI quan trọng tại Lô B giúp PVS khẳng định rõ ràng năng lực dẫn đầu trong thi công công trình biển tại Việt Nam, đồng thời nâng cấp năng lực quản lý dự án EPC quy mô lớn – vốn là yếu tố then chốt để cạnh tranh ở thị trường khu vực. Các chuyên gia phân tích cũng nhận định rằng “track record” từ Lô B sẽ tạo lợi thế đáng kể cho PVS khi tham gia các gói EPC quốc tế và cả các dự án năng lượng ngoài khơi mới như điện gió. Tựu chung lại, NSI đánh giá phần EPCI của Lô B không chỉ mang lại giá trị tài chính lớn mà còn đóng vai trò như một bước nhảy chiến lược, củng cố định vị của PVS trong dài hạn và tạo nền tảng vững chắc cho chu kỳ tăng trưởng tiếp theo của doanh nghiệp.

## 2.2. Điện gió ngoài khơi: Tiềm năng – triển vọng

- PVS đang tận dụng chiến lược mở rộng năng lực tái tạo để trở thành nhà cung cấp **EPC và M&C toàn diện** cho các dự án điện gió ngoài khơi, cả trong nước và quốc tế. Công ty đã ký hợp đồng chế tạo **33 chân đế** cho dự án Greater Changhua 2b & 4 tại Đài Loan với Ørsted Taiwan Ltd và đã bàn giao toàn bộ hạng mục vào giữa năm 2025. Bên cạnh đó, PVS còn tham gia chế tạo **foundations** cho dự án Formosa tại Đài Loan và các hạng mục **trạm biến áp ngoài khơi (OSS)** cho dự án Fengmiao, phản ánh khả năng mở rộng từ foundation sang EPC tổng thể, bao gồm balance of plant và hạng mục điện.
- Theo đánh giá của NSI, việc tham gia các dự án quốc tế giúp PVS vừa **tích lũy kinh nghiệm vận hành offshore wind**, vừa **tạo nguồn doanh thu ổn định và backlog dài hạn**, củng cố năng lực cạnh tranh trên thị trường quốc tế. Trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương, các quốc gia đang đẩy mạnh phát triển điện gió ngoài khơi; theo GWEC, tổng công suất lắp đặt khu vực này dự kiến tăng từ **6.300 MW (2022) lên 24.000 MW vào 2032**, mở ra tiềm năng lớn để PVS tiếp tục nhận hợp đồng xuất khẩu và EPC.
- Tại Việt Nam, theo Quy hoạch Điện VIII và báo cáo World Bank, điện gió ngoài khơi sẽ chiếm khoảng **3,8% tổng công suất vào 2030** và tăng lên **14–16% vào 2050**, với tổng tiềm năng kỹ thuật lên tới **600.000 MW trong phạm vi cách bờ 200 km**, tập trung ở Trung Bộ và Nam Trung Bộ. Với năng lực chế tạo, kinh nghiệm quốc tế và cơ sở hạ tầng sẵn có, PVS được đánh giá là **ứng viên hàng đầu cho vai trò nhà thầu chính** trong các dự án offshore wind sắp tới tại Việt Nam.

### Dự án điện gió đang triển khai:

1. **Xây dựng trạm biến áp ngoài khơi:** Tháng 6, PVS đã ký kết 2 dự án mới là Baltica 2 và Feng Miao, trong khuôn khổ 2 dự án PVS sẽ cung cấp lần lượt 4 trạm biến áp ngoài khơi (OSS) và 2 OSS tổng trị giá khoảng 300 triệu USD.
  2. **Dự án Formosa 4** – liên danh giữa **Semco Maritime (Đan Mạch)** và **PTSC M&C** ký hợp đồng tổng thầu EPC với Synera Renewable Energy (SRE) cho hạng mục **Trạm biến áp ngoài khơi**, phần thuộc PVS đạt **100 triệu USD**, dự kiến xây lắp hoàn tất đến cuối 2027. Các dự án này củng cố giả định về giá trị xây lắp trong giai đoạn 2026–2027.
- **Cơ hội quốc tế mới có cơ sở:** PVS đang nhắm tới các thị trường offshore wind có dự liệu và khung pháp lý rõ ràng, bao gồm:
    - **Úc:** Chính phủ phê duyệt 12 dự án offshore wind tại vùng Gippsland, tổng công suất khoảng 25 GW, tạo nhu cầu lớn về foundations, jacket, OSS và EPC phụ trợ.
    - **Khu vực Châu Á – Thái Bình Dương:** Nhiều nước đang thúc đẩy phát triển điện gió ngoài khơi, tăng nhu cầu EPC/M&C cho foundations, substation và balance of plant; đây là các thị trường mà PVS có kinh nghiệm thực tế, năng lực kỹ thuật và cơ sở vật chất đáp ứng tiêu chuẩn quốc tế, tạo cơ hội trúng thầu.

### 3. Quản lý vận hành kho nổi FSO/FPSO:

|                            | FSO Orkid | FPSO Lam Sơn         | FSO Biển Đông 01     | FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt | FPSO Ruby II     | FSO Lạc Đà Vàng | FSO Lô B  |
|----------------------------|-----------|----------------------|----------------------|---------------------------|------------------|-----------------|-----------|
| Tỷ lệ sở hữu của PVS       | 49%       | 51%                  | 51%                  | 51%                       | 60%              | 51%             | 51%       |
| Chi phí đầu tư (triệu USD) | 169       | 400                  | 149                  | 120                       | 300              | 200             | 200       |
| Trữ lượng (thùng dầu)      | 745.000   | 350.000              | 350.000              | 777.695                   | 645.000          | 450.000         | 350.000   |
| Dự án hoạt động            | PM3 CAA   | Thăng Long – Đông Đô | Hải Thạch – Mộc Tinh | Sao Vàng – Đại Nguyệt     | Hồng Ngọc        | Lạc Đà Vàng     | Lô B      |
| Giá thuê ngày (USD/ngày)   | ~45.000   | 50.000               | ~41.000              | ~68.900                   | 92.500           | ~95.000         | ~95.000   |
| Thời hạn hợp đồng          | 2018-2024 | Gia hạn từng năm     | 2023-2028            | 2020-2027                 | Gia hạn từng năm | 2026-2040       | 2026-2040 |

#### FPSO Ruby II đóng góp lợi nhuận chính đối với mảng kho nổi

- **FPSO Ruby II** là kho nổi chủ lực của PVS, phục vụ khai thác dầu tại mỏ Hồng Ngọc ngoài khơi Việt Nam. Trong giai đoạn 2019–2023, mức giá thuê ngày (day-rate) của Ruby II duy trì ở 92.500 USD/ngày, và PVS đã gia hạn hợp đồng này đến hết năm 2024 với cùng mức giá. Tại Đại hội cổ đông tháng 6/2024, ban lãnh đạo cho biết công ty đang thương thảo hợp đồng thuê mới với thời hạn 3–5 năm, nhưng đến buổi gặp gỡ nhà đầu tư ngày 19/5/2025, PVS vẫn đang ký các hợp đồng ngắn hạn theo năm. NSI đánh giá rằng khi hợp đồng dài hạn mới được ký kết, mức giá ngày 92.500 USD có thể được duy trì cho giai đoạn 2025–2029, giúp ổn định đóng góp lợi nhuận từ mảng kho nổi.
- Ngoài ra, ban lãnh đạo cũng đề cập khả năng chuyển đổi hình thức thuê từ **operating lease** sang **financial lease** nếu thuê dài hạn được ký kết, điều này có thể giúp PVS ghi nhận **một khoản lợi nhuận bất thường** trong năm thực hiện chuyển đổi. NSI nhận định rằng đây là yếu tố tích cực, vừa bảo đảm dòng tiền từ Ruby II vừa có thể cải thiện lợi nhuận ròng của công ty trong trung hạn.
- Với kỳ vọng hợp đồng dài hạn và day-rate ổn định, FPSO Ruby II tiếp tục được NSI đánh giá là **tài sản chủ lực, đóng góp chính vào lợi nhuận mảng kho nổi**, đồng thời giảm rủi ro ứ đọng và biến động lợi nhuận từ mảng FSO/FPSO của PVS trong những năm tới.

#### Tiềm năng tăng trưởng từ việc công ty đầu tư thêm 2 kho nổi FSO phục vụ cho 2 dự án Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn

- **FSO Lạc Đà Vàng:** PVS đã ký hợp đồng với **Murphy Oil** ngày **01/12/2024** để thực hiện xây dựng và vận hành **FSO Lạc Đà Vàng**. Dự án có tổng giá trị khoảng **416 triệu USD**, với thời hạn thuê **10 năm** và tùy chọn gia hạn thêm **5 năm**, dự kiến bắt đầu đóng góp từ **quý IV/2026** khi Murphy Oil khai thác dòng dầu đầu tiên. Dù mức đầu tư và giá thuê chính thức chưa được công bố, chúng tôi ước tính **giá thuê ngày khoảng 95.000 USD**. Chúng tôi kỳ vọng FSO Lạc Đà Vàng sẽ tạo dòng tiền ổn định và đóng góp tích cực vào lợi nhuận từ năm **2026** trở đi.
- **FSO Lô B:** Liên doanh PTSC South East Asia Pte. Ltd (PTSC SEA) giữa PVS và Yinson (tỷ lệ sở hữu 51% – 49%) đã chính thức tiếp nhận hợp đồng cho thuê và vận hành FSO Lô B do PQPOC ký kết. Tổng giá trị dự án lên tới 600 triệu USD, bao gồm 14 năm thuê chính thức trị giá 480 triệu USD và 9 năm gia hạn tùy chọn trị giá 120 triệu USD. PVS dự kiến hoàn tất thi công FSO trong quý IV/2027, NSI nhận định rằng khi đó tài sản sẽ bắt đầu ghi nhận doanh thu ổn định trong nhiều năm. Mặc dù giá thuê ngày của FSO Lô B chưa được công bố, NSI tạm giả định mức khoảng 95.000

USD/ngày, tương đương với mặt bằng chung của thị trường và các dự án tương tự. Khi đi vào vận hành, FSO Lô B sẽ trở thành động lực tăng trưởng lợi nhuận quan trọng của PVS từ giai đoạn 2027–2028.

#### 4. Mảng O&M (vận hành và bảo dưỡng) được kỳ vọng sẽ phục hồi mạnh trong năm 2026

Ban lãnh đạo cho biết mức giảm 34% YoY trong lợi nhuận gộp mảng O&M vào 9T 2025 chủ yếu do việc hoãn thực hiện một số hợp đồng lớn theo yêu cầu của khách hàng. Khối lượng công việc này sẽ được chuyển sang năm 2026, giúp cải thiện đáng kể tầm nhìn lợi nhuận trong năm tới. NSI đánh giá rằng mảng O&M sẽ là động lực quan trọng giúp tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2026.

#### Rủi ro đầu tư

- **Diễn biến giá dầu giảm sâu** có thể tạo sức ép lên tâm lý nhà đầu tư và ảnh hưởng tiêu cực đến diễn biến giá cổ phiếu trong toàn bộ nhóm dầu khí.
- **Hoạt động xây lắp điện gió ngoài khơi** đang đối mặt với nhiều thách thức do các yêu cầu nội địa hóa ngày càng cao và xu hướng chuyển dịch năng lượng có dấu hiệu chậm lại.
- **Giá thuê các kho nổi (FSO/FPSO)** đang có xu hướng điều chỉnh giảm do các hợp đồng dài hạn đã kết thúc và phần lớn đang phải chuyển sang đàm phán giá hạn theo từng năm.

#### Dự phóng và định giá

##### Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025

NSI đánh giá kết quả kinh doanh hoạt động cốt lõi của PVS sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ triển vọng các mảng kinh doanh khả quan trong tương lai. Tuy nhiên, theo như ban lãnh đạo PVS chia sẻ rằng sẽ hoàn nhập khoảng 650 tỷ đồng dự phòng bảo hành dự án Sao Vàng Đại Nguyệt trong H1.2026.

Do vậy, NSI đưa ra dự phóng kết quả doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PVS 2025 một cách thận trọng lần lượt 31.250 tỷ đồng và 1.249 tỷ đồng tương ứng với 139% và 160% kế hoạch doanh thu – lợi nhuận sau thuế cả năm của doanh nghiệp.

| Chỉ tiêu                   | 2024   | 2025F  | %yoy |
|----------------------------|--------|--------|------|
| <b>Doanh thu</b> (tỷ đồng) | 23.770 | 31.250 | 131% |
| <b>Lợi nhuận</b> (tỷ đồng) | 1.070  | 1.249  | 117% |
| <b>EPS</b> (đồng/cp)       | 2.238  | 2.442  | 117% |

#### So sánh với các công ty trong ngành tương đương:

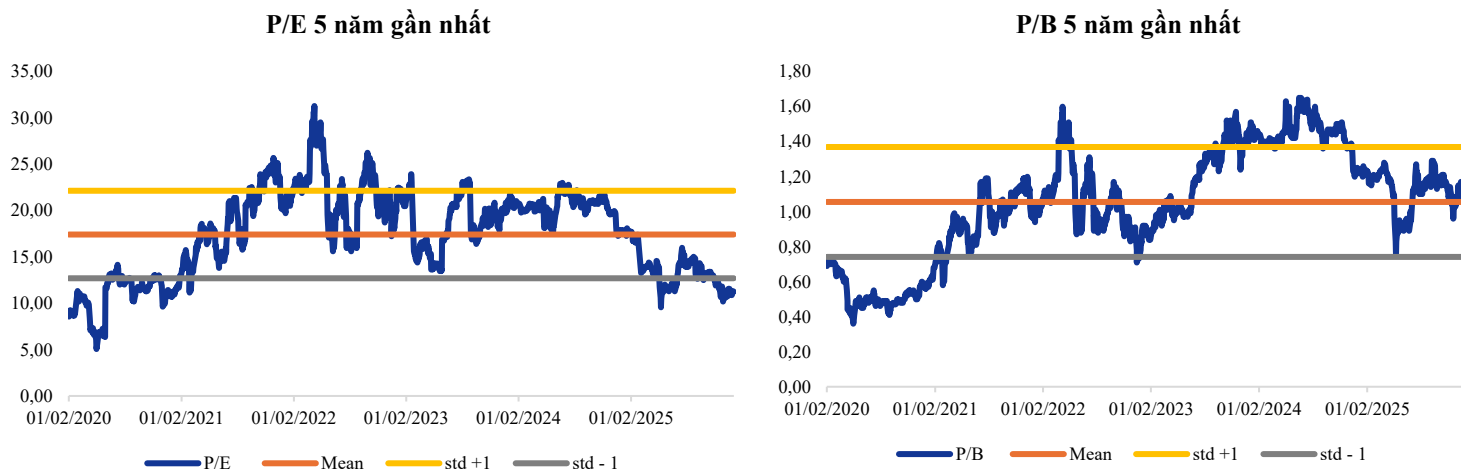
Đơn vị: tỷ đồng

| Mã                | Vốn hoá<br>(Tỷ VND) | EPS<br>(TTM) | P/E          | BVPS          | EV/EBITDA    | P/B        | Doanh thu<br>Q3.2025 | Lợi<br>nhuận<br>Q3.2025 | ROE Q3.2025  |
|-------------------|---------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|------------|----------------------|-------------------------|--------------|
| PVS               | 16.467              | 2.841        | 11,33        | <b>28.064</b> | 20,33        | 1,15       | 9.629                | 334                     | 10,41%       |
| PVD               | 14.842              | 1.602        | 16,67        | 30.441        | 9,24         | 0,88       | 2.571                | 277                     | 5,46%        |
| PVX               | 662                 | 136          | 12,20        | 348           | 22,92        | 4,76       | 466                  | -22                     | 32,7%        |
| PVB               | 618                 | 2.125        | 13,46        | 19.867        | 16,7         | 1,44       | 269                  | 27                      | 11,48%       |
| PXS               | 174                 | 285          | 10,17        | 2.003         | 3,79         | 1,45       | 347                  | 4                       | 13,86%       |
| <b>Trung bình</b> | <b>4.074</b>        | <b>1.037</b> | <b>13,13</b> | <b>13.165</b> | <b>13,16</b> | <b>2,1</b> | <b>913</b>           | <b>71,5</b>             | <b>15,9%</b> |

## Định giá

- Về định giá, với mức giá thị trường ngày 08/12/2025 tại mức giá 31.800 đồng/cp tương đương với mức vốn hóa 15.296 tỷ đồng, cổ phiếu đang được giao dịch với mức P/B là 1,15 lần và mức P/E là 11,33 lần thấp hơn so với P/E và P/B trung bình 5 năm của cổ phiếu.

Mức P/E và P/B hiện tại của doanh nghiệp so với các doanh nghiệp cùng ngành đang ở mức thấp hơn so với trung bình



Dựa trên quan điểm thận trọng, chúng tôi áp dụng mức P/E mục tiêu là 17.4x, tương đương mức trung bình 5 năm và P/B fw hợp lý 1.4x bằng với mức trung vị các công ty so sánh trong cùng ngành.

- Định giá theo P/E: 42.490 đồng/cổ phiếu.
- Định giá theo P/B: 39.290 đồng/cổ phiếu

Với tỷ trọng 50% mỗi phương pháp, **giá trị hợp lý đối với cổ phiếu PVS tương ứng là 40.890 đồng/cổ phiếu.**

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN QUỐC GIA****Trụ sở chính:**

Tầng 5, Tòa nhà Samsora Premier, 105 Chu Văn An, Phường Yết Kiêu, Quận Hà Đông, Hà Nội.

Điện thoại: +84 4 3944 5474

Fax: +84 4 3944 5475

**Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:**

Địa chỉ: Tầng 1, 2 số 168 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Thành phố Hồ Chí Minh.

Điện thoại: +84 8 3821 7262

Fax: +84 8 3821 7305

**BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU**

**Nguyễn Thành Vinh** – Investment Analyst

Email: [vinhnt@nsi.vn](mailto:vinhnt@nsi.vn)

**Các sản phẩm nghiên cứu được cung cấp trực tuyến tại:**

**Website:** <http://nsi.com.vn/NSINews.aspx>

**Khuyến cáo:** Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư. Các báo cáo nghiên cứu không phải lời đề nghị, kêu gọi, mời chào mua hay bán bất kỳ mã chứng khoán nào. Các thông tin trong báo cáo được chuẩn bị dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. 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 NSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. NSI 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.

NSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh, với tư cách là một khách hàng sử dụng sản phẩm nghiên cứu. Nhân viên của NSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khuyến cáo chung với tất cả các khách hàng mà không cân nhắc khẩu vị rủi ro, năng lực rủi ro, các tiêu chí 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 không nên chỉ dựa vào những khuyến nghị đầu tư (nếu có) trong bản báo cáo này để thay thế cho các quyết định đầu tư độc lập của bản thân. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. Trước khi ra quyết định đầu tư, nhà đầu tư nên liên hệ với các cố vấn đầu tư để thảo luận và đưa giá đánh giá cho các trường hợp cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của NSI.

Việc báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương thức điện tử không thể đảm bảo tính an toàn, cũng như bị hỏng, bị mất, đến chậm, không đầy đủ hay có chứa các mã độc hại. Do đó nếu báo cáo được phân phối bởi bên thứ ba hoặc có chứa liên kết của bên thứ ba, NSI không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào được cung cấp bởi bên thứ ba đó. Người đọc có thể sử dụng bất kỳ phương thức tiếp cận thông tin nào phù hợp và hoàn toàn chịu rủi ro phát sinh.

