

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

**MUA +53,8%**

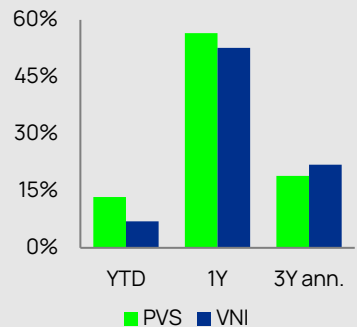
<b>Ngành</b>	<b>Dầu khí</b>
<b>Ngày báo cáo</b>	<b>08/05/2026</b>
Giá hiện tại	39.000 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>60.000 VND</b>
Giá mục tiêu gần nhất	58.100 VND
TL tăng	+53,8%
Lợi suất cổ tức	0,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+53,8%</b>
GT vốn hóa	20,6 nghìn tỷ đồng
Room KN	6,7 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	160,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51,4%
SL cổ phiếu lưu hành	511,4 tr
Pha loãng	511,4 tr

	<b>PVS</b>	<b>VNI</b>
P/E (trượt)	13,1x	15,4x
P/B	1,2x	2,2x
ROE	11,4%	15,2%
ROA	4,7%	2,2%

**Tổng quan Công ty**

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan), PVS chiếm thị phần áp đảo ở các ngành liên quan, như thị phần dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ căn cứ cảng (mảng cảng, 100%), và dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 21 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO.

**Diễn biến giá cổ phiếu**



**Dương Tấn Phước**  
Chuyên viên

**Đình Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	32.556	41.672	46.138	45.022
% YoY	37,0%	28,0%	10,7%	-2,4%
LNST sau lợi ích CĐTS	1.821	1.853	2.376	2.964
% YoY	70,2%	2%	28%	25%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	1.730	1.853	2.376	2.964
% YoY	69,5%	7,1%	28,2%	24,7%
Biên lợi nhuận gộp	5,6%	7,1%	7,4%	7,9%
Biên EBITDA	3,7%	4,4%	4,7%	6,0%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1,3%	2,1%	2,6%	3,6%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	4,7%	5,5%	7,0%
ROE	11,8%	10,8%	12,2%	13,4%
EV/EBITDA	5,1x	4,0x	3,4x	2,3x
P/E	13,7x	13,5x	10,5x	8,4x
P/B	1,3x	1,2x	1,0x	0,9x

**Biên lợi nhuận M&C tăng và lãi tỷ giá thuận thúc đẩy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận kép 3 năm**

- Chúng tôi tăng giá mục tiêu cho Tổng Công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) thêm 3,3% lên 60.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Điều này phản ánh mức thay đổi 2,9% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 (tương ứng -3%/+6%/+7%/+4%/+0% cho dự báo các năm trong giai đoạn 2026-30), cùng với tác động tích cực từ việc cập nhật mô hình định giá sang giữa năm 2027.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2026 tăng nhẹ 7% so với mức nền cao của năm 2025, chủ yếu nhờ (1) doanh thu M&C cao hơn 38% YoY từ lượng backlog lớn, được hỗ trợ bởi tiến độ cao điểm của dự án Lô B, (2) biên lợi nhuận hoạt động mở rộng lên 2,1% (+0,8 điểm % YoY). Những yếu tố này bù đắp cho (3) ước tính thu nhập tài chính thấp hơn, và (4) lợi nhuận từ các liên doanh thấp hơn.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của EPS báo cáo đạt 26% cho giai đoạn 2026-28, nhờ dự báo backlog mảng M&C đạt 5,9 tỷ USD cho giai đoạn 2026-30 và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO tăng từ 729 tỷ đồng trong năm 2026F lên 995 tỷ đồng trong năm 2028, được hỗ trợ bởi những đóng góp mới từ FSO Lô B. PVS hiện có mức định giá hấp dẫn với P/E báo cáo dự phóng năm 2026 là 13,5 lần (tương ứng PEG là 0,5) so với mức P/E trung bình 5 năm là 18 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Mở rộng thị trường quốc tế với tiềm năng tham gia dự án quy mô 3 tỷ USD tại Trung Đông, hoàn nhập dự phòng bảo hành cao hơn dự kiến (đạt 4,0 nghìn tỷ đồng cuối quý 1/2026), chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20-40%, niêm yết trên HOSE.
- Rủi ro giảm giá:** Biên lợi nhuận mảng M&C thấp hơn dự kiến.

**Việc tái phân loại các đề mục theo chuẩn kế toán giúp biên lợi nhuận gộp báo cáo mảng M&C tăng mạnh từ năm 2026 trở đi:**

Trong quý 1/2026, chi phí bán hàng đã tăng lên mức 307 tỷ đồng (gấp 13,5 lần YoY), chủ yếu do công ty ghi nhận khoản dự phòng bảo hành xây dựng trị giá 282 tỷ đồng, qua đó khiến tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu tăng lên mức 3,5% (+3,2 điểm % YoY). Trong khi đó, biên lợi nhuận gộp báo cáo của mảng M&C đã tăng mạnh lên mức 9,1% (+7,9 điểm % YoY). Điều này chủ yếu phản ánh tác động của Thông tư 99/2025/TT-BTC (có hiệu lực từ ngày 01/01/2026), theo đó các khoản dự phòng bảo hành xây dựng ngắn hạn hiện phải được hạch toán vào chi phí bán hàng thay vì giá vốn hàng bán (COGS). Do đó, một phần chi phí trước đây được ghi nhận trong lợi nhuận gộp mảng M&C đã được chuyển sang chi phí SG&A. Vì vậy, chúng tôi điều chỉnh tăng cả giả định biên lợi nhuận gộp mảng M&C báo cáo và chi phí bán hàng trong dự báo.

**Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng khả năng sinh lời của mảng M&C sẽ ghi nhận sự cải thiện.** Nếu khoản dự phòng 282 tỷ VNĐ được cộng ngược lại vào giá vốn hàng bán, chúng tôi ước tính biên lợi nhuận gộp mảng M&C quý 1/2026 sẽ ở mức 4,3% (+3,1 điểm % YoY), so với dự báo trước đây của

chúng tôi là 3% cho năm 2026, vẫn được hỗ trợ bởi sự cải thiện của hiệu quả thi công các dự án điện gió ngoài khơi và đóng góp cao hơn từ dự án Lô B. Điều này giúp củng cố cho luận điểm tăng trưởng biên lợi nhuận của chúng tôi. Hiện chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ cải thiện từ mức 5,0% trong năm 2026 lên 6,0% vào năm 2028. Mức cải thiện này dự kiến sẽ bù đắp cho tác động từ mức chi phí bán hàng cao hơn, qua đó thúc đẩy biên lợi nhuận hoạt động (OPM) hợp nhất tăng từ mức 2,1% trong năm 2026 lên 3,6% vào năm 2028.

**Chúng tôi kỳ vọng lãi tỷ giá thuần sẽ tăng về mặt cấu trúc theo xu hướng tăng của tỷ trọng doanh thu quốc tế.** Chúng tôi dự báo tỷ trọng doanh thu quốc tế sẽ tăng từ 15% trong năm 2026 lên 42% vào năm 2029. Do phần lớn các hợp đồng quốc tế đều được định giá bằng USD trong khi một phần đáng kể chi phí vẫn được tính bằng VND, nên chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ được hưởng lợi từ xu hướng tăng của tỷ giá USD/VND. Theo đó, chúng tôi dự báo lãi tỷ giá thuần sẽ tăng từ mức 233 tỷ đồng trong năm 2026 lên 834 tỷ đồng/600 tỷ đồng trong năm 2029/2030 (trang 4).

## Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi dự kiến sẽ tăng 7% YoY, nhờ được dẫn dắt bởi mảng M&C.

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng (Trừ khi được nêu rõ)	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới/cũ	Diễn giải: (a) Tăng trưởng so với cùng kỳ (b) Các thay đổi trong dự báo
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>32.556</b>	<b>41.672</b>	<b>28%</b>	<b>0%</b>	PVS đặt kế hoạch cho doanh thu ở mức 33,0 nghìn tỷ đồng (tương đương 85% dự báo năm 2026 cũ của chúng tôi). Trong giai đoạn 2022-2025, PVS liên tục vượt kế hoạch đề ra, với doanh thu thực tế cao hơn trung bình 52% so với kế hoạch. (a) Được thúc đẩy bởi mức tăng 38% YoY của doanh thu mảng M&C và mức doanh thu cao hơn từ các mảng khác, nhờ xu hướng phục hồi của hoạt động thăm dò & khai thác (E&P). (a) Đóng góp từ hai tàu mới được mua vào cuối năm 2025.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	1.840	2.024	10%	0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.792	3.071	10%	0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	559	615	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.994	2.093	5%	0%	
Cơ khí và xây dựng (M&C)	21.625	29.934	38%	0%	(a) Được thúc đẩy bởi (1) đóng góp mới từ các dự án bao gồm Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B, Nam Du - U Minh, Khánh Mỹ - Đầm Dơi, hợp đồng điện gió ngoài khơi tại Hàn Quốc và Kho LNG Thị Vải - Giai đoạn 2, cùng với (2) tiến độ triển khai đạt đỉnh của dự án Lô B và Lạc Đà Vàng.
Vận hành và bảo trì (O&M)	3.167	3.325	5%	0%	
Khác	581	610	5%	0%	
<b>LN gộp</b>	<b>1.809</b>	<b>2.966</b>	<b>64%</b>	<b>28%</b>	
OSV	299	329	10%	0%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	158	174	10%	0%	
Khảo sát địa chấn và ROV	109	120	10%	0%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	398	460	16%	10%	
M&C	592	1.497	153%	67%	(a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ cải thiện lên mức 5,0% (+2,3 điểm % YoY), chủ yếu phản ánh sự thay đổi đối với tiêu chuẩn kế toán, đồng thời được hỗ trợ bởi sự cải thiện của hiệu quả thi công các dự án điện gió ngoài khơi cùng với phần đóng góp cao hơn từ dự án Lô B. (b) Chúng tôi nâng giả định biên lợi nhuận gộp mảng M&C lên 5,0% (+2,0 điểm % so với dự báo trước đây). Điều này chủ yếu đến từ việc tái phân loại theo chuẩn kế toán được quy định trong Thông tư 99/2025/TT-BTC (có hiệu lực từ ngày 01/01/2026), theo đó các khoản dự phòng bảo hành xây dựng ngắn hạn sẽ được hạch toán vào chi phí bán hàng thay vì giá vốn hàng bán (COGS). Do đó, một phần chi phí trước đây được ghi nhận trong lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ được chuyển sang chi phí SG&A trong thời gian tới.
O&M	131	316	141%	0%	(a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi lên mức 9,5% - tương đương mức trung bình lịch sử. Ban lãnh đạo cho biết mức giảm YoY trong năm 2025 chủ yếu do việc hoãn triển khai một số hợp đồng lớn theo yêu cầu của khách hàng (với khối lượng công việc này được chuyển sang năm 2026), qua đó giúp hỗ trợ triển vọng lợi nhuận.
Khác	122	71	-42%	0%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-110	-603	447%	315%	(a & b) Trong quý 1/2026, chi phí bán hàng đã tăng lên mức 307 tỷ đồng (so với 23 tỷ đồng trong quý 1/2025), cao hơn so với dự báo của chúng tôi. Điều này chủ yếu đến từ việc tái phân loại theo chuẩn kế toán được quy định trong Thông tư 99/2025/TT-BTC. Do đó, chúng tôi điều chỉnh tăng giả định chi phí bán hàng dựa theo diễn biến trên.
Chi phí quản lý (G&A)	-1.275	-1.467	15%	0%	
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>424</b>	<b>896</b>	<b>111%</b>	<b>26%</b>	
Thu nhập tài chính	927	760	-18%	-14%	(b) Dựa theo KQKD quý 1/2026.
Chi phí tài chính	-128	-175	37%	34%	(b) Dựa theo KQKD quý 1/2026.
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	834	729	-13%	-15%	(b) Quý 1 ghi nhận 157 tỷ đồng (-27% YoY; tương đương 18% dự báo năm 2026 của chúng tôi). Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo do giảm giả định hiệu suất hoạt động của FPSO Ruby II trong bối cảnh kho nổi này sẽ ghi nhận đợt bảo dưỡng lớn trong năm 2026.
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	98	250	154%	25%	(a&b) Chúng tôi giả định công ty sẽ ghi nhận 100 tỷ đồng tiền bồi thường liên quan đến hợp đồng EPC cho 35 chân đế/móng bị hủy của dự án điện gió ngoài khơi Formosa tại Đài Loan và hoàn nhập 150 tỷ đồng dự phòng bảo hành cho dự án khí Sao Vàng - Đại Nguyệt.
<b>LNST</b>	<b>2.156</b>	<b>2.459</b>	<b>14%</b>	<b>-2,5%</b>	
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>1.899</b>	<b>1.968</b>	<b>4%</b>	<b>-2,5%</b>	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo</b>	<b>1.821</b>	<b>1.853</b>	<b>2%</b>	<b>-2,5%</b>	Quý 1/2026 ghi nhận 416 tỷ đồng (+25% YoY; tương đương 22% dự báo năm 2026). (a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 38% YoY của doanh thu mảng M&C nhờ backlog lớn, (2) biên lợi nhuận hoạt động tăng lên mức 2,1% (+0,8 điểm % YoY), và (3) giả định thu nhập khác của chúng tôi trong năm 2026. Các yếu tố này giúp bù đắp cho tác động từ (4) mức giảm ước tính của thu nhập tài chính và (5) mức lợi nhuận thấp hơn từ các liên doanh/liên kết. (b) Chủ yếu do chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lãi tỷ giá thuần và lợi nhuận từ các liên doanh/liên kết, qua đó làm giảm thiểu tác động tích cực từ mức tăng 0,4 điểm % của biên lợi nhuận hoạt động, từ đó phản ánh sự cải thiện của mảng M&C.
<b>LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)</b>	<b>1.730</b>	<b>1.853</b>	<b>7%</b>	<b>-2,5%</b>	

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

## Giả định backlog mảng M&C

Chúng tôi giữ nguyên giả định backlog mảng M&C giai đoạn 2026–2030 ở mức 5,9 tỷ USD.

**Triển vọng trung hạn mảng M&C của PVS tiếp tục duy trì tích cực:** Chúng tôi ước tính PVS đã ký được các hợp đồng trị giá 2,1 tỷ USD (tương đương 36% giả định backlog giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi).

Các hợp đồng đã ký bao gồm 1,0 tỷ USD từ các dự án điện gió ngoài khơi (tương đương 35% giả định backlog điện gió ngoài khơi của chúng tôi) và 1,1 tỷ USD từ các dự án dầu khí (bao gồm 675 triệu USD từ dự án Lô B, 102 triệu USD từ Lạc Đà Vàng và 364 triệu USD từ Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B).

PVS đặt kế hoạch doanh thu giai đoạn 2026–2030 đạt 150–160 nghìn tỷ đồng (+40–50% so với giai đoạn 2021–2025), qua đó cho thấy triển vọng ghi nhận lợi nhuận của công ty trong trung hạn vẫn rất khả quan.

**Hình 2: Dự báo của Vietcap cho đơn hàng M&C của PVS**

Hợp đồng M&C (triệu USD)		Quốc gia	2025E	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Giai đoạn 2026-30
<b>A = I + II</b>	<b>Dự án ngoài khơi</b>		<b>821</b>	<b>1.039</b>	<b>971</b>	<b>853</b>	<b>1.209</b>	<b>1.077</b>	<b>5.148</b>
<b>I</b>	<b>Dự án dầu khí</b>		<b>545</b>	<b>812</b>	<b>591</b>	<b>301</b>	<b>242</b>	<b>377</b>	<b>2.323</b>
1	Gallaf Giai đoạn 3	Qatar	5	0	0	0	0	0	0
2	Lạc Đà Vàng*	Việt Nam	215	75	11	15	0	0	102
3	Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B	Việt Nam	19	115	249	0	0	0	364
4	Lô B*	Việt Nam	306	497	130	48	0	0	675
5	Nam Du-U Minh	Việt Nam	0	38	113	38	0	0	189
6	Khánh Mỹ – Đầm Dơi	Việt Nam	0	88	88	0	0	0	175
7	Cá Voi Xanh	Việt Nam	0	0	0	0	42	277	318
8	Hải Sư Vàng	Việt Nam	0	0	0	200	200	100	500
<b>II</b>	<b>Dự án điện gió ngoài khơi</b>		<b>276</b>	<b>227</b>	<b>380</b>	<b>551</b>	<b>968</b>	<b>700</b>	<b>2.825</b>
1	Hải Long 2 & 3	Đài Loan	0	0	0	0	0	0	0
2	Greater Changhua 2b & 4	Đài Loan	207	0	0	0	0	0	0
3	Baltica 2	Ba Lan	48	70	0	0	0	0	70
4	Fengmiao	Đài Loan	20	50	0	0	0	0	50
5	Formosa	Đài Loan	0	0	0	0	0	0	0
6	Haiding 2 **	Đài Loan	0	30	25	35	0	0	90
7	Formosa 4 **	Đài Loan	0	10	30	25	35	0	100
8	Khách hàng Hàn Quốc **	Hàn Quốc	0	40	120	100	140	0	400
9	Khác (trong backlog 1,55 tỷ USD đã ký)**	Nước ngoài	0	27	80	66	93	0	265
10	Các dự án điện gió ngoài khơi nước ngoài khác	Nước ngoài	0	0	125	325	500	500	1.450
11	Dự án điện gió ngoài khơi trong nước	Việt Nam	0	0	0	0	200	200	400
12	Doanh thu M&C khác		0	0	0	0	0	0	0
<b>B</b>	<b>Dự án trên bờ</b>		<b>60</b>	<b>112</b>	<b>267</b>	<b>288</b>	<b>120</b>	<b>0</b>	<b>787</b>
1	Tàu chở LPG Thị Vải	Việt Nam	0	0	0	0	0	0	0
2	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	Việt Nam	9	57	57	48	0	0	162
3	Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	Việt Nam	0	30	120	150	0	0	300
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	Việt Nam	0	0	90	90	120	0	300
5	Bồn chứa ethane tại Tổ hợp Hóa dầu Long Sơn	Việt Nam	51	26	0	0	0	0	26
<b>C = A+B</b>	<b>Tổng cộng (triệu USD)</b>		<b>880</b>	<b>1.151</b>	<b>1.238</b>	<b>1.141</b>	<b>1.329</b>	<b>1.077</b>	<b>5.935</b>

Nguồn: PVS, Vietcap (\*) Tổng giá trị của các hợp đồng thành phần; (\*\*) Ước tính của Vietcap và kế hoạch kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành, một phần của phần backlog đã ký mà PVS công bố.

## Cập nhật dự báo dài hạn

Chúng tôi điều chỉnh tăng 2,9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030, chủ yếu nhờ việc chúng tôi tăng giả định lãi tỷ giá thuần lên mức 2,7 nghìn tỷ đồng (so với dự báo trước đây là 2,0 nghìn tỷ đồng), qua đó bù đắp cho tác động tiêu cực từ việc điều chỉnh giảm 2,1% lợi nhuận từ các công ty liên doanh/liên kết, trong khi chúng tôi nhìn chung giữ nguyên giả định về biên lợi nhuận hoạt động.

Việc nâng giả định lãi tỷ giá thuần phản ánh mức độ tham gia ngày càng lớn của PVS vào các dự án quốc tế. Trước đây, chúng tôi giả định lãi tỷ giá thuần chỉ ở mức khoảng 400 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2026–2030. Tuy nhiên, hiện chúng tôi dự báo doanh thu quốc tế sẽ đóng góp lần lượt 15%/22%/35%/42%/34% vào tổng doanh thu trong các năm 2026/2027/2028/2029/2030, qua đó cho thấy dự báo trước đây của chúng tôi đã đánh giá thấp lãi tỷ giá trong giai đoạn 2027–2030. Khi PVS mở rộng hoạt động quốc tế, đặc biệt trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi, công ty sẽ ngày càng được hưởng lợi từ nguồn doanh thu bằng USD trong khi phần lớn chi phí vẫn được ghi nhận bằng VND. Tuy nhiên, lãi tỷ giá thuần trong quý 1/2026 chỉ đạt 52 tỷ đồng (-53% YoY; tương đương 13% dự báo năm 2026 trước đây của chúng tôi), cho thấy diễn biến lãi tỷ giá có khả năng sẽ đạt mức thấp hơn kỳ vọng trong ngắn hạn. Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo lãi tỷ giá thuần trong năm 2026, đồng thời nâng giả định cho giai đoạn từ năm 2027 trở đi nhằm phản ánh tốt hơn tỷ trọng ngày càng tăng của doanh thu quốc tế.

Chúng tôi nhìn chung vẫn tiếp tục giữ nguyên giả định biên lợi nhuận hoạt động dù đã điều chỉnh tăng cả giả định biên lợi nhuận gộp mảng M&C và chi phí bán hàng. Có hiệu lực từ ngày 01/01/2026, Thông tư 99/2025/TT-BTC đã dẫn đến sự thay đổi trong cách hạch toán kế toán, theo đó các khoản dự phòng bảo hành xây dựng ngắn hạn hiện sẽ được ghi nhận vào chi phí bán hàng thay vì COGS. Vì vậy, một phần chi phí trước đây được ghi nhận trong lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ được chuyển sang ghi nhận vào chi phí bán hàng. Hiện chúng tôi dự báo biên lợi nhuận hoạt động sẽ lần lượt đạt 2,1%/2,6%/3,6%/3,3%/3,6% trong các năm 2026/2027/2028/2029/2030, qua đó tiếp tục phản ánh sự cải thiện của hiệu quả thi công mảng M&C điện gió ngoài khơi và đóng góp lợi nhuận cao hơn từ dự án Lô B.

Hình 3: Cập nhật dự báo LNST sau lợi ích CĐTS

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Giai đoạn 2026-30
TL tăng của tỷ giá USD/VND	3,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Doanh thu quốc tế	7.848	6.081	10.252	15.764	21.736	15.632	
% tổng doanh thu	24%	15%	22%	35%	42%	34%	
Lãi tỷ giá thuần	493	233	393	605	834	600	2.665
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	75	70	70	70	70	
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mới	1.821	1.853	2.376	2.964	3.269	2.876	13.338
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cũ	1.821	1.900	2.246	2.780	3.148	2.885	12.958
% thay đổi dự báo	0,0%	-2,5%	5,8%	6,6%	3,8%	-0,3%	2,9%

Nguồn: Vietcap

## Định giá

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

**Chúng tôi điều chỉnh tăng 3,3% giá mục tiêu lên mức 60.000 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA đối với PVS.** Mức tăng đối với giá mục tiêu chủ yếu đến từ việc chúng tôi điều chỉnh tăng 2,9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2026–2030, kết hợp với tác động tích cực từ việc cập nhật thời điểm định giá mục tiêu sang giữa năm 2027.

Hình 4: Tổng hợp định giá

Định giá CKDT	
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	63.200
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế	5%
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>60.000</b>
P/E báo cáo dự phóng năm 2026 tại giá mục tiêu	20,7x

Nguồn: Vietcap

Hình 5: Giả định và định giá CKDT

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,3	1,3	GTHT của DTTD	5.474
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)	15.017
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0	<b>GTTH của DTTD và GT cuối</b>	<b>20.491</b>
Chi phí VCSH %	16,4	16,4	Tăng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	16.013
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	Giảm: Nợ vay	1.322
Mức thuế doanh nghiệp %	22,0	20,0	Giảm: Lợi ích CĐTTS	2.855
Nợ vay %	20,0	20,0	<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>32.327</b>
VCSH %	80,0	80,0	Pha loãng (triệu)	511
<b>WACC %</b>	<b>14,4</b>	<b>14,4</b>	<b>Giá trị CKDT/CP (đồng)</b>	<b>63.200</b>

Nguồn: Dự báo của Vietcap

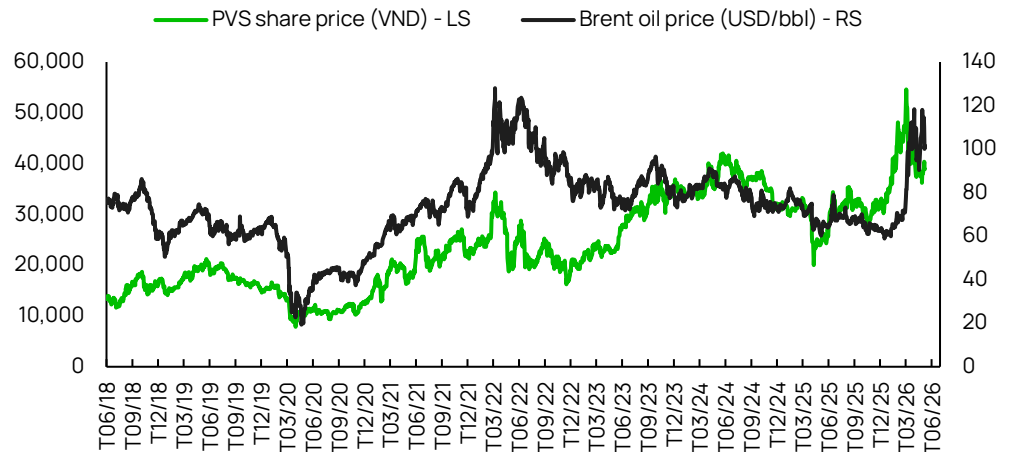
Hình 6: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>1.875</b>	<b>2.235</b>	<b>2.824</b>	<b>2.957</b>	<b>2.626</b>
Từ PVS	1.146	1.387	1.829	1.920	1.856
Từ liên doanh FSO/FPSO (*)	729	848	995	1.036	769
<b>+ Khấu hao</b>	<b>1.428</b>	<b>1.501</b>	<b>1.716</b>	<b>1.793</b>	<b>1.870</b>
Từ PVS	939	1.003	1.067	1.131	1.195
Từ liên doanh FSO/FPSO	488	498	649	662	675
<b>- Thuế</b>	<b>-375</b>	<b>-447</b>	<b>-565</b>	<b>-591</b>	<b>-525</b>
<b>- Vốn đầu tư XDCB</b>	<b>-2.047</b>	<b>-2.047</b>	<b>-2.047</b>	<b>-2.047</b>	<b>-1.647</b>
Từ PVS	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047
Từ liên doanh FSO/FPSO	0	0	0	0	400
<b>- Thay đổi vốn hoạt động</b>	<b>-610</b>	<b>-111</b>	<b>420</b>	<b>-542</b>	<b>675</b>
<b>Dòng tiền tự do (DTTD)</b>	<b>271</b>	<b>1.132</b>	<b>2.349</b>	<b>1.570</b>	<b>3.000</b>
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	253	925	1.678	980	1.637
<b>Tổng GTHT của DTTD</b>	<b>253</b>	<b>1.178</b>	<b>2.856</b>	<b>3.836</b>	<b>5.474</b>

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Báo cáo tài chính của PVS không phản ánh tài sản và nợ vay của các liên doanh FPSO/FSO vì các liên doanh này không được hợp nhất vào PVS. Do đó, chúng tôi bao gồm tài sản và nợ vay của các liên doanh này trong mô hình CKDT để phản ánh được tác động của các khoản này đối với PVS; (\*) lợi nhuận ròng từ liên doanh.

## Phân tích độ nhạy

Hình 7: Giá cổ phiếu PVS và giá dầu Brent

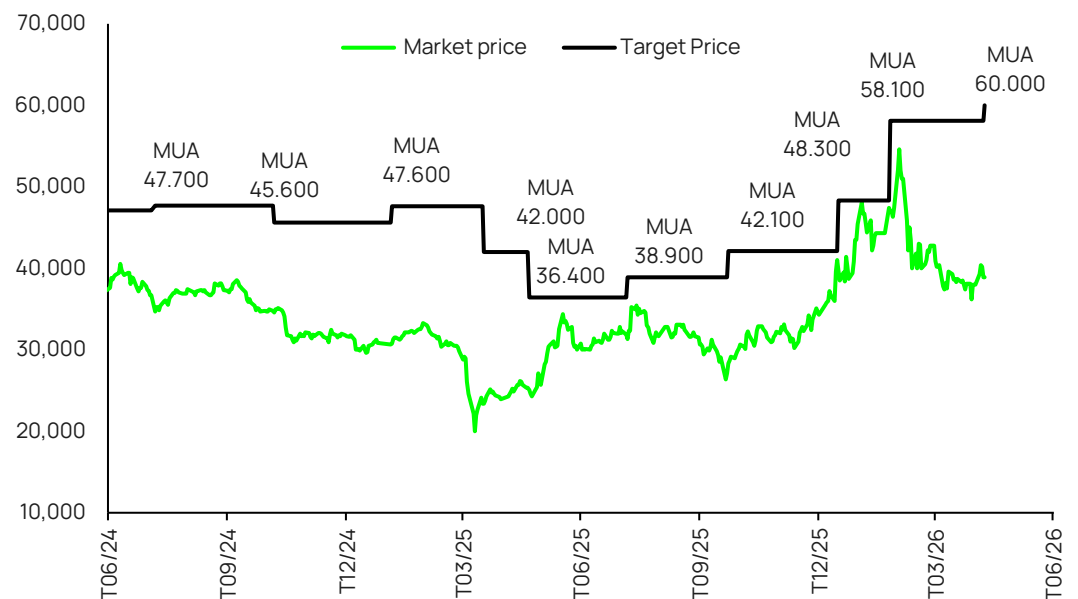


Nguồn: FiinPro, Vietcap

Giá cổ phiếu PVS trong quá khứ cho thấy mức tương quan dương rất cao với giá dầu thô, điều mà chúng tôi cho rằng xuất phát từ kỳ vọng của nhà đầu tư rằng giá dầu cao hơn có thể dẫn đến mức giá dịch vụ cao hơn, đồng thời gia tăng khối lượng công việc cho PVS. Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới, mức độ tương quan giữa giá cổ phiếu PVS và giá dầu sẽ giảm dần khi tỷ trọng đóng góp lợi nhuận từ mảng M&C điện gió ngoài khơi tăng lên, cùng với sự gia tăng đầu tư E&P tại Việt Nam nhờ các diễn biến chính sách gần đây.

## Diễn biến khuyến nghị

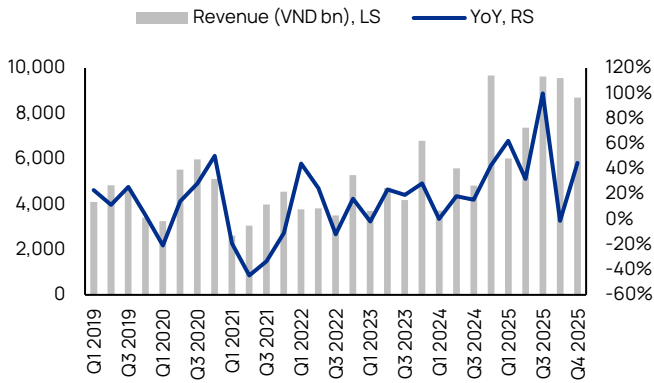
Hình 8: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu PVS (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

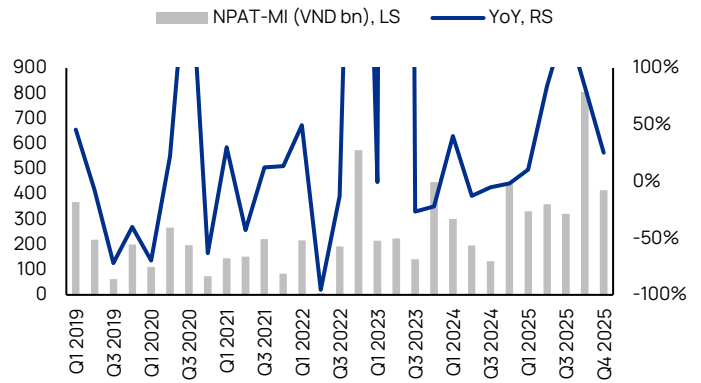
## KQKD theo quý

Hình 9: Doanh thu theo quý của PVS



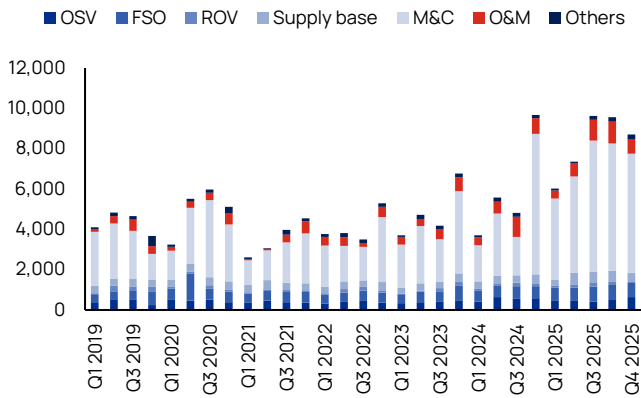
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 10: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của PVS



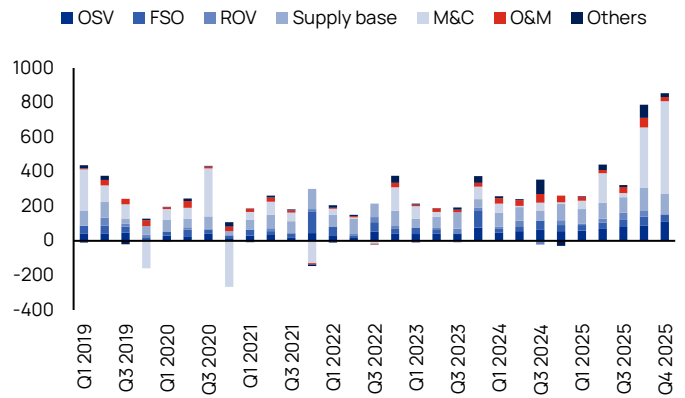
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 11: Cơ cấu doanh thu của PVS theo mảng (tỷ đồng)



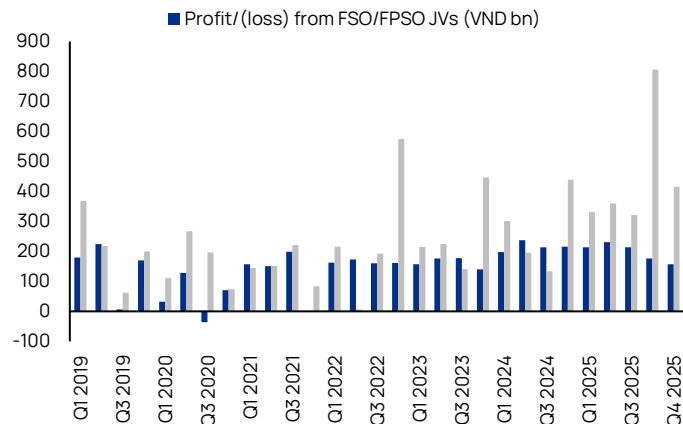
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 12: Cơ cấu lợi nhuận gộp của PVS theo mảng (tỷ đồng)



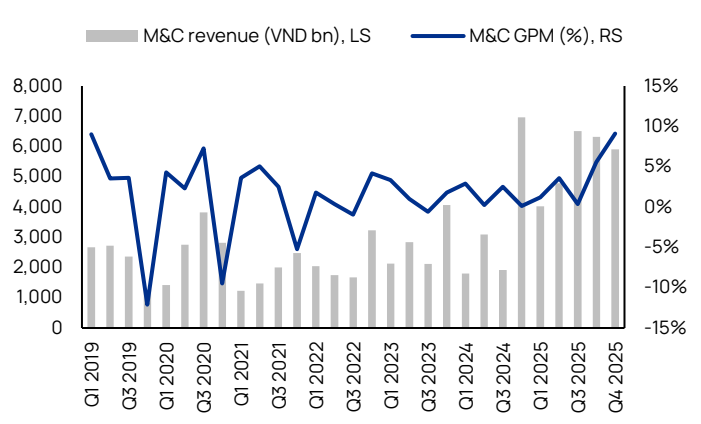
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 13: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp của mảng M&C (\*)



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

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu</b>	<b>32.556</b>	<b>41.672</b>	<b>46.138</b>	<b>45.022</b>
Giá vốn hàng bán	-30.747	-38.706	-42.727	-41.461
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.809</b>	<b>2.966</b>	<b>3.411</b>	<b>3.561</b>
Chi phí bán hàng	-110	-603	-711	-671
Chi phí quản lý DN	-1.275	-1.467	-1.513	-1.261
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>424</b>	<b>896</b>	<b>1.187</b>	<b>1.629</b>
Thu nhập tài chính	927	760	1.098	1.345
Chi phí tài chính	-128	-175	-180	-235
Trong đó, chi phí lãi vay	-68	-75	-80	-135
Lợi nhuận từ công ty LDLK	834	729	848	995
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	98	250	200	200
<b>LNTT</b>	<b>2.156</b>	<b>2.459</b>	<b>3.154</b>	<b>3.934</b>
Thuế TNDN	-257	-492	-631	-787
<b>LNST trước lợi ích CĐTS</b>	<b>1.899</b>	<b>1.968</b>	<b>2.523</b>	<b>3.147</b>
Lợi ích CĐTS	-79	-115	-147	-183
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>1.821</b>	<b>1.853</b>	<b>2.376</b>	<b>2.964</b>
EBITDA	1.220	1.835	2.190	2.696
EPS báo cáo, VND	2.848	2.898	3.717	4.636
EPS cốt lõi <sup>(1)</sup> , VND	2.706	2.898	3.717	4.636
EPS pha loãng, VND	2.848	2.898	3.717	4.636
DPS, VND	0	0	700	700
DPS/EPS (%)	0%	0%	19%	15%

(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường

RATIOS	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	37,0%	28,0%	10,7%	-2,4%
LN từ HĐKD	N.M.	111,2%	32,5%	37,2%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (1)	69,5%	7,1%	28,2%	24,7%
EPS cốt lõi (1)	98,1%	7,1%	28,2%	24,7%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	5,6%	7,1%	7,4%	7,9%
Biên LN từ HĐKD %	1,3%	2,1%	2,6%	3,6%
Biên EBITDA %	3,7%	4,4%	4,7%	6,0%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	5,6%	4,4%	5,1%	6,6%
ROE %	11,8%	10,8%	12,2%	13,4%
ROA %	5,0%	4,5%	5,2%	5,9%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	30	35	35	35
Số ngày phải thu	76	71	71	71
Số ngày phải trả	69	72	75	78
TG luân chuyển tiền	37	34	31	28
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,6	1,7	1,8
CS thanh toán nhanh	1,5	1,4	1,5	1,6
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,7	0,7	0,9
Nợ/Tài sản	2,5%	7,0%	9,1%	11,0%
Nợ/Vốn sử dụng	5,6%	14,4%	17,6%	19,7%
Nợ/Vốn CSH	-91,9%	-76,6%	-67,4%	-65,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,2x	11,9x	14,9x	12,1x

Nguồn: PVS, Vietcap

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	11.585	12.708	14.091	16.994
Đầu tư TC ngắn hạn	4.275	4.275	4.275	4.275
Các khoản phải thu	7.303	8.099	8.967	8.750
Hàng tồn kho	3.234	3.718	4.104	3.982
TS ngắn hạn khác	621	621	621	621
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>27.018</b>	<b>29.421</b>	<b>32.059</b>	<b>34.623</b>
TS dài hạn (gộp)	16.056	18.102	20.149	22.196
- Khấu hao lũy kế	-11.279	-12.218	-13.221	-14.288
TS dài hạn (ròng)	4.777	5.884	6.928	7.907
Đầu tư TC dài hạn	4.873	6.084	7.430	8.125
TS dài hạn khác	1.898	1.898	1.898	1.898
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>11.548</b>	<b>13.866</b>	<b>16.256</b>	<b>17.930</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>38.566</b>	<b>43.288</b>	<b>48.314</b>	<b>52.553</b>
Phải trả ngắn hạn	6.957	7.627	8.770	8.851
Nợ ngắn hạn	189	1.041	1.169	1.304
Nợ ngắn hạn khác	9.189	9.189	9.189	9.189
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>16.335</b>	<b>17.856</b>	<b>19.127</b>	<b>19.344</b>
Nợ dài hạn	777	2.010	3.243	4.475
Nợ dài hạn khác	5.245	5.245	5.245	5.245
<b>Tổng nợ</b>	<b>22.357</b>	<b>25.111</b>	<b>27.615</b>	<b>29.064</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	5.114	5.114	5.114	5.114
Thặng dư vốn CP	40	40	40	40
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	9.869	11.722	14.098	16.704
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	1.186	1.301	1.448	1.631
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>16.209</b>	<b>18.176</b>	<b>20.700</b>	<b>23.489</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>38.566</b>	<b>43.288</b>	<b>48.314</b>	<b>52.553</b>
CP lưu hành cuối năm (tr)	511	511	511	511

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>11.422</b>	<b>11.585</b>	<b>12.708</b>	<b>14.091</b>
Thu nhập ròng	1.821	1.853	2.376	2.964
Khấu hao	796	939	1.003	1.067
Thay đổi vốn lưu động	493	-610	-111	420
Điều chỉnh khác	-1.466	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>1.643</b>	<b>2.182</b>	<b>3.269</b>	<b>4.451</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.618	-2.047	-2.047	-2.047
Đầu tư, ròng	645	-1.211	-1.346	-695
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-973</b>	<b>-3.258</b>	<b>-3.393</b>	<b>-2.741</b>
Cổ tức đã trả	-39	0	0	-358
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-680	852	127	136
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-13	1.233	1.233	1.233
Tiền từ các hoạt động TC khác	148	115	147	183
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-583</b>	<b>2.199</b>	<b>1.507</b>	<b>1.194</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>163</b>	<b>1.123</b>	<b>1.383</b>	<b>2.903</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>11.585</b>	<b>12.708</b>	<b>14.091</b>	<b>16.994</b>

## Phụ lục

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

Hình 15: Tổng hợp hợp đồng thuê FSO/FPSO (cập nhật)

	FSO Orkid	FPSO Lam Sơn	FSO Biển Đông 01	FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt	FPSO Ruby II	FSO Lạc Đà Vàng	FSO Lô B
Tỷ lệ sở hữu của PVS	49%	51%	51%	51%	60%	51%*	51%
Chi phí đầu tư (triệu USD)	169	400	149	120	300	200*	200*
Trữ lượng (thùng dầu)	745.000	350.000	350.000	777.695	645.000	450.000	350.000
Mỏ	PM3 CAA	Thăng Long – Đông Đô	Hải Thạch – Mộc Tinh	Sao Vàng – Đại Nguyệt	Hồng Ngọc		
Loại hợp đồng thuê	Thuê tài chính	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	Thuê vận hành	N/A	N/A
Giá thuê ngày (USD/ngày)	~45.000	50.000	~41.000	~68.900	92.500	100.000*	95.000*
Thời hạn hợp đồng	2018-2024	PVS đã gia hạn hợp đồng đến hết năm 2027 và có kế hoạch tiếp tục cho thuê FPSO này trong dài hạn, theo hình thức đàm phán từng năm.	2023-2028	2021-2027	Sau khi hết hạn vào cuối năm 2024, PVS dự kiến sẽ đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.	Từ năm 2026 trở đi*	Từ năm 2027 trở đi*
Dự báo lợi nhuận trung bình hàng năm trong giai đoạn 2026-2030	-10 tỷ đồng	167 tỷ đồng	43 tỷ đồng	159 tỷ đồng	400 tỷ đồng	40 tỷ đồng	76 tỷ đồng
<b>% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trung bình hàng năm trong giai đoạn 2026-2030 của PVS</b>	<b>-0,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>15,0%</b>	<b>1,5%</b>	<b>2,9%</b>

Nguồn: PVS, Vietcap (\*giả định của Vietcap)

#### FPSO Ruby II là kho nổi đóng góp lợi nhuận chính

Giá thuê ngày của FPSO Ruby II là 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2023. PVS đã gia hạn hợp đồng này với giá thuê ngày hiện tại là 92.500 USD cho đến cuối năm 2024. Tại ĐHCĐ của công ty vào tháng 6/2024, PVS cho biết công ty đang đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.

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

Ngoài ra, theo PVS, nếu FPSO Ruby II có thể ký được hợp đồng mới dài hạn thì công ty có thể chuyển từ thuê vận hành sang thuê tài chính, dẫn đến việc PVS có khả năng sẽ ghi nhận thêm khoản lợi nhuận bất thường.

#### FPSO Lam Sơn

**Ngày 16/3/2020**, PVS thông báo đã ký hợp đồng gia hạn đối với FPSO Lam Sơn. Thời hạn hợp đồng là 4 năm với hiệu lực bắt đầu từ tháng 7/2017 đến tháng 7/2021 và có thể được gia hạn đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, hợp đồng này bao gồm 1 điều kiện rằng cả 2 bên có thể chấm dứt hợp đồng với thời hạn thông báo trước 90 ngày, điều này tương ứng với rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu giá dầu giảm xuống mức thấp. Chúng tôi lưu ý rằng PVS đã ghi nhận mức chi phí khấu hao cao vượt mức là khoảng 300 tỷ đồng vào năm 2020 và khoảng 200 tỷ đồng vào năm 2021 do công ty tính đến rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu hợp đồng dài hạn không được hoàn tất.

Vào đầu năm 2026, hợp đồng FPSO PTSC Lam Sơn đã được gia hạn đến cuối năm 2027, đồng thời có kế hoạch tiếp tục cho thuê FPSO này trong dài hạn thông qua cơ chế gia hạn hợp đồng hằng năm. Theo tìm hiểu của chúng tôi, PVS và khách hàng có thể đạt thỏa thuận gia hạn hợp đồng với mức đơn giá thuê hiện tại là 50.000 USD/ngày. Chúng tôi cho rằng điều này là khả thi, nhờ được hỗ trợ bởi triển vọng tích cực của hoạt động E&P và dự báo giá dầu Brent dài hạn ở mức 70-75 USD/thùng của chúng tôi.

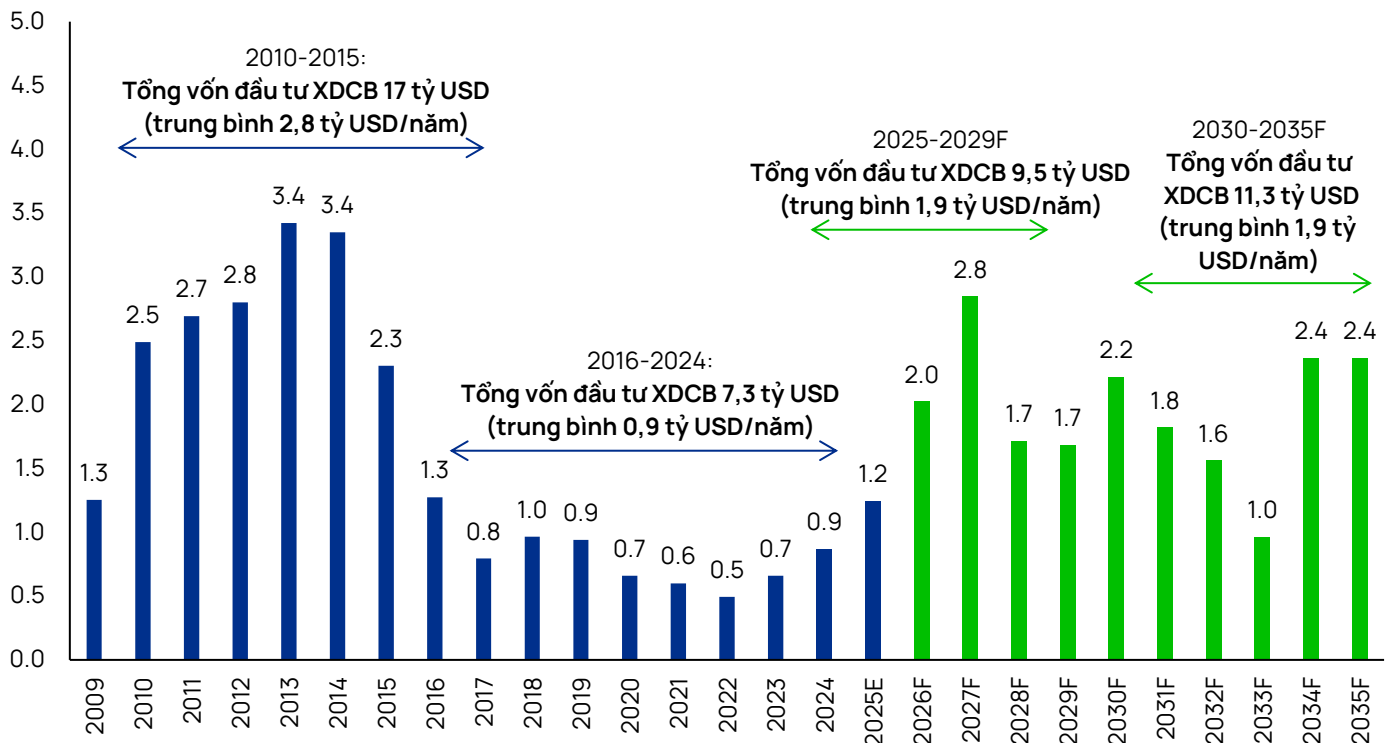
## FSO Lạc Đà Vàng & FSO Lô B

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

**FSO Lô B:** Chúng tôi ước tính mức giá thuê ngày là 95.000 USD/ngày và kỳ vọng FSO này sẽ bắt đầu đóng góp vào lợi nhuận của PVS từ năm 2028 trở đi, do chúng tôi dự báo Lô B sẽ khai thác dòng khí đầu tiên vào giữa năm 2028. FSO có thời hạn thuê 14 năm (có thể gia hạn thêm 9 năm). Giá trị hợp đồng ước tính (chưa bao gồm thuế GTGT) trên 480 triệu USD cho 14 năm đầu tiên (tương đương 94% dự báo trước đây của chúng tôi). PVS kỳ vọng việc xây dựng FSO sẽ hoàn thành vào quý 4/2027. PVS đặt mục tiêu dự án đạt ROE trên 10%.

## Phụ lục 2: Chúng tôi duy trì quan điểm về đà phục hồi tích cực của hoạt động thăm dò & khai thác trong nước sẽ hỗ trợ khối lượng công việc của PVS

Hình 16: Vốn đầu tư XDCB cho hoạt động thăm dò & khai thác của Việt Nam (tỷ USD)



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

**Trong năm 2025, PVN đã ghi nhận KQKD khởi sắc, qua đó góp phần thúc đẩy xu hướng tăng trưởng trở lại của chu kỳ đầu tư vào E&P trong nước.** Cụ thể, doanh thu hợp nhất đạt 651 nghìn tỷ đồng (tăng 11%), qua đó đưa LNST trước lợi ích CĐT&S lên mức 51,4 nghìn tỷ đồng (tăng 36%). Đáng chú ý, vốn đầu tư XDCB đã tăng mạnh lên mức 51 nghìn tỷ đồng (+45% YoY), tương đương 100% kế hoạch và xác lập mức cao kỷ lục mới (cao hơn 80% so với mức đỉnh năm 2015). Nguồn vốn được phân bổ tập trung cho các dự án chiến lược, bao gồm Lô B – Ô Môn, nâng cấp Nhà máy lọc dầu Dung Quất, và Nhơn Trạch 3 & 4. Chúng tôi kỳ vọng động lực giải ngân vốn đầu tư XDCB sẽ tiếp tục tăng tốc từ năm 2025 trở đi, nhờ được hỗ trợ bởi lễ khởi công Nhà máy điện Ô Môn 4 vào tháng 8/2025.

Về mặt chính sách, chúng tôi kỳ vọng Nghị định về cơ chế đặc thù cho PVN, được đề xuất vào tháng 11/2025, sẽ được phê duyệt trong nửa đầu năm 2026. Động thái này là bước cụ thể hóa quan trọng tiếp sau Nghị quyết 70-NQ/TW - văn bản xác định dầu khí là trụ cột chiến lược của an ninh năng lượng quốc gia và đặt mục tiêu mở rộng quy mô thị trường khí đốt lên gấp ba lần vào năm 2030, cùng với Nghị quyết số 66.6 về việc phân cấp nhiều thẩm quyền hơn cho PVN từ Bộ Công Thương. Chúng tôi đánh giá Nghị định sắp ban hành sẽ là một bước ngoặt then chốt đối với triển vọng ngành, đặc biệt thông qua cơ chế ghi nhận chi phí rủi ro. Theo đó, các khoản chi phí thăm dò không thành công, chi phí nhiệm vụ chiến lược và các rủi ro đặc thù ngành sẽ được phép phân bổ dần vào lợi nhuận sau thuế trong vòng 5 năm; đồng thời, các khoản này cũng sẽ được loại trừ khỏi đánh giá bảo toàn vốn cũng như trách nhiệm quản lý, điều hành.

**Dự án điện khí Cá Voi Xanh quy mô lớn (vốn đầu tư XDCB: 5 tỷ USD) hiện đang được triển khai.** Vào ngày 08/10/2025, Phó Thủ tướng Bùi Thanh Sơn đã đề nghị thành lập tổ công tác đặc biệt nhằm đẩy nhanh tiến độ đàm phán hợp tác giữa ExxonMobil (Hoa Kỳ) và PVN. Chúng tôi dự báo dự án sẽ nhận được quyết định đầu tư cuối cùng (FID) trong giai đoạn 2027-2028.

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

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

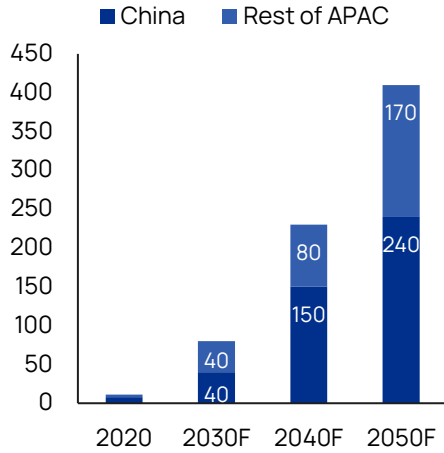
Theo GWEC, công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu đã tăng năm thứ 4 liên tiếp, đạt mức kỷ lục 83 GW vào cuối năm 2024 (+10,7% YoY). Tuy nhiên, động lực tăng trưởng đã chững lại khi chỉ có 8 GW công suất mới được kết nối, thấp hơn 26% so với 10,8 GW được bổ sung vào năm 2023. GWEC cũng cắt giảm 24% triển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

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

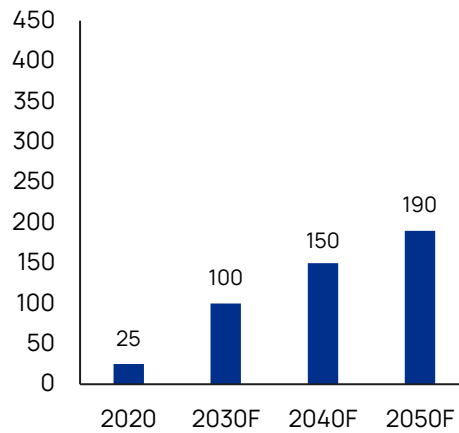
McKinsey dự báo công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu sẽ tăng 16 lần (40 GW trong năm 2020 lên 630 GW vào 2050), với khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tăng mạnh 37 lần (11 GW lên 410 GW).

Hình 17: Dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi (GW), kịch bản cơ sở năm 2021

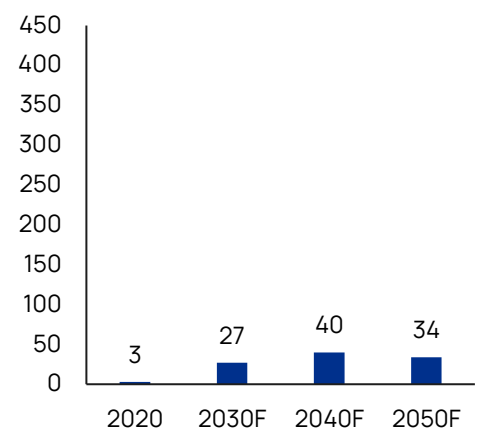
Châu Á – Thái Bình Dương  
CAGR 2020-2050 13%



Châu Âu, Trung Đông, và Châu Phi  
CAGR 2020-2050 7%



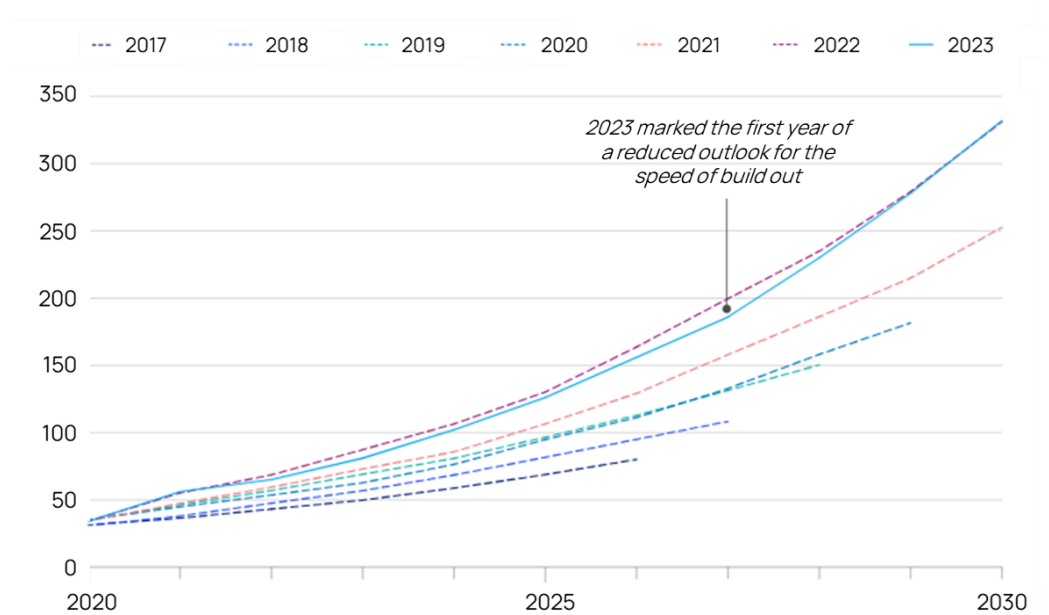
Châu Mỹ  
CAGR 2020-2050 8%



Nguồn: McKinsey, Vietcap

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

Hình 18: Công suất lắp đặt toàn cầu dự phóng (GW) theo năm của dự báo của McKinsey



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

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

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

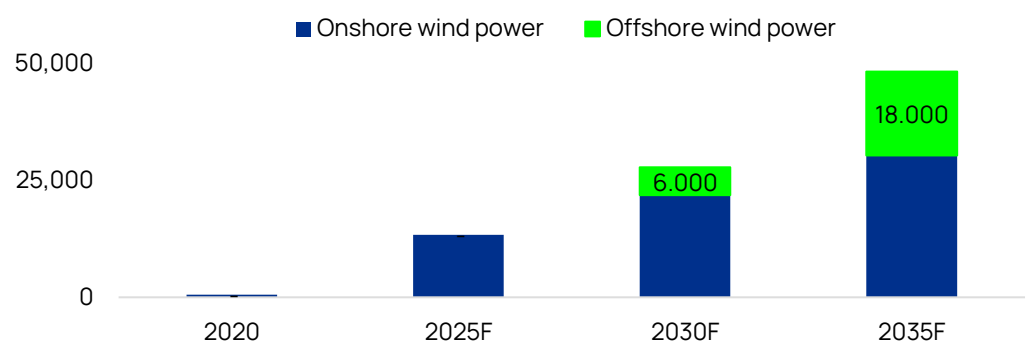
- **Tháng 6/2024 – Nghị quyết 139/2024/QH15:** Thông qua Quy hoạch Không gian biển quốc gia thời kỳ 2021–2030 (tầm nhìn đến 2050), mở ra 34.000 ha diện tích biển để khuyến khích phát triển điện gió ngoài khơi.
- **Tháng 2/2025 – Nghị định 37/NĐ-CP:** Đưa ra kế hoạch thực hiện quy hoạch không gian biển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

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

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

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

**Hình 19: Mục tiêu công suất điện gió của Việt Nam theo Quy hoạch Điện VIII, vốn đầu tư XDCB tiềm năng 10-30 tỷ USD (MW)**



Nguồn: Bộ Công Thương, Vietcap

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

Trong năm 2025, thị trường điện gió ngoài khơi tại Đài Loan đã phải đối mặt với nhiều khó khăn hơn về mặt pháp lý và triển khai dự án. Theo PVS, khách hàng Đài Loan đã quyết định chấm dứt hợp đồng 450 triệu USD để tuân thủ yêu cầu nội địa hóa và sẽ thanh toán bồi thường, ước tính 100 tỷ đồng. Khoản này bù đắp một phần cho LNST tiềm năng khoảng 234 tỷ đồng từ dự án này trong giai đoạn 2026-2027 (giả định biên lợi nhuận ròng 2%).

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

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

Các trở ngại chính bao gồm:

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

**Tuy vậy, tại ĐHCĐ bất thường tháng 11/2025, PVS đã chia sẻ quan điểm lạc quan hơn đối với triển vọng của mảng điện gió ngoài khơi so với kỳ vọng của chúng tôi**, khi công ty tiếp tục theo đuổi các cơ hội đấu thầu tại châu Âu và khu vực châu Á – Thái Bình Dương. Mặc dù rào cản từ tỷ lệ nội địa hóa 60% tại Đài Loan đã khiến mức độ cạnh tranh trở nên gay gắt hơn, nhưng PVS vẫn dự kiến sẽ duy trì sự hiện diện tích cực trong các vòng đấu thầu sắp tới, nhờ tiềm năng thị trường lớn. Cụ thể: (1) Đài Loan đang triển khai đấu thầu Vòng 3.3 với công suất chào thầu lớn, qua đó hỗ trợ mục tiêu đạt mức công suất 13,1 GW vào năm 2030 (tương đương CAGR 18% trong giai đoạn 2025–2030); (2) Hàn Quốc đặt mục tiêu đạt 14,3 GW vào năm 2030, tăng mạnh so với mức công suất vận hành khiêm tốn (chỉ ở mức 0,13 GW năm 2024); và (3) Australia đã phê duyệt 13 dự án điện gió ngoài khơi được cấp phép với tiềm năng khoảng 25 GW. Ban lãnh đạo cũng bày tỏ sự tự tin trong việc giành được các hợp đồng từ các thị trường này. Hiện tại, chúng tôi giả định PVS sẽ ký được các hợp đồng điện gió ngoài khơi với giá trị trung bình 500 triệu USD mỗi năm từ năm 2027 trở đi. Giả định này hoàn toàn khả thi, xét đến việc PVS đã giành được tổng backlog 1,7 tỷ USD trong ba năm qua (bình quân 567 triệu USD/năm), với 93% trong số đó đến từ khu vực châu Á – Thái Bình Dương.

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

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

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

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

Hình 20: Công suất điện hạt nhân dự phóng

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

Nguồn: Quyết định 1509, Vietcap

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

Hình 21: Tiến độ các dự án điện hạt nhân

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

Nguồn: Vietcap ước tính

Các diễn biến mới:

- **Giải phóng mặt bằng:** Tỉnh Khánh Hòa đã giao các cơ quan liên quan đẩy nhanh công tác giải phóng mặt bằng và chuẩn bị hạ tầng, với mục tiêu hoàn tất bàn giao mặt bằng dự án trong quý 2/2026.
- **Ninh Thuận 1:** Việt Nam và Nga đã chính thức tái khẳng định cam kết hợp tác trong lĩnh vực năng lượng hạt nhân vào ngày 23/03/2026. Thủ tướng Phạm Minh Chính và Thủ tướng Nga Mikhail Mishustin đã chứng kiến lễ ký kết thỏa thuận liên chính phủ về việc xây dựng nhà máy điện hạt nhân tại Việt Nam. Dự án dự kiến sẽ sử dụng công nghệ của Rosatom.

- **Ninh Thuận 2:** Nhật Bản đã chính thức rút khỏi dự án vào tháng 12/2025, khiến Việt Nam phải tìm kiếm đối tác chiến lược mới. Ngày 22/04/2026, Tập đoàn Điện lực Hàn Quốc (KEPCO) và Petrovietnam đã ký biên bản ghi nhớ (MoU) về khả năng hợp tác phát triển điện hạt nhân trong khuôn khổ chuyển thăm cấp Nhà nước tới Việt Nam của Tổng thống Hàn Quốc Lee Jae Myung. Trong thời gian tới, KEPCO và PVN sẽ cùng đánh giá tính khả thi của dự án cũng như chuỗi cung ứng hạt nhân cho dự án Ninh Thuận 2.

## Phụ lục 5: Xuất khẩu điện gió ngoài khơi của Việt Nam sang Singapore

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

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

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

**Tháng 12/2025 – Dự án được nâng cấp thành dự án trọng điểm quốc gia với quy mô công suất được mở rộng:** Vào ngày 02/12/2025, Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định số 2634/QĐ-TTg, cập nhật danh mục các dự án năng lượng trọng điểm quốc gia. Theo quyết định này, dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi Việt Nam – Singapore/Malaysia đã chính thức được đưa vào danh mục dự án, với công suất quy hoạch được tăng từ mức 2.300 MW ban đầu lên 3.000 MW. Chúng tôi cho rằng sự điều chỉnh này phản ánh sự mở rộng đối với phạm vi xuất khẩu của dự án sau sự tham gia của Malaysia. Theo đánh giá của chúng tôi, việc đưa dự án vào danh mục dự án trọng điểm quốc gia giúp nâng cao mức độ rõ ràng về mặt pháp lý, tạo thuận lợi cho hoạt động phối hợp triển khai xuyên biên giới, đồng thời cải thiện khả năng huy động vốn dài hạn của dự án.

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

## Phụ lục 6: Kế hoạch đầu tư của PVS trong giai đoạn 2026-2030

Tại cuộc họp gặp gỡ nhà đầu tư vào tháng 5, PVS đã nâng kế hoạch vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2026-2030 lên 15.500 tỷ đồng (tăng 57% so với kế hoạch 9.800 tỷ đồng được công bố tại ĐHCĐ năm 2024). Vốn đầu tư XDCB này chủ yếu nhằm tiếp tục tăng cường năng lực trong mảng M&C (chiếm khoảng 50% tổng vốn đầu tư XDCB), cảng và tàu. PVS không ngừng nâng cao cơ sở vật chất do công ty tin tưởng vào tiềm năng tăng trưởng lớn của mảng M&C điện gió ngoài khơi cũng như các lĩnh vực khác (nhà máy điện hạt nhân, các dự án thu hồi, sử dụng và lưu trữ khí CO<sub>2</sub> - CCUS).

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

Hình 22: Yêu cầu về vốn đầu tư XDCB và vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2026-2030

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

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

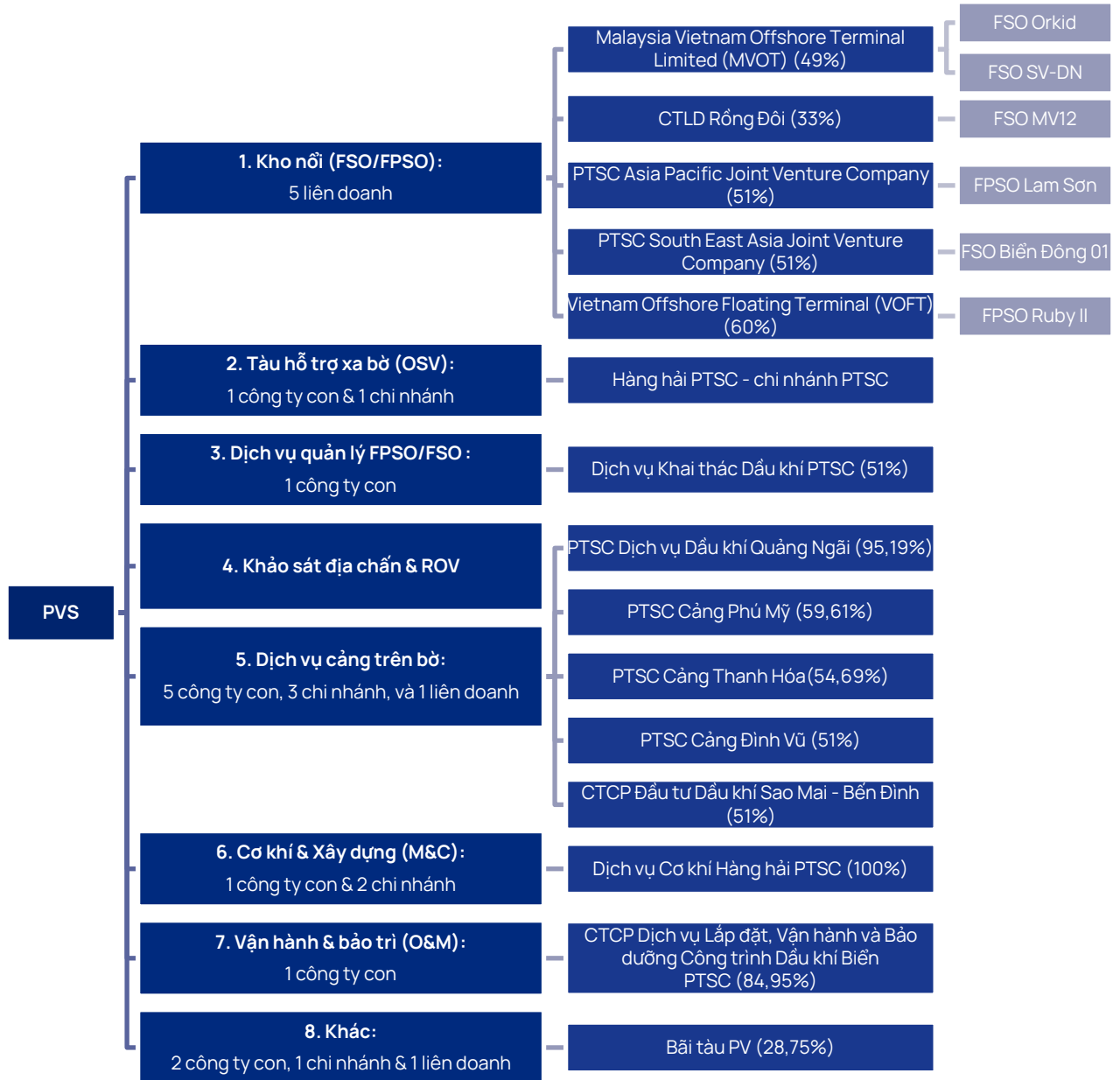
Nguồn: PVS, Vietcap

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

## Phụ lục 7: Cơ cấu doanh nghiệp

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

Hình 23: Cơ cấu doanh nghiệp của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap (Lưu ý: Các công ty con và liên doanh đáng chú ý được trình bày. Dữ liệu tính đến cuối năm 2024.)

## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính (1): Bitexco

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

#### Trụ sở chính (2): Nguyễn Huệ

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

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

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

#### Chi nhánh Hà Nội

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

#### Phòng giao dịch Mỹ Đình

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

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

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

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Huỳnh Thị Hồng Ngọc,

##### Trưởng phòng, ext 138

- Vũ Thế Quân, Phó Trưởng phòng, ext 364  
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516  
- Đinh Kiến Vương, Chuyên viên, ext 468

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 365

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Giám đốc, ext 124

- Bùi Xuân Vinh, Chuyên viên cao cấp, ext 584  
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532  
- Nguyễn Thảo Nguyễn, Chuyên viên, ext 268

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thủy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181  
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135  
- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149  
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên cao cấp, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191  
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129  
- Tống Hoàng Trâm Anh, Phó Trưởng phòng, ext 366  
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570  
- Võ Phan Hồng Kiệt, Chuyên viên, ext 470

### Phòng Tư Vấn Đầu Tư và Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

#### Anthony Le

#### Giám đốc

#### Phòng Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 525

anthony.le@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

#### Giám đốc điều hành

#### Phòng Tư Vấn Đầu Tư

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

## Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Dương Tấn Phước, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.