

TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (HNX: PVS)
Nguyễn Hữu Thiên Ân

Trưởng nhóm Phân tích Cơ bản

Email: annht2@fpts.com.vn

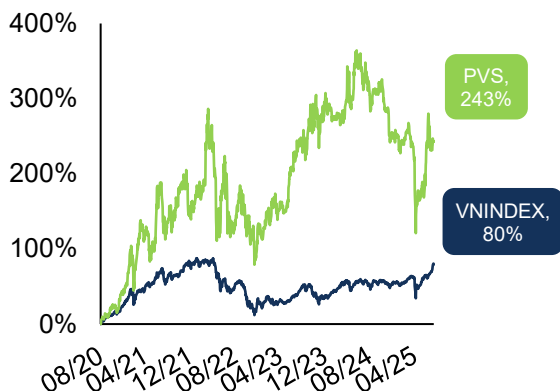
Điện thoại: 19006446 - Ext: 7582

Giá thị trường (đồng/cp)
33.400
Khuyến nghị
Giá mục tiêu (đồng/cp)
39.700
MUA
Chênh lệch:
+18,9%

Phê duyệt báo cáo

Nguyễn Ngọc Đức, CFA

Trưởng phòng Phân tích đầu tư

Diễn biến giá PVS và VNINDEX

Thông tin giao dịch
17/07/2025

Giá hiện tại (đồng/cp) 33.400

Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp) 43.400

Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp) 21.400

Số lượng CP niêm yết (triệu cp) 478

Số lượng CP lưu hành (triệu cp) 478

KLGD bình quân 30 ngày (cp) 8.453.630

% sở hữu nước ngoài 13,6%

Vốn điều lệ (tỷ đồng) 4.779

Vốn hóa (tỷ đồng) 15.964

P/E trailing 12 tháng (lần) 14.5x

EPS trailing 12 tháng (đồng/cp) 2.536

Tổng quan doanh nghiệp

Tên Tổng CTCP DV Dầu khí Việt Nam

Địa chỉ Lầu 5, Tòa nhà Petro Vietnam, 1-5 Lê Duẩn, P. Bến Nghé, Q.1, TP. HCM

Doanh thu chính Dịch vụ xây lắp dầu khí

Lợi thế cạnh tranh Hệ thống kho bãi, cảng và đội tàu dịch vụ dầu khí giúp PVS dẫn đầu trong năm lực xây lắp công trình dầu khí và điện gió ngoài khơi tại VN

Rủi ro chính Kéo dẫn tiến độ các dự án trong tương lai sẽ ảnh hưởng đến khối lượng công việc của PVS

RẼ SÓNG VỮNG VÀNG – ĐÁP GIÓ VƯƠN LÊN

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVS với giá mức giá mục tiêu đạt **39.700 đồng/cp**, cao hơn **18,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 17/07/2025, với các luận điểm và rủi ro sau:

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- **Mảng Xây lắp (66% DT Dự phóng): Triển vọng tích cực đến từ khối lượng công việc lớn.**

Mảng Xây lắp của PVS tăng trưởng khả quan trong giai đoạn 2025F – 2030F nhờ tổng backlog đạt 5,8 tỷ USD với cao điểm ghi nhận doanh thu trong năm 2026F – 2027F nhờ thực hiện các hợp đồng tổng thầu xây lắp dầu khí thuộc dự án Lô B (1,3 tỷ USD).

Khối lượng công việc xây lắp lớn đến từ: (1) Tiến độ các dự án dầu khí trong nước được thúc đẩy, (2) Dư địa tăng trưởng lớn đến từ mảng xây lắp điện gió khi đã chứng minh được năng lực thi công.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện dần lên 2,7% tới năm 2027F nhờ: (1) Ghi nhận các dự án xây lắp công trình dầu khí có biên lợi nhuận tốt hơn, (2) Biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp điện gió cải thiện. [\(Xem thêm\)](#).

- **Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết giữ ổn định nhờ đóng góp từ hai kho nổi (FSO) mới.**

Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết dự phóng đạt trung bình 807 tỷ đồng/năm (~40% lợi nhuận sau thuế trung bình của PVS trong 2025F – 2030F) nhờ đóng góp từ FSO cho dự án Lạc Đà Vàng (Q4/2026) và FSO Lô B (Q4/2027). [\(Xem thêm\)](#)

- **PVS đang có kế hoạch tham gia vào cung ích dịch vụ/dự án mới trong giai đoạn 2026F – 2030F.**

PVS dự kiến mở rộng ba lĩnh vực kinh doanh mới bao gồm: (1) Cung cấp kho nổi FRSU cho hoạt động nhập khẩu LNG; (2) Xây lắp nhà máy điện hạt nhân và (3) Đầu tư dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi sang Singapore. Hiện tại chúng tôi chưa đưa các hoạt động kinh doanh trên vào dự phóng KQKD của PVS trong giai đoạn 2025F – 2030F do cần thêm thông tin chi tiết để đánh giá khả năng tham gia của PVS. [\(Xem thêm\)](#)

RỦI RO ĐẦU TƯ

- **Xu hướng chuyển dịch năng lượng tái tạo chậm lại ảnh hưởng đến mảng xây lắp điện gió ngoài khơi.**
- **Giá thuê các kho nổi hiện hữu có khả năng giảm do đã hết hợp đồng dài hạn và đang được ký gia hạn từng năm.**

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP: PVS DẪN ĐẦU LĨNH VỰC XÂY LẮP CÔNG TRÌNH NGOÀI KHƠI

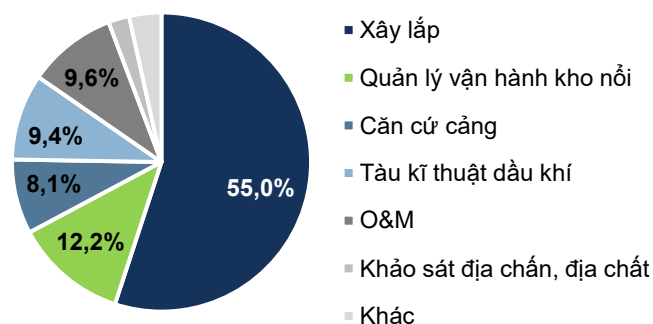
Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PTSC; HNX: PVS) là đơn vị thành viên chủ lực của Tập đoàn Công Nghiệp Năng Lượng Việt Nam (PVN), giữ vai trò cung cấp các dịch vụ toàn diện cho dự án dầu khí và năng lượng tái tạo tại Việt Nam và khu vực. ([Phụ lục 1: Tổng quan các mảng kinh doanh của PVS](#))

1. 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 mảng kinh doanh chính của PVS khi chiếm 55,0% Doanh thu trong giai đoạn 2020 – 2024. Hoạt động kinh doanh mảng xây lắp của PVS bao gồm thực hiện các gói thầu EPCIC (E – Thiết kế, P – Mua sắm, C – Đóng mới, I – Lắp đặt, C – Chạy thử) cho các công trình dầu khí ngoài khơi và các gói thầu cho dự án EPC trên bờ tại Việt Nam.

PVS đã khẳng định vị thế đứng đầu năng lực xây lắp các công trình dầu khí ngoài khơi qua các dự án trọng điểm tại thị trường Việt Nam và quốc tế như: EPCIC giàn xử lý trung tâm (CPP) Sao Vàng và giàn đầu giếng (WHP) Đại Nguyệt; EPCIC 2 giàn đầu giếng và chân đế giàn xử lý trung tâm cho dự án Galfaf 3 (Qatar).

Mảng xây lắp chiếm 55,0% cơ cấu doanh thu (2020 – 2024) của PVS



Nguồn: PVS

PVS dần khẳng định vị thế trong mảng xây lắp điện gió ngoài khơi: PVS bắt đầu nghiên cứu tham gia xây lắp các công trình điện gió ngoài khơi từ năm 2022 để đón xu hướng chuyển dịch năng lượng xanh và tận dụng kinh nghiệm xây lắp kết cấu cơ khí lớn để phục vụ cho các dự án ngoài khơi của mình. Tới nay, PVS đã hoàn thành hai gói thầu: (1) EPC 2 trạm biến áp ngoài khơi dự án điện gió Hai Long (Đài Loan) trị giá 68 triệu USD - hoàn thành trong năm 2024 và (2) EPC 33 chân đế cho dự án Greater Chang Hua (Đài Loan) trị giá 320 triệu USD – hoàn thành trong Q2/2025.

2. Lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết đóng vai trò quan trọng trong cơ cấu lợi nhuận của PVS

Trong giai đoạn thượng nguồn ngành dầu khí Việt Nam ảm đạm (từ 2016 – nay), lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết đóng góp 50 – 60% lợi nhuận của PVS.

Các công ty liên doanh liên kết của PVS sở hữu các kho nổi FSO/FPSO do PVS quản lý và vận hành với: (1) Đơn giá cố định và chỉ có thể thay đổi khi kết thúc hợp đồng; (2) Dịch vụ kho nổi hoạt động trong khoảng thời gian khai thác của một dự án dầu khí do đó không bị ảnh hưởng quá nhiều bởi tình hình thượng nguồn dầu khí Việt Nam.

Lợi nhuận từ công ty LD/LK đóng góp 50% - 60% lợi nhuận hàng năm của PVS



Nguồn: PVS

II. CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH: LỢI NHUẬN KHÔNG TĂNG TRƯỞNG THEO DOANH THU

Trong năm 2025, PVS đặt kế hoạch doanh thu giảm 5,4% YoY và lợi nhuận sau thuế giảm 37,8% YoY. Chúng tôi đánh giá đây là kế hoạch kinh doanh thận trọng khi: (1) PVS luôn đặt kế hoạch thấp và vượt kế hoạch trong quá khứ ([Phụ lục 2: Mức độ hoàn thành kế hoạch kinh doanh của PVS](#)), (2) Trong Q1/2025, PVS đã hoàn thành 26,7% kế hoạch doanh thu và 38,4% kế hoạch lợi nhuận dù đây là quý thấp điểm.

Tuy kế hoạch thận trọng so với thực hiện, kế hoạch kinh doanh năm 2025 tăng trưởng so với kế hoạch kinh doanh năm 2024 do ban lãnh đạo của PVS cho rằng tình hình kinh doanh sẽ khả quan hơn, chủ yếu đến từ mảng xây lắp khởi sắc trở lại nhờ tham gia vào các hợp đồng tổng thầu EPCI các dự án dầu khí trong năm 2025.

Bảng 1: Kế hoạch kinh doanh của PVS trong năm 2025

Chỉ tiêu	KH 2025 (Tỷ VND)	%So với TH 2024	%So với KH2024
Doanh thu	22.500	-5,4%	+45,2%
Lợi nhuận trước thuế	1.000	-35,6%	+16,6%
Lợi nhuận sau thuế	780	-37,8%	+18,2%

Nguồn: PVS

PVS ghi nhận doanh thu thuần tăng trưởng nhưng lợi nhuận đi ngang trong Q1/2025 khi: Tăng trưởng doanh thu đến từ việc tham gia vào hợp đồng xây lắp điện gió ngoài khơi với biên lợi nhuận thấp hơn – trong khi đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh thậm chí giảm mạnh do áp lực từ chi phí bán hàng và quản lý. Mặt khác, lợi nhuận sau thuế đi ngang nhờ đóng góp từ lợi nhuận hoạt động tài chính:

Bảng 2: Kết quả kinh doanh Q1/2025 của PVS:

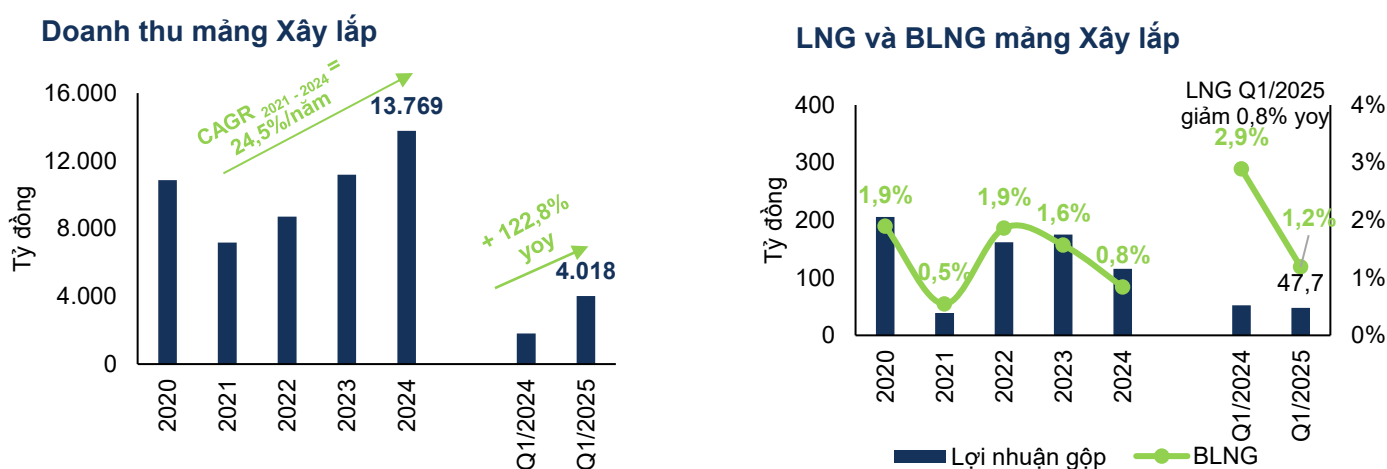
Chỉ tiêu	Q1/2025	%YoY	Ghi chú
Doanh thu	6.014	62,1%	
Mảng xây lắp	4.018	122,9%	
Quản lý vận hành kho nổi	622	13,7%	
Căn cứ cảng	322	-3,8%	
Tàu kỹ thuật dầu khí	478	13,4%	
O&M	402	1,3%	
Khảo sát địa chấn, địa chất	87	-17,2%	
Lợi nhuận gộp	257	-0,5%	
- BLNG	4%	-2,7 đpt	
Mảng xây lắp	48	-8,3%	
- BLNG	1,2%	-1,5 đpt	Lợi nhuận gộp giảm nhẹ 0,5% YoY, tương đương với BLNG đạt 4,3%, giảm 2,7 đpt YoY. Lợi nhuận và biên lợi nhuận giảm do:
Quản lý vận hành kho nổi	31	43,2%	
- BLNG	5,0%	1,3 đpt	
Căn cứ cảng	83	2,5%	
- BLNG	25,6%	0,3 đpt	(1) Lợi nhuận gộp mảng xây lắp sụt giảm 8,3% YoY khi: hầu hết ghi nhận doanh thu xây lắp công trình điện gió với biên lợi nhuận thấp hơn.
Tàu kỹ thuật dầu khí	60	27,4%	
- BLNG	12,6%	-0,9 đpt	(2) Mảng quản lý vận hành kho nổi và căn cứ cảng tăng trưởng nhờ tình hình thượng nguồn ngành dầu khí trong nước hồi phục.
O&M	23	-29,3%	
- BLNG	5,8%	-8,4 đpt	
Khảo sát địa chấn, địa chất	9	-26,0%	
- BLNG	10,6%	14,9 đpt	Lợi nhuận HĐKD giảm 67,2% YoY do chi phí quản lý doanh nghiệp tăng 74,3% YoY khi PVS tăng chi phí quản lý dự án xây lắp điện gió và dự phòng nghiên cứu tham gia các dự án mới.
CPBH & QLDN	396	74,3%	
Lãi/(Iỗ) công ty LD/LK	213	8,2%	
Lợi nhuận HĐKD chính	75	-67,2%	
Doanh thu tài chính	340	125,7%	
Chi phí tài chính	34	138,8%	
Chi phí lãi vay	18	12,3%	
Lợi nhuận khác	3	5,4%	
Lợi nhuận trước thuế	384	4,4%	
Lợi nhuận sau thuế	300	-1,7%	
LNST thuộc về cổ đông	332	10,3%	Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ +10,3% YoY nhờ doanh thu tài chính tăng mạnh 125,7% YoY bao gồm: (1) Ghi nhận lãi đánh giá lại tài sản (lãi tỷ giá chưa thực hiện), (2) Lãi chênh lệch tỷ giá +69,8% YoY và (3) Lãi tiền gửi +11,8% YoY nhờ lượng tiền và đầu tư tài chính +75,8% YoY, đóng góp từ khoản ứng trước theo hợp đồng xây lắp.

1. Mạng Xây lắp: Lợi nhuận gộp giảm do xây lắp công trình điện gió và sự khác biệt trong ghi nhận chi phí

Doanh thu tăng trưởng nhờ khối lượng công việc lớn. Trong giai đoạn 2021 – 2024, doanh thu mảng M&C liên tục tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng CAGR = 24,5%/năm, và tiếp tục tăng trưởng 122,8% YoY, đạt 4.018 tỷ đồng, trong Q1/2025. Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ khối lượng công việc gia tăng khi: (1) PVS tham gia vào mạng xây lắp điện gió từ năm 2022 và (2) Hoạt động thượng nguồn ngành dầu khí Việt Nam bắt đầu hồi phục giúp PVS đấu thầu thành công 01 hợp đồng tổng thầu EPCI dự án Lạc Đà Vàng và 03 hợp đồng tổng thầu EPCI các dự án thành phần thuộc dự án Lô B trong năm 2024.

Lợi nhuận gộp mảng xây lắp giảm do chủ yếu xây lắp công trình điện gió và ghi nhận sớm chi phí dự án. Trong năm 2024, PVS ghi nhận lợi nhuận gộp -34,1% YoY, tương ứng với mức biên lợi nhuận gộp đạt 0,8% (giảm 0,7 đpt svck). Sang Q1/2025, lợi nhuận gộp mảng xây lắp tiếp tục giảm nhẹ 8,3% YoY, tương ứng với mức biên lợi nhuận gộp đạt 1,2% (giảm 1,5 đpt svck).

Biểu đồ 2: Doanh thu mảng Xây lắp tăng trưởng nhưng lợi nhuận gộp không tăng trưởng tương ứng



Nguồn: PVS, FPTS tổng hợp

Sự sụt giảm lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp đến từ:

(1) Doanh thu ghi nhận chủ yếu đến từ xây lắp chân điện gió có biên lợi nhuận thấp hơn so với công trình dầu khí ngoài khơi do yêu cầu kỹ thuật đơn giản. Ngoài ra, các dự án xây lắp công trình dầu khí ngoài khơi như Lạc Đà Vàng, Lô B – Ô Môn chưa có đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh do chưa đến giai đoạn cao điểm.

(2) Từ năm 2024, PVS tiến hành ghi nhận chi phí một lần/khấu hao nhanh đối với các cơ sở vật chất - thiết bị máy móc đầu tư như là cải tạo - nâng cấp bãi cảng xây lắp, đầu tư xưởng sơn chân điện gió, ... vào các dự án xây lắp điện gió đang thực hiện.

2. Lợi nhuận ròng đi ngang nhờ doanh thu tài chính và lợi nhuận khác bù đắp lợi nhuận kinh doanh

Trong năm 2024, LNST của PVS đạt 1.225 tỷ đồng, tăng 18,4% YoY chủ yếu đến từ lợi nhuận khác, khoảng 603 tỷ đồng (+812,9% YoY) khi: PVS ghi nhận (1) 259 tỷ đồng hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình dự án Sao Vàng - Đại Nguyệt và (2) 311 tỷ đồng từ việc giảm nợ phải trả nhà cung cấp thông qua giải thể Công ty con - PTSC CGGV (PVS sở hữu 51%).

Sang Q1/2025, LNST giảm nhẹ 1,7% YoY, đạt 300 tỷ đồng dù lợi nhuận HĐKD chính giảm 67,2% YoY nhờ đóng góp từ doanh thu hoạt động tài chính đạt 340 tỷ đồng, tăng 125,7% YoY, bao gồm: (1) 130 tỷ đồng ghi nhận lãi đánh giá lại tài sản (lãi tỷ giá chưa thực hiện), (2) 125 tỷ đồng lãi chênh lệch tỷ giá (+69,8% YoY) và (3) 85 tỷ đồng lãi tiền gửi (+11,8% YoY) nhờ lượng tiền – tương đương tiền và đầu tư tài chính tăng 75,8% YoY, đóng góp khoản ứng trước theo hợp đồng xây lắp.

III. TRIỂN VỌNG KINH DOANH: TRIỂN VỌNG TÍCH CỰC ĐẾN TỪ TĂNG TRƯỞNG MẢNG XÂY LẮP

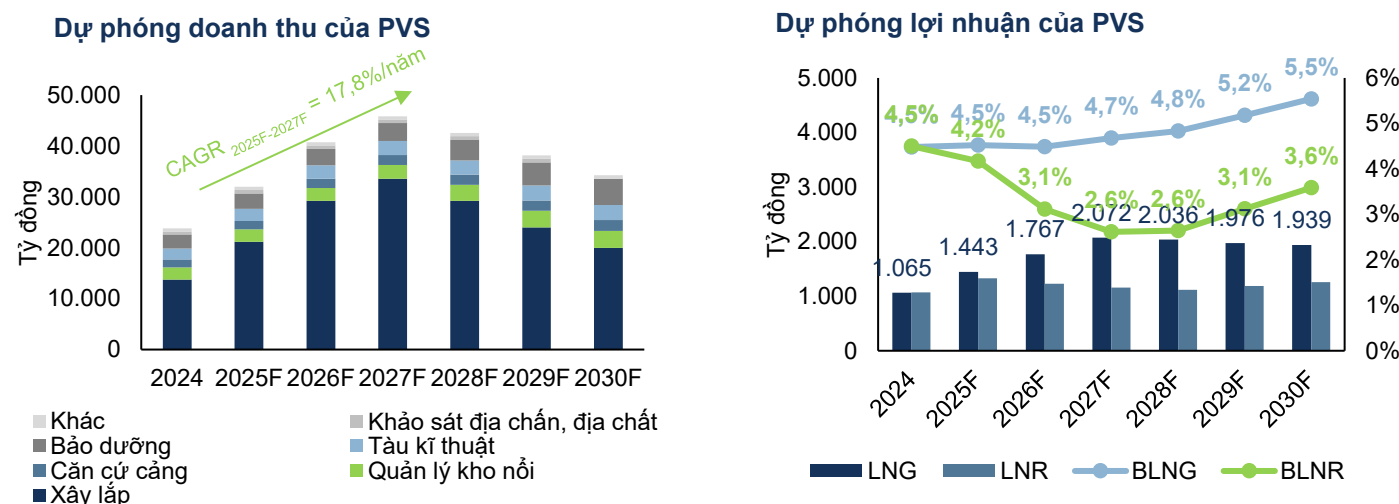
Năm 2025, chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 31.903 tỷ đồng (+34,2% YoY, hoàn thành 142% KH 2025), Lợi nhuận sau thuế thuộc cổ đông công ty mẹ đạt 1.330 tỷ đồng (+24,3% YoY). Kết quả kinh doanh khả quan chủ yếu đến từ hoạt động mảng Xây lắp khi thực hiện các hợp đồng tổng thầu EPCI các công trình dầu khí, cụ thể dự phóng:

Bảng 3: Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2025 của PVS

Kết quả kinh doanh	2025F	%YoY	Ghi chú
Doanh thu	31.903	34,2%	
<i>Xây lắp</i>	21.142	53,5%	Doanh thu tăng trưởng 33,1% YoY:
<i>Quản lý vận hành kho nổi</i>	2.476	4,5%	
<i>Căn cứ cảng</i>	1.628	5,0%	(1) Mảng M&C tăng trưởng 51,8% YoY nhờ khối lượng công việc lớn trong năm.
<i>Tàu kỹ thuật dầu khí</i>	2.431	12,5%	
<i>O&M</i>	3.002	8,5%	
Lợi nhuận gộp	1.443	35,5%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	4,5%	0,0 đpt	Lợi nhuận gộp tăng trưởng 35,0% YoY nhờ doanh thu tăng trưởng và biên lợi nhuận gộp mở rộng 0,1 đpt, trong đó:
<i>Xây lắp</i>	1,9%	1,0 đpt	Biên lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện nhẹ, đạt 1,85% nhờ đóng góp của các dự án xây lắp dầu khí có biên lợi nhuận cao hơn.
<i>Quản lý vận hành kho nổi</i>	6,3%	0,7 đpt	
<i>Căn cứ cảng</i>	20,5%	0,5 đpt	
<i>Tàu kỹ thuật dầu khí</i>	10,5%	0,2 đpt	
<i>O&M</i>	5,7%	0,1 đpt	
CPBH &QLDN	1.331	37,3%	
Lợi nhuận CT LD/LK	873	1,0%	
Lợi nhuận hoạt động kinh doanh	985	2,6%	Lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ tăng trưởng 23,0% YoY:
Doanh thu tài chính	842	48,0%	Doanh thu tài chính tăng 48% YoY nhờ doanh thu tài chính tăng mạnh trong Q1/2025.
Chi phí tài chính	246	13,0%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	92	44,1%	Lợi nhuận khác giảm 31,2% YoY do: không còn ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến đến từ giảm vay nợ như năm 2024; Tiếp tục ghi nhận hoàn nhập dự phòng ~ 260 tỷ đồng bảo hành từ dự án SVĐN.
Lợi nhuận khác	383	-36,5%	
Lợi nhuận sau thuế	1.317	5,0%	
Lợi nhuận thuộc về cổ đông công ty mẹ	1.245	16,4%	

Kết quả kinh doanh tăng trưởng đạt đỉnh năm 2027F với doanh thu và lợi nhuận gộp tăng trưởng tích cực lần lượt 17,8%/năm và 19,8%/ năm. Trong năm 2027, doanh thu đạt 44.281 tỷ đồng (+12,0% YoY) và lợi nhuận gộp đạt 2.072 tỷ đồng (+17,2% YoY, tương ứng với BLNG đạt 4,7%). Sau năm 2027, lợi nhuận gộp dự kiến giảm nhẹ 2,2%/năm, đạt 1.939 tỷ đồng trong năm 2030 do lợi nhuận gộp giảm theo dự phóng mảng xây lắp; lợi nhuận ròng tăng trưởng 2,9%/năm, đạt 1.256 tỷ đồng đến từ đóng góp từ lợi nhuận công ty liên doanh liên kết khi hai FSO Lạc Đà Vàng và FSO Lô B đi vào hoạt động ổn định sau năm 2027.

Biểu đồ 3: Lợi nhuận sau thuế của PVS tăng trưởng chậm lại sau 2027



Nguồn: PVS, FPTS tổng hợp

Để thực hiện được khối lượng công việc trên, chúng tôi dự phóng CAPEX của PVS sẽ đạt 7.729 tỷ đồng trong giai đoạn 2025F – 2030F (gấp 2,5 lần CAPEX trong giai đoạn 2020 – 2024) do: nhu cầu nâng cấp kho bãi – cầu cảng phục vụ cho công trình xây lắp đối với mảng xây lắp và góp vốn đầu tư FSO. Dự phóng của chúng tôi chỉ bằng 28,5% kế hoạch đầu tư của PVS trong giai đoạn 2025F – 2030F do (1) Giả định một phần vốn đầu tư công bố được PVS ghi nhận là chi phí một lần vào dự án xây lắp, tương tự như giai đoạn 2023 – 2024; (2) Dự phóng chưa bao gồm các dự án mới, đặc biệt là đầu tư vào dự án xuất khẩu điện gió sang Singapore.

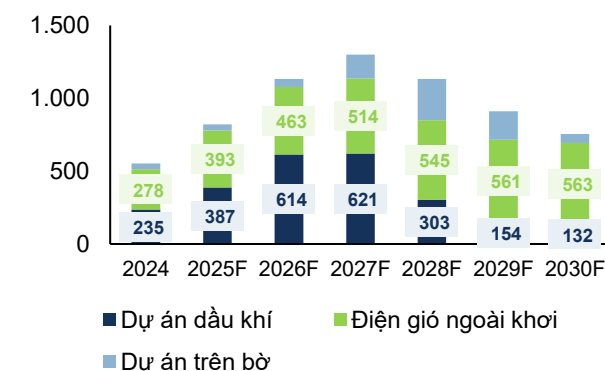
1. Mảng Xây lắp (66% doanh thu dự phóng): Triển vọng tích cực từ xây lắp dầu khí và điện gió [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi cho rằng triển vọng mảng M&C của PVS sẽ khả quan trong giai đoạn 2025F – 2030F nhờ khối lượng công việc lớn đến từ: (1) Các dự dầu khí trong nước được thúc đẩy thực hiện, (2) Mảng điện xây lắp điện gió có nhiều dự địa tăng trưởng khi đã chứng minh được năng lực.

Chúng tôi dự phóng tổng doanh thu mảng M&C của PVS sẽ đạt 5,8 tỷ USD trong giai đoạn 2025F – 2030F với cao điểm ghi nhận doanh thu trong giai đoạn 2026F – 2027F, trong đó bao gồm:

- (1) Tổng giá trị các dự án dầu khí ngoài khơi đạt 2,1 tỷ USD với cao điểm ghi nhận trong giai đoạn 2026F – 2027F nhờ thực hiện dự án Lô B (1,3 tỷ USD);
- (2) Tổng giá trị các dự án điện gió ngoài khơi đạt khoảng 3 tỷ USD với giá trị ghi nhận tăng dần 7,5%/năm trong giai đoạn 2025F – 2030F;
- (3) Tổng giá trị xây lắp các công trình dự án trên bờ khoảng 0,7 tỷ USD chủ yếu đến từ việc xây lắp các công trình kho cảng LNG.

Cao điểm các hợp đồng xây lắp đến trong giai đoạn 2026F - 2027F



Nguồn: FPTS dự phóng

[\(Phụ lục 3: Chi tiết backlog các dự án xây lắp của PVS\)](#)

Về biên lợi nhuận gộp mảng M&C, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp sẽ có cải thiện nhẹ về mức 1,8%/2,3%/2,7% trong giai đoạn 2025F – 2027F (so với 0,8% trong năm 2024) nhờ:

- (1) Ghi nhận các dự án xây lắp công trình dầu khí cao điểm có biên lợi nhuận tốt hơn,
- (2) Lợi nhuận các dự án điện gió dần cải thiện nhờ vị thế đàm phán tốt hơn khi đã chứng minh được năng lực trong lĩnh vực này, đồng thời giảm phần khấu hao nhanh và chi phí đầu tư một lần đã ghi nhận sớm.
- (3) Biên lợi nhuận kỳ vọng vẫn thấp hơn so với cao điểm trong chu kỳ trước (BLNG đạt 6,0%) do chi phí CAPEX cao và PVS tiếp tục sẽ ghi nhận một số khoản đầu tư là chi phí trong kỳ thay vì khấu hao.

Trong giai đoạn 2028F – 2030F chúng tôi dự phóng BLNG sẽ giảm dần về mức 2,6% chủ yếu do tỷ trọng xây lắp điện gió gia tăng.

► **Xây lắp dầu khí (23,1% doanh thu dự phóng): Tiến độ các dự án dầu khí được thúc đẩy**

Trong H2/2024 đến hiện tại, dưới sự quan tâm của Chính Phủ và nỗ lực tháo gỡ vướng mắc của PVN và các đơn vị thành viên, tiến độ các dự án trong nước được đẩy nhanh tiến độ để bù đắp sản lượng khai thác dầu khí trong nước sụt giảm, cụ thể:

Các dự án dầu khí đã được triển khai bao gồm:

- (1) Dự án Lô B: 03 trên 04 gói thầu EPCI thành phần đã được triển khai và có dự tham gia của PVS, dự kiến hoàn thành vào Q4/2027 ([Phụ lục 4: Tổng quan các gói thầu xây lắp của dự án Lô B](#));
- (2) Dự án Lạc Đà Vàng: PVS tham gia hợp đồng tổng thầu EPCIC GD 1A bao gồm xây lắp giàn xử lý trung tâm (CPP) LDV- A với giá trị hợp đồng khoảng 295 triệu USD, dự kiến hoàn thành vào Q3/2026.
- (3) Sự Trắng Pha 2B: Sau khi dự án này được khơi thông pháp lý khi hợp đồng PSC lô 15-1 được gia hạn vào T6/2025, PVS đã được nhà điều hành dự án là Cửa Long JOC trao thầu gói tổng thầu EPCI 1 giàn CPP cho dự án với tổng giá trị khoảng 400 triệu USD, dự án dự kiến được triển khai trong 2026 – Q1/2028.

Hình 1: Tiến độ cập nhật của các dự án dầu khí trọng điểm tại Việt Nam

	Dự án	Tổng mức đầu tư (Triệu USD)	Sản lượng	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Đang triển khai	Lô B	6.600	107 tỷ m3 khí		EPCI + FSO			EPCI GD khai thác		
	Lạc Đà Vàng	693	100 triệu thùng dầu		EPCI + FSO					
	Sự Trắng Pha GD 2B	1.100	17 tỷ m3 khí			EPCIC				
Tiềm năng	Nam Du - U Minh	750	5,6 tỷ m3 khí			EPCI + FSO				
Theo dõi	Khánh Mỹ - Đầm Dơi	900	4,0 tỷ m3 khí			EPCI				
	Thiên Nga - Hải Âu	349	7,4 tỷ m3 khí				EPCI			
	Cá Voi Xanh	4.600	150 tỷ m3 khí							EPCI

Nguồn: FPTTS tổng hợp

Các dự án tiềm năng trong tương lai đang có dấu hiệu khả quan. Chúng tôi đưa Dự án Nam Du – U Minh vào dự phóng mảng M&C của PVS do đang có tiến độ khả quan trong giai đoạn vừa qua: Chủ đầu tư Jadestone đã nộp Kế hoạch phát triển mỏ (FDP) lên PVN và chính phủ Việt Nam xem xét. Sau khi FDP được phê duyệt, dự án sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) và kỳ vọng mở thầu EPCI 1 giàn CPP và 1 kho nổi trong cuối năm 2025.

Ngoài ra chúng tôi đang theo dõi một số dự án như:

- (1) Dự án Khánh Mỹ Đầm Dơi: PVEP đã ký kết hợp đồng thiết kế tổng thể (FEED) vào T3/2025 với tiến độ kỳ vọng khoảng 17 tuần, dự án kỳ vọng đón dòng khí thương mại vào Q4/2027;
- (2) Dự án Thiên Nga – Hải Âu: Do PVEP, Zarubezhneft EP Vietnam và PVGAS hợp tác triển khai nhằm tận dụng nguồn cơ sở vật chất sẵn có tại hệ thống khí Nam Côn Sơn 1 hiện hữu của GAS; và

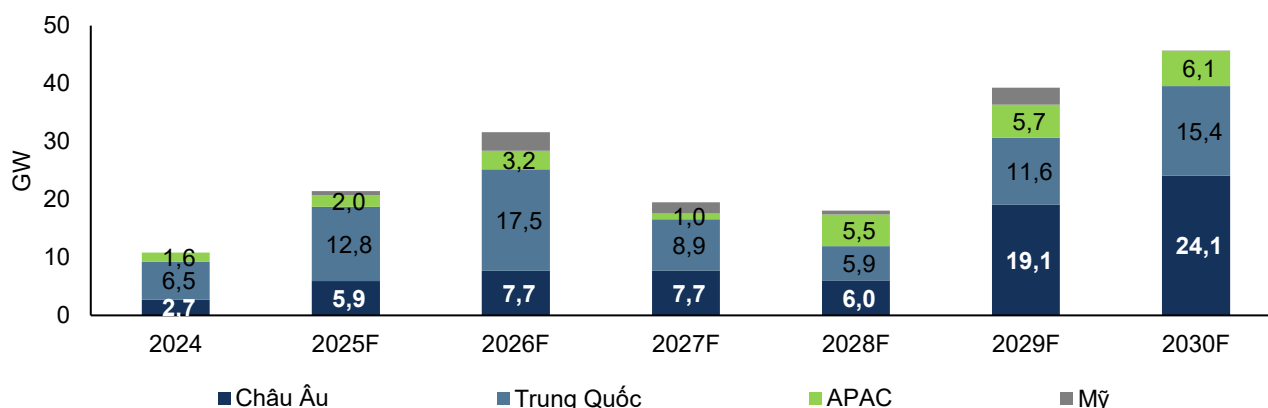
(3) Dự án Cá Voi Xanh: Chính Phủ đang tích cực làm việc với chủ đầu tư Exxon Mobil để thống nhất phương án giải quyết dứt điểm việc phát triển dự án.

► **Xây lắp điện gió (34,5% doanh thu dự phóng): Nhiều dự địa tăng trưởng trong dài hạn**

Mảng xây lắp điện gió ngoài khơi có nhiều dự địa tăng trưởng trong dài hạn khi là xu hướng chuyển dịch năng lượng nhờ khả năng giảm phát thải khí nhà kính trong khi vẫn cung cấp nguồn năng lượng ổn định. Westwood Energy dự báo (T4/2025) công suất lắp đặt mới điện gió ngoài khơi sẽ đạt trung bình 30,8 GW/năm trong giai đoạn 2026F – 2030F, +183% so với giai đoạn 2021 – 2025. Trong đó, lượng công suất lắp đặt ngoài Trung Quốc (đối tượng khách hàng tiềm năng của PVS) đạt trung bình 17,3 triệu GW/năm, chiếm 57,5% tổng dự phóng.

Biểu đồ 4: Công suất điện gió lắp mới giảm trong 2027F – 2028F nhưng tăng mạnh trong dài hạn

Công suất lắp mới các dự án điện gió ngoài khơi giai đoạn 2024 - 2030F



Nguồn: Westwood Energy, FPTs tổng hợp

... **nhưng xu hướng chuyển dịch có khả năng chậm lại**, Westwood dự báo công suất lắp đặt điện gió ngoài khơi có thể diễn biến chậm lại trong năm 2027F – 2028F do quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của một số dự án có thể bị dời lại 02 – 03 năm khi: (1) Tình hình địa chính trị có nhiều bất ổn, (2) Sự phản đối của Chính phủ Trump đối với điện gió ngoài khơi làm giảm động lực nghiên cứu phát triển điện gió. Ban lãnh đạo PVS cũng chia sẻ rằng đang gặp khó khăn nhất định trong việc tìm kiếm hợp đồng trong dài hạn, cụ thể có 2 hợp đồng đang được PVS đàm phán nhưng đã bị dừng lại khi dự án bị giãn tiến độ, là EPC chân đế điện gió ngoài khơi với khách hàng Đan Mạch (ước tính khoảng 500 triệu USD) và khách hàng Mỹ (ước tính 300 triệu USD).

PVS đã chứng minh được khả năng xây lắp điện gió ngoài khơi với thị trường APAC và đang dần mở rộng sang thị trường Châu Âu thông qua: (1) Trạm biến áp ngoài khơi thông qua dự án Hai Long 2 - 3 đã hoàn thành trong năm 2024, (2) Hoàn thành xây lắp 33 chân đế điện gió ngoài khơi cho dự án Greater Changhua 2b & 4 của khách hàng Orsterd tại thị trường Đài Loan và bàn giao trong H1/2025 và (3) Tiếp tục ký kết được những hợp đồng xây lắp trạm biến áp ngoài khơi với các đối tác ngoài khu vực APAC như Ba Lan, Đan Mạch.

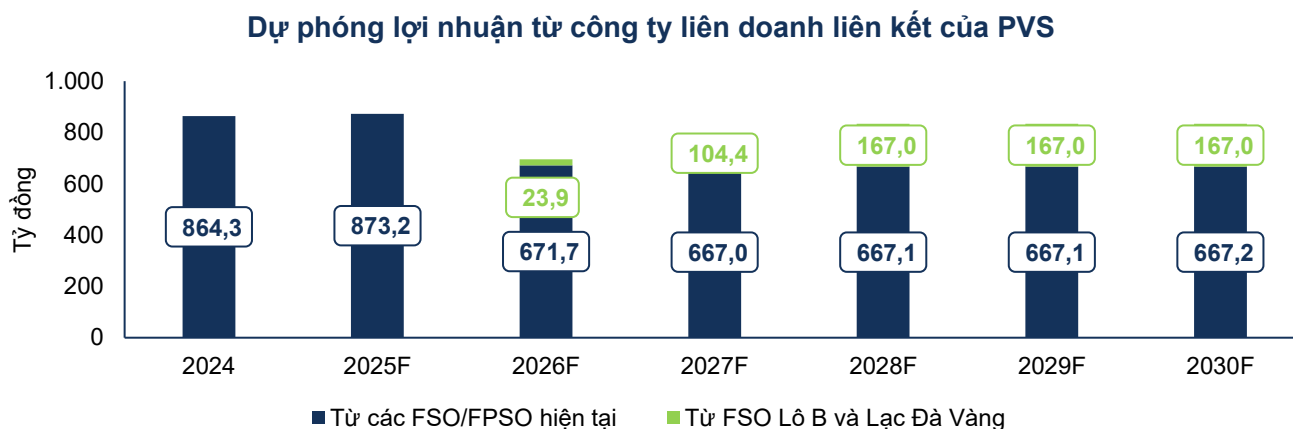
Đối với khối lượng công việc xây lắp điện gió ngoài khơi của PVS, chúng tôi dự phóng tổng giá trị xây lắp mảng điện gió ngoài khơi của PVS đạt khoảng 03 tỷ USD trong giai đoạn 2025F – 2030F trong đó bao gồm:

- Backlog 1,7 tỷ USD đến từ các dự án xây lắp điện gió đã triển khai/ký kết trong giai đoạn 2025 – 2027 bao gồm: 6 - 7 trạm biến áp cho các dự án Baltica 2 (Ba Lan), Fengmiao (Đan Mạch), và Formosa (Đài Loan); và dự án xây lắp 35 chân đế điện gió với khách hàng Formosa (Đài Loan).
- Về lượng backlog trong dài hạn, chúng tôi dự phóng thận trọng backlog mảng xây lắp điện gió ngoài khơi của PVS sẽ đạt mức tăng trưởng CAGR = 3,1% trong giai đoạn 2027F – 2030F, đạt 563 triệu USD/năm, tương đương 18,5% thị phần xây lắp mảng M&C khu vực APAC (Trừ Trung Quốc) trong năm 2030.

2. Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết ổn định nhờ đóng góp từ hai FSO mới [\(Quay lại\)](#)

Trong giai đoạn 2025F – 2030F, chúng tôi cho rằng mảng kho nổi (FSO/FPSO) vẫn là nguồn đóng góp quan trọng đến lợi nhuận của PVS thông qua lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết, với mức lợi nhuận trung bình đạt 807 tỷ đồng/năm – tương đương 41,8% lợi nhuận sau thuế trung bình của PVS trong giai đoạn 2025F – 2030F.

Biểu đồ 5: Lợi nhuận CT LD/LK dự phóng ổn định nhờ đóng góp từ 2 FSO mới



Nguồn: FPTTS Research

Lợi nhuận kỳ vọng giữ ổn định nhờ đóng góp từ:

(1) 02 FSO cung cấp cho dự án mới bao gồm FSO Lạc Đà Vàng đi vào hoạt động Q4/ 2026 và FSO Lô B đi vào hoạt động trong Q4/2027.

- PVS vẫn sẽ đầu tư 02 FSO thông qua liên doanh với CAPEX đầu tư khoảng 200 triệu USD/FSO với tỷ lệ vay nợ khoảng 70 – 75%.
- Thời hạn khai thác 23 năm, trong đó 14 năm cố định với doanh thu 400 triệu USD và tùy chọn gia hạn trong 9 năm;
- Tỷ suất hoàn vốn nội bộ IRR = 10%.

(2) Lợi nhuận từ các Liên doanh hiện hữu giảm 21,5% YoY trong năm 2026F do chúng tôi thận trọng trong dự phóng khi hầu hết các FSO/FPSO đã hết hợp đồng dài hạn và chủ yếu được gia hạn hợp đồng từng năm do đó tồn tại rủi ro gia hạn với mức giá thấp hơn. [\(Phụ lục 1.5: Tổng hợp các FSO/FPSO của PVS\)](#)

3. PVS định hướng tham gia vào cung ứng dịch vụ/dự án mới trong giai đoạn 2026F – 2030F [\(Quay lại\)](#)

Trong đại hội cổ đông năm 2025, PVS đã trình bày trọng tâm phát triển cho đến năm 2030 trong đó bao gồm 3 mảng kinh doanh mới mà chúng tôi chưa đưa vào dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2025F – 2030F của PVS do chưa đánh giá được khả năng tham gia của PVS với thông tin hạn chế, cụ thể các dự án:

Cung cấp kho nổi FRSU cho hoạt động nhập khẩu LNG: Nhập khẩu LNG là xu hướng tiếp theo cho nguồn năng lượng trong nước, cộng thêm động lực từ nhập khẩu LNG Mỹ nhằm giảm thâm hụt thương mại. FRSU là phương án khả dĩ nhằm đáp ứng nhanh chóng khả năng nhập khẩu LNG thay cho phương án xây dựng kho cảng LNG Terminal (tương tự Kho cảng LNG Thị Vải) thường mất 01 – 02 năm đầu tư. PVS và tập đoàn Excelerate Energy (Mỹ) đã ký kết thỏa thuận hợp tác phát triển FRSU vào tháng 12/2024. PVS cho biết chi phí đầu tư FRSU (khoảng 100 triệu USD/FRSU) chỉ bằng ½ so với FSO tuy nhiên về hiệu quả và tiến độ đầu tư vẫn phụ thuộc rất nhiều vào quá trình đàm phán giá khí và giá điện.

Xây lắp nhà máy điện hạt nhân thông qua hai nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 và 2 tái khởi động. PVS chia sẻ kế hoạch phân đầu chiếm 50% công việc nội địa - các phần ngoài lõi mà các nhà thầu xây dựng trong nước có thể tham gia (chiếm trung bình 60% giá trị xây lắp các nhà máy điện hạt nhân – theo PVS).

Đầu tư dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi sang Singapore: Đây là dự án được quan tâm bởi Chính phủ các nước tham gia khi được khởi động từ năm 2023 theo thỏa thuận phát triển chung (JDA) được ký kết giữa PTSC và SCU (Thuộc tập đoàn Sembcorp - Singapore) trong khuôn khổ chuyến thăm của Thủ tướng Việt Nam tới Singapore.

Trong T5/2025, dự án ký thỏa thuận JDA2 khi có thêm thành viên tham gia đến từ liên doanh năng lượng MYEC (giữa TNB và PETRONAS – Malaysia) trong khuôn khổ Hội nghị Cấp cao ASEAN lần thứ 46.

PVS chia sẻ đây sẽ là dự án thay đổi bộ mặt của PVS từ đơn vị cung ứng dịch vụ xây lắp năng lượng tái tạo thành nhà phát triển dự án năng lượng tái tạo. PVS ước tính tổng mức đầu tư khoảng 10 tỷ USD cho:

- (1) 2,3 GW điện gió ngoài khơi (công suất này không nằm trong quy hoạch điện VIII do là dự án xuất khẩu) và
- (2) Tuyến ống cáp ngầm cao thế dưới biển có độ dài khoảng 1.000 km.

Hiện tại dự án vẫn đang trong giai đoạn nghiên cứu lập dự án đầu và liên doanh PVS – SCU đã trao thầu gói thầu đo gió, thủy văn và khảo sát nghiên cứu địa chất từ T8/2024 trong đó riêng gói thầu đo gió được hoàn thành trong khoảng thời gian ít nhất là 1 năm.

IV. ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PVS bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFE và FCFF. Với triển vọng kết quả kinh doanh khả quan trong giai đoạn 2025F – 2027F nhờ vào khối lượng công việc lớn đến từ các dự án dầu khí trong nước, chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVS với giá mục tiêu là **39.700 đồng/cp**, **cao hơn 18,9%** so với mức giá đóng cửa ngày 17/07/2025.

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ

STT	Phương pháp	Kết quả	Trọng số
1	Chiết khấu dòng tiền tự do doanh nghiệp (FCFF)	39.539	50%
2	Chiết khấu dòng tiền tự do vốn chủ sở hữu (FCFE)	39.845	50%
Bình quân các phương pháp định giá		39.692	

GIẢ ĐỊNH TRONG MÔ HÌNH

Giả định mô hình	Giá trị	Giả định mô hình	Giá trị
WACC	13,7%	Phần bù rủi ro	9,9%
Chi phí sử dụng nợ	4,2%	Hệ số beta	1,4
Chi phí sử dụng VCSH	16,3%	Tăng trưởng dài hạn	2,0%
Lãi suất phi rủi ro	2,5%	Thời gian dự phóng	6 năm

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CHIẾT KHẤU DÒNG TIỀN

Tổng hợp định giá FCFF

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền doanh nghiệp và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	5.211
(+) Tiền và đầu tư tài chính (Tỷ VNĐ)	16.518
(-) Vay nợ (Tỷ VNĐ)	1.659
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (Tỷ VNĐ)	1.171
Giá trị vốn chủ sở hữu (Tỷ VNĐ)	18.898
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	478
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	39.539

Tổng hợp định giá FCFE

Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền chủ sở hữu và giá trị cuối cùng (Tỷ VNĐ)	3.697
(+) Tiền và đầu tư tài chính (Tỷ VNĐ)	16.518
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số (Tỷ VNĐ)	1.171
Giá trị hiện tại của VCSH (Tỷ VNĐ)	19.044
Số cổ phiếu lưu hành (Triệu cp)	478
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	39.845

TÓM TẮT BÁO CÁO TÀI CHÍNH:

HĐKD	2024	2025F	2026F	2027F
Doanh thu thuần	23.770	31.903	39.387	44.281
- Giá vốn hàng bán	22.705	30.460	37.620	42.208
Lợi nhuận gộp	1.065	1.443	1.767	2.072
- Chi phí bán hàng	95	112	130	151
- Chi phí quản lí DN	1.235	1.547	1.891	2.125
+ Lợi nhuận khác	603	383	433	354
+ Lợi nhuận CTLD/CTLK	864	873	696	771
Lợi nhuận HĐKD	1.202	1.040	876	922
- (Lỗ)/lãi HĐTC	415	688	803	872
LN trước thuế, lãi vay	1.617	1.729	1.678	1.794
- Chi phí lãi vay	64	92	167	273
Lợi nhuận trước thuế	1.553	1.636	1.511	1.522
- Thuế TNDN	299	319	295	297
Lợi nhuận sau thuế	1.255	1.317	1.217	1.225
Lợi nhuận sau thuế Cty mẹ	1.070	1.245	1.150	1.157
EPS (đ)	2.238	2.604	2.406	2.422

Khả năng sinh lợi	2024	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4,5%	4,5%	4,5%	4,7%
Tỷ suất LNST	5,3%	4,1%	3,1%	2,8%
ROE DuPont	7,0%	7,8%	7,1%	6,3%
ROA DuPont	3,7%	3,5%	2,7%	2,4%
Tỷ suất EBIT/doanh thu	6,8%	5,4%	4,3%	4,1%
LNST/LNTT	80,8%	80,5%	80,5%	80,5%
LNTT / EBIT	96,0%	94,7%	90,1%	84,8%
Vòng quay tổng tài sản	2,3x	3,1x	3,5x	3,5x
Đòn bẩy tài chính	0,6x	0,6x	0,7x	0,7x

Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2024	2025F	2026F	2027F
Thanh toán hiện hành	1,2	1,2	1,1	1,1
Thanh toán nhanh	1,1	1,1	1,0	1,0
Thanh toán tiền mặt	0,8	0,8	0,7	0,6
Nợ / Tài sản	0,6	0,6	0,7	0,7
Nợ / VCSH	1,3	1,6	1,9	1,9
Nợ ngắn hạn / VCSH	1,3	1,6	1,9	1,9
Nợ dài hạn / VCSH	0,4	0,4	0,5	0,5
Khả năng TT lãi vay	25	19	10	7

Hiệu quả vận hành	2024	2025F	2026F	2027F
Số ngày phải thu	96	84	87	91
Số ngày tồn kho	28	25	25	27
Số ngày phải trả	193	168	175	183
Thời gian luân chuyển tiền	(69)	(60)	(62)	(65)
COGS/hàng tồn kho	12	14	14	13

CĐKT	2024	2025F	2026F	2027F
Tổng tài sản ngắn hạn	23.882	30.632	37.000	37.572
+ Tiền và đầu tư ngắn hạn	15.308	19.124	22.792	21.598
+ Các khoản phải thu	6.244	8.380	10.346	11.632
+ Hàng tồn kho	1.830	2.457	3.033	3.410
+ Tài sản ngắn hạn khác	500	672	829	932
Tổng tài sản dài hạn	10.195	10.553	12.026	13.406
+ Nguyên giá TSCĐHH	13.956	14.973	17.211	19.448
+ Khấu hao lũy kế	(10.430)	(11.117)	(11.903)	(12.769)
+ Giá trị còn lại TSCĐHH	3.526	3.856	5.307	6.679
+ Nguyên giá TSCĐVH	198	208	218	228
+ Khấu hao lũy kế	(136)	(147)	(161)	(178)
+ Giá trị còn lại TSCĐVH	62	61	57	51
+ Đầu tư tài chính dài hạn	4.730	4.730	4.730	4.730
+ Tài sản dài hạn khác	1.190	1.190	1.190	1.190
Tổng tài sản	34.077	41.185	49.026	50.978
Nợ ngắn hạn	19.337	25.442	32.396	33.427
+ Phải trả người bán	12.009	16.111	19.898	22.325
+ Vay và nợ ngắn hạn	869	1.347	3.015	1.158
+ Nợ ngắn hạn khác				
Nợ dài hạn	5.399	6.923	8.423	8.883
+ Vay và nợ dài hạn	790	1.390	2.035	1.949
+ Nợ dài hạn khác	4.609	5.534	6.387	6.934
Tổng nợ	19.337	25.442	32.396	33.427
Vốn chủ sở hữu	14.740	15.743	16.631	17.551
+ Thặng dư	40	40	40	40
+ Vốn điều lệ	4.780	4.780	4.780	4.780
+ LN chưa phân phối	4.082	5.013	5.833	6.687
+ Khác	5.838	5.911	5.978	6.045
Cổ đông thiểu số	1.171	1.243	1.310	1.378
Tổng cộng nguồn vốn	34.077	41.185	49.026	50.978

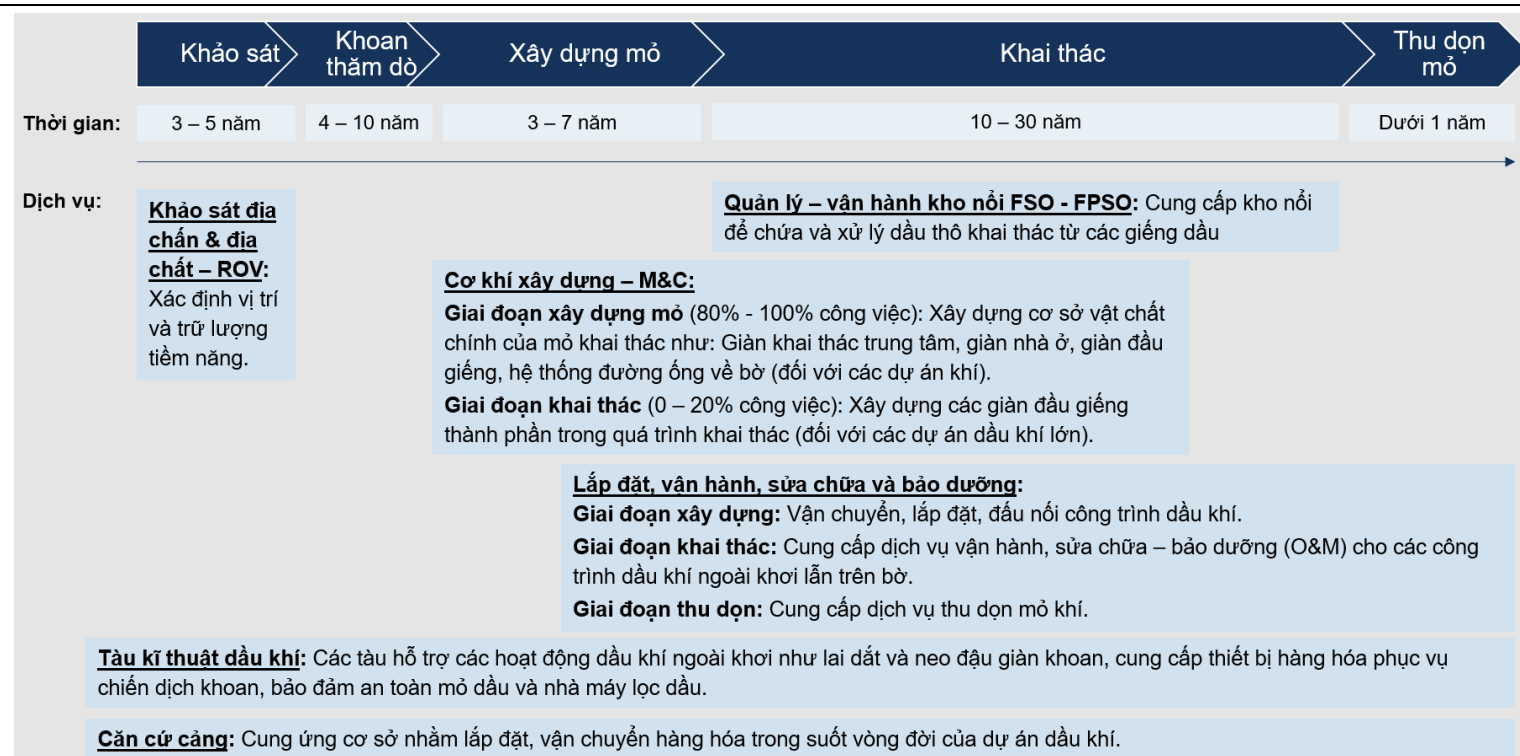
Lưu chuyển tiền tệ	2024	2025F	2026F	2027F
Lợi nhuận sau thuế CTY mẹ	1.070	1.245	1.150	1.157
LCTT hoạt động kinh doanh	4.343	4.074	3.927	3.296
LCTT hoạt động đầu tư	1.062	(1.022)	(2.243)	(2.243)
LCTT hoạt động tài chính	198	764	1.984	(2.247)
LCTT trong kỳ	5.603	3.816	3.669	(1.194)

V. PHỤ LỤC

Phụ lục 1: Tổng quan các dịch vụ kinh doanh của PVS: [\(Quay lại\)](#)

Các lĩnh vực kinh doanh của PVS có liên hệ chặt chẽ với nhau và cung cấp giải pháp toàn diện cho khách hàng trong suốt vòng đời của một dự án dầu khí, cụ thể:

Hình 1: Các dịch vụ của PVS trong vòng đời dự án dầu khí:



Nguồn: FPTS tổng hợp

Trong số 6 dịch vụ cung cấp, mảng M&C, FSO/FPSO, Cần cẩu cảng và tàu kĩ thuật dầu khí là các mảng kinh doanh có đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của PVS trong đó mảng chính là mảng M&C đóng góp lần lượt 55,4% doanh thu và 33,3% lợi nhuận gộp trong giai đoạn 2017 – 2024, cụ thể các mảng kinh doanh:

1. Khảo sát địa chấn:

PVS cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn – địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng thiết bị ROV (Remote Operated Vehicle). Khảo sát địa chấn – địa chất là bước đầu tiên trong quy trình khai thác dầu khí nhằm xác định các số liệu về vị trí và trữ lượng dầu khí có thể khai thác.

PVS tiến hành thu hẹp mảng khảo sát địa chấn – địa chất từ năm 2017 do nhu cầu thăm dò dầu khí trong nước thấp khi: (1) Giá dầu giảm mạnh và giữ mức dưới 70 USD/thùng trong thời gian dài (giai đoạn 2015 – 2020) khiến các dự án thăm dò trong nước tạm hoãn/giãn tiến độ hoặc hủy bỏ từ đó ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của PVS và (2) Xu hướng đầu tư vào năng lượng tái tạo.

2. Tàu kĩ thuật dầu khí:

Hiện tại PVS đang sở hữu đội tàu bao gồm 21 tàu kĩ thuật dầu khí có thể cung cấp các loại dịch vụ khác nhau vận chuyển thiết bị, vật tư, nhân lực từ đất liền ra ngoài khơi, đến lai dắt, kéo, giữ nổi các tàu gần bờ, giàn khoan xa bờ ..., cụ thể danh sách tàu thuộc sở hữu của PVS:

STT	Đội tàu dịch vụ	Công suất (BBH)	Số Tuổi	Loại tàu	Ghi chú
1	Tàu PTSC Sao Vàng	6.500	9	AHTS	Tàu dịch vụ đa năng giúp kéo phươ ng tiện, vật tư, nhân lực; làm neo cho giàn khoan, FSO/FPSO.
2	Tàu Phong Nha	5.300	23	AHTS DP1	
3	Tàu Bình An	8.900	22	AHTS	

4	Tàu PTSC Vũng Tàu	7.080	18	AHTS DP1	DP1, DP2: Định vị động giúp giữ trang thiết bị nổi khi thời tiết xấu.
5	Tàu PTSC Hải Phòng	5.220	15	AHTS DP1	
6	Tàu PTSC Thái Bình	8.080	15	AHTS DP2	
7	Tàu PTSC Thăng Long	7.200	15	AHTS DP2	
8	Tàu PTSC Tiên Phong	7.080	15	AHTS	
9	Tàu PTSC Sài Gòn	5.150	9	AHTS DP2	
10	Tàu PTSC Hải An	5.150	9	AHTS DP1	Tàu lai kéo phục vụ cho NMLD Dung Quất.
11	Tàu PTSC NN TLHN 02	3.500	14	Utility Towing	
12	Tàu PTSC NN TLHN 03	4.750	14	Utility Towing	
13	Tàu PTSC 04	2.140	13	Utility Towing	Tàu kéo phục vụ cho NMLD Dung Quất.
14	Tàu PTSC 05	3.200	13	Tug	
15	Tàu PTSC 06	3.200	5	Tug	
16	Tàu PTSC 07	1.600	6	Tug	Tàu kéo phục vụ cho NMLD Nghi Sơn.
17	Tàu PTSC 08	800	5	Tug	
18	Tàu PTSC 09	5.000	5	Tug	
19	Tàu PTSC 10	2.700	5	Tug	Chuyên chở người làm việc tại Phao rót dầu (SPM) tại NMLD Nghi Sơn.
20	Tàu PTSC 11	1.600	5	Tug	
21	Tàu PTSC 12	1.430	5	Service Boat	

Ngoài ra, tùy vào điều kiện thị trường, PVS sẽ thuê thêm bareboat tàu nhằm đáp ứng nhu cầu cho khách hàng.

3. Căn cứ cảng:

Hiện nay, PVS đang quản lý, vận hành 08 căn cứ cảng dịch vụ dầu khí trên cả ba miền Việt Nam với tổng diện tích trên 360ha và trên 2.700m cầu cảng, cụ thể các cảng thuộc sở hữu của PVS:

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

8 Cảng Sao Mai -
Bến Đình

TP Vũng Tàu, Tỉnh
BR-VT

113 Đang phát triển

51%

Tại các cảng, PVS cung cấp: (1) Dịch vụ hậu cần cho các công ty và nhà thầu đang hoạt động thăm dò khai thác dầu khí tại Việt Nam, (2) Kho bãi chế tạo các công trình cho các dự án dầu khí, công nghiệp. Bên cạnh đó kho cảng của PVS cũng có khả năng phục vụ kho cảng, xếp dỡ hàng hóa ngoài ngành dầu khí do đó kết quả kinh doanh mảng căn cứ cảng không bị ảnh hưởng nặng khi tình hình ngành dầu khí trong nước ảm đạm.

4. Dịch vụ cơ khí chế tạo và xây lắp – M&C:

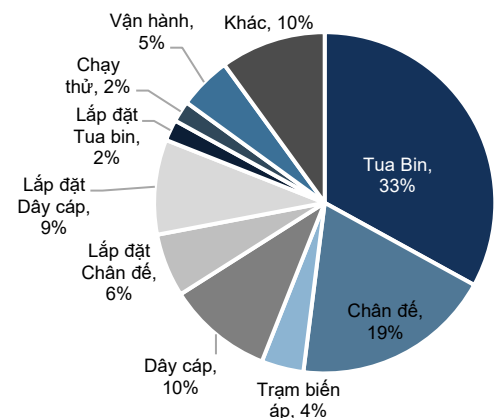
Mảng M&C là mảng đóng góp lớn nhất vào doanh thu, lợi nhuận của PVS. Trước đây, dịch vụ M&C của PVS bao gồm 2 dịch vụ: (1) Cơ khí dầu khí với hoạt động thực hiện các gói thầu EPCI xây lắp các công trình dầu khí ngoài khơi có thể kể đến như các giàn xử lý trung tâm, giàn nhà ở, giàn đầu giếng và (2) Xây lắp Công trình Công Nghiệp trên bờ như các nhà máy điện, nhà máy lọc hóa dầu; kho LPG, LNG; đường ống dẫn khí, xăng dầu trên bờ,...

PVS dẫn đầu dịch vụ cơ khí dầu khí trong nước và tăng cường hiện diện trên thị trường quốc tế, sở hữu các kho bãi thi công, chế tạo công trình dầu khí tại Vũng Tàu, Quảng Ngãi, Thanh Hóa với điều kiện CSVN, cảng, kho hàng, thiết bị cầu kéo – nâng hạ phục vụ cho toàn bộ quá trình sản xuất.

PVS tham gia vào mảng xây lắp các công trình điện gió ngoài khơi. Từ năm 2021, nhờ kinh nghiệm từ việc xây lắp các công trình dầu khí ngoài khơi và lợi thế cạnh tranh về năng lực cơ khí và hệ thống kho bãi - cảng dầu khí, PVS đã có được các hợp đồng EPC các **trạm biến áp ngoài khơi, chân đế điện gió ngoài khơi** (~23% cơ cấu chi phí một dự án điện gió) của các khách hàng Northland Power, Orsted,

Về công nghệ chế tạo và lắp đặt điện gió ngoài khơi, nhiều công nghệ được sử dụng trong ngành điện gió ngoài khơi là những đổi mới có nguồn gốc từ ngành dầu khí, thậm chí đơn giản hơn như: (1) Chân đế được xây dựng ở các kho bãi gần bờ tương tự như chân đế giàn khoan dầu khí, (2) Việc vận chuyển và lắp đặt các dự án điện gió ngoài khơi như lắp đặt tua bin, các trạm biến áp và hệ thống cáp sẽ tương đồng với việc lắp đặt các công trình dầu khí ngoài khơi như các giàn đầu giếng; hệ thống đường ống dẫn khí về bờ và có khả năng sử dụng nhân công và đội tàu dịch vụ trong ngành dầu khí để thực hiện.

BĐ 11: Cơ cấu chi phí của dự án điện gió



Nguồn: FPTIS tổng hợp

5. Dịch vụ quản lý – vận hành kho nổi (FSO – FPSO): [\(Quay lại\)](#)

Dịch vụ cung cấp FSO/FPSO mang tính ổn định và lâu dài. Kho nổi, chứa và xuất dầu thô (FSO) và kho nổi, xử lý, chứa và xuất dầu thô (FPSO) là các tàu ngoài khơi được dùng để chứa sản phẩm dầu thô, condensate trong quá trình khai thác ngoài khơi do đó gắn liền với hoạt động khai thác các mỏ dầu (10 – 20 năm). Hiện tại PVS đang sở hữu 6 FSO/FPSO thông qua 5 liên doanh, kèm theo 2 FSO đầu tư mới trong giai đoạn 2025F – 2027F cụ thể:

	FSO Orkid	FPSO Ruby II	FSO Bien Dong 01	FPSO Lam Son	FSO Golden start	FSO Lạc Đà Vàng	FSO Lô B
Năm hoạt động	2009	2010	2011	2014	2020	Q4/2026	Q4/2027
Liên doanh (PVS sở hữu)	MVOT (49%)	VOFT (60%)	SEA (51%)	SEA (51%)	MVOT (49%)	PTSC - Yinson (51%)	PTSC - Yinson (51%)
Dự án Hoạt động	PM3 - CAA	Hồng Ngọc	Hải Thạch - Mộc Tinh	Thăng Long - Đồng Đô	Sao Vàng Đại Nguyệt	Lạc Đà Vàng	Lô B
Sức chứa (Thùng)	745.000	645.000	350.000	373.000	777.695	450.000	450.000
Đơn giá thuê	45.000	92.500	68.900	50.000	68.900	~95.000	~95.000
Thời hạn hợp đồng	2018 - 2024	Gia hạn từng năm	2023 - 2028	Gia hạn từng năm	2020 - 2027	2026 - 2040 (14 năm chắc chắn)	2026 - 2040 (14 năm chắc chắn)

Nguồn: FPTS tổng hợp

PVS ghi nhận doanh thu mảng quản lý vận hành FSO/FPSO như sau:

- (1) Doanh thu từ cho thuê FSO Biển Đông 01 và FPSO PTSC Lam Sơn với giá cho thuê:

Giá cho thuê định hạn của PVS = giá thuê tàu trần từ liên doanh + phí dịch vụ vận hành và quản lý

- (2) Doanh thu từ cung cấp dịch vụ vận hành và quản lý cho FSO Orkid, FPSO Ruby II, FSO Golden Star và FSO Rồng Đôi MV12.

6. Dịch vụ Lắp đặt, vận hành, sửa chữa và bảo dưỡng:

PVS tham gia cung cấp các dịch vụ chính là: cung ứng nhân lực; dịch vụ vận chuyển – lắp đặt – đấu nối; vận hành; sửa chữa – bảo dưỡng và tháo dỡ các công trình dầu khí cả trên đất liền và ngoài khơi. Trong đó: (1) Dịch vụ vận hành và sửa chữa – bảo dưỡng (O&M) đem lại kết quả kinh doanh ổn định cho mảng với các dự án tiêu biểu như vận hành – bảo dưỡng Nhà máy lọc dầu Dung Quất, Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, bảo dưỡng các FSO/FPSO cho bên thứ 3,... (2) Dịch vụ vận chuyển – lắp đặt – đấu nối phụ thuộc vào mảng M&C.

Phụ lục 2: Mức độ hoàn thành kế hoạch kinh doanh của PVS [\(Quay lại\)](#)

PVS thường đặt kế hoạch kinh doanh thận trọng và luôn vượt kế hoạch. Trong giai đoạn 2017 – 2024, KQKD thực hiện của PVS vượt trung bình 40% kế hoạch doanh thu và 58,7% kế hoạch lợi nhuận.

Mức độ hoàn thành kế hoạch của PVS:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Kế hoạch								
Doanh thu	13.000	13.000	13.000	15.000	10.000	10.000	13.200	15.500
Lợi nhuận trước thuế	700	700	700	800	700	610	780	858
Lợi nhuận sau thuế	560	560	560	640	560	488	560	660
% hoàn thành thực tế so với kế hoạch								
Doanh thu	130,2%	112,6%	129,1%	134,5%	142,0%	163,7%	146,8%	153,4%
Lợi nhuận trước thuế	185,7%	139,5%	190,8%	128,1%	125,4%	192,4%	163,8%	181,0%
Lợi nhuận sau thuế	184,6%	102,3%	177,8%	110,9%	120,9%	193,5%	189,3%	190,1%

Phụ lục 3: Dự phóng chi tiết backlog các dự án xây lắp của PVS: [\(Quay lại\)](#)
Dự phóng tiến độ hoàn thành các công việc mảng M&C của PVS

STT	Dự án	Giá trị 2025 - 2030 (Tr. USD)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Dự án Dầu khí ngoài khơi		2.252	235	387	614	621	303	175	153
1	Gallaf 3	0	80	0	0	0	0	0	0
2	Lô B	1.333	94	253	276	321	189	147	147
3	Lạc đà vàng	295	61	98	108	28	28	28	6
4	Sư tử trắng GĐ 2	400	0	25	140	160	75	0	0
5	Nam Du - U Minh	225	0	11	90	113	11	0	0
Dự án điện gió ngoài khơi		3.039	278	393	463	514	545	561	563
6	Hai Long 2-3	0	16	0	0	0	0	0	0
7	Greater Changhua 2b & 4	176	144	176	0	0	0	0	0
8	Baltica 2	122	29	83	39	0	0	0	0
9	Fengmiao	65	25	43	22	0	0	0	0
10	Fomorsa	400	0	20	200	180	0	0	0
11	Formosa 4 & Haiding 2	200	0	10	100	90	0	0	0
12	KH Hàn Quốc	400	0	0	40	180	180	0	0
13	KH Tiềm Năng	1.290	0	0	0	0	300	495	495
14	Khác	386	64	61	62	64	65	66	68
Dự án trên bờ		800	39	40	55	165	285	195	60
15	Bồn LPG Thị Vải	0	19	0	0	0	0	0	0
16	Kho cảng LNG Thị Vải GĐ2	80	20	40	40	0	0	0	0
17	Kho cảng LNG Thị Vải GĐ3	300	0	0	15	150	135	0	0
18	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	300	0	0	0	15	150	135	0
19	Khác	60	0	0	0	0	0	60	60
Tổng các dự án xây lắp		6.091	552	820	1.132	1.300	1.133	931	775

Phụ lục 4: Ước tính giá trị các gói thầu thuộc dự án Lô B – Ô Môn: [\(Quay lại\)](#)

Chúng tôi ước tính tổng giá trị các gói thầu thuộc dự án Lô B trong giai đoạn xây dựng ban đầu đạt khoảng 2,25 tỷ USD, trong đó phần thuộc về PVS khoảng 1,07 tỷ USD bao gồm (1) Gói EPCI #1 - trạm xử lý trung tâm (CPP) thuộc về PVS khoảng 493 triệu USD; (2) Gói EPCI #2 – 4 giàn đầu giếng (WHP) đạt 300 triệu USD; (3) EPCI #3 - Tuyến ống trên bờ khoảng 277 triệu USD. Chúng tôi thêm vào dự phóng khối lượng công việc dài hạn của PVS đến từ dự án Lô B khoảng 147 triệu USD/năm trong giai đoạn 2028F – 2030F nhờ giả định PVS sẽ tham gia xây lắp 1 WHP/năm trong giai đoạn khai thác dự án Lô B.

Các gói thầu chính của dự án Lô B:

	Gói thầu	Công việc	Giá trị (TrUSD)	Tiến độ	Nhà thầu
Thượng nguồn	EPCI #1	1 CPP + 1 giàn nhà ở	1.100	Đang triển khai	Liên danh MCDermott - PVS
	EPCI #2	4 WHPS	300	Đang triển khai	PTSC M&C - Cty con của PVS
Trung nguồn	EPCI #3	Tuyến ống trên bờ	350	Có kết quả đấu thầu	Liên danh PVS - Lilama 18
	EPCI #4	Tuyến ống ngoài khơi	400	Đấu thầu	PVS Không tham gia
Trong giai đoạn khai thác	EPCI	42 WHPs	4.200	Đấu thầu	Ứng viên tiềm năng là PTSC M&C
	FSO		400	Đấu thầu	PVS đang tham gia đấu thầu

Nguồn: PVS; FPTS tổng hợp

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Báo cáo này không được phép sao chép, phát hành và phân phối dưới bất kỳ hình thức nào nếu không được sự chấp thuận của FPTTS. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin từ báo cáo này.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu PVS, người phê duyệt và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính

Số 52 Đường Lạc Long Quân,
Phường Tây Hồ, Thành phố Hà Nội.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, Tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Phường Bến Thành, Thành phố
Hồ Chí Minh.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, Phường Hải
Châu, Thành phố Đà Nẵng.

ĐT: 1900 6446

Fax: (84.236) 3553 888