

Vài nét về doanh nghiệp

PVS là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Lĩnh vực hoạt động chính của công ty là cung cấp các loại hình dịch vụ kỹ thuật cho các ngành dầu khí, năng lượng, công nghiệp. Một số dịch vụ tiêu biểu của PVS là: EPCI công trình biển, EPC công trình công nghiệp; Kho nổi chứa, xử lý và xuất dầu thô FSO/FPSO; tàu dịch vụ dầu khí; khảo sát địa chấn, địa chất, công trình ngầm; cảng dịch vụ; dịch vụ cung ứng nhân lực kỹ thuật và dịch vụ cho các dự án năng lượng tái tạo. PVS là doanh nghiệp nổi bật về cung cấp các dịch vụ kỹ thuật liên quan đến dầu khí tại Việt Nam.

Khuyến nghị

MUA

Giá mục tiêu

39.139

Tiềm năng tăng giá

82%

Thông tin cổ phiếu

Phân ngành	Dầu khí
Thị giá (09/04/2025)	21.400
Biến động 1 năm	21,4 – 44,9
KLGD bình quân 52T	3.319.568
Vốn hóa (Tỷ đồng)	10.228
P/E	9,5x
P/B	0,8x
%NN sở hữu	17%

Diễn biến giá



Chuyên viên phân tích

Phạm Hồng Mộng Thy

phmthy@vcbs.com.vn +84-2838208117 ext 640

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>

VƯỢT SÓNG GIÓ, MỞ RỘNG TƯƠNG LAI

ĐÁNH GIÁ: MUA

Hoạt động kinh doanh của PVS được bảo vệ tốt nhờ vào lượng hợp đồng đã ký (backlog) lớn từ các dự án Lô B và điện gió ngoài khơi.

Về thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam lên nhóm doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn nói chung và PVS nói riêng, chúng tôi đánh giá có tác động ở mức độ TRUNG LẬP.

Về tác động tỷ giá, PVS hưởng lợi khi tỷ giá USD/VND tăng do phần lớn nguồn thu từ các dự án nước ngoài được thanh toán bằng USD. PVS không có dự nợ vay bằng USD, nên không bị ảnh hưởng bởi chi phí tài chính tăng do chênh lệch tỷ giá.

Với giá trị hợp đồng chưa thực hiện từ cả mảng dầu khí truyền thống và năng lượng tái tạo. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu và lợi nhuận PVS sẽ cải thiện từ năm 2025, khi lô B bước vào giai đoạn triển khai các công việc chính. Chúng tôi có khuyến nghị **MUA** PVS với giá mục tiêu **39.139 đồng/cp** (+82% so với giá đóng cửa ngày 09/04/2025)

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh chóng. Phát triển các dự án mở mới là phương án cấp thiết để bảo đảm an ninh năng lượng Quốc gia.

Tình hình thượng nguồn ngành dầu khí Việt Nam đang cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Nhiều dự án khai thác dầu khí lớn trong nước có những bước tiến mới sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thượng nguồn.

Doanh nghiệp có tính phòng thủ tốt nhờ backlog từ lô B và điện gió ngoài khơi. Triển vọng tăng trưởng doanh thu mạnh mẽ trong năm 2025. Backlog tích lũy từ năm 2025 dự kiến tăng mạnh, cho thấy triển vọng doanh thu bứt phá.

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (BLNG) của mảng M&C sẽ cải thiện từ mức 1,5% trong năm 2024 lên 3% vào năm 2025, đóng vai trò quan trọng trong việc **thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chung của doanh nghiệp.**

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	19.374	23.878	31.666	35.936
LNST*	1.060	1.412	1.440*	1.725
Tăng trưởng DT	18%	23%	33%	13%
Tăng trưởng LNST	12%	33%	2%	20%
Nợ/TTS (%)	7%	5%	7%	9%
TS LN gộp (%)	5%	5%	5%	6%
ROE – TTM (%)	151%	179%	228%	246%
EPS - TTM (đồng)	2.148	2.473	2.680	3.198

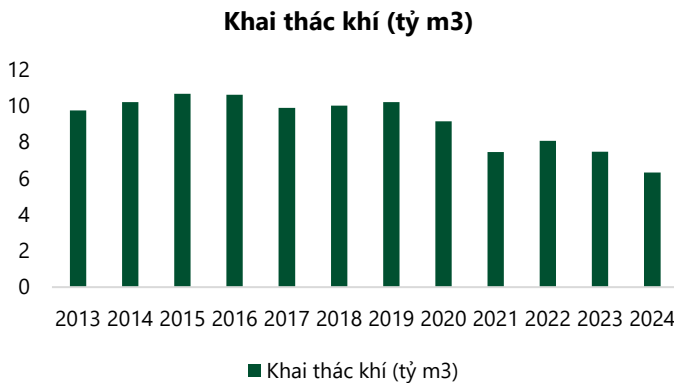
*Nếu loại trừ khoảng lợi nhuận khác bất thường từ việc giảm nợ nhà cung cấp liên quan đến Công ty Khảo sát Địa vật lý PTSC CGGV sau khi giải thể (PVS sở hữu 51%) trong năm 2024 thì LNST năm 2025 tăng trưởng 24% YoY.

TRIỂN VỌNG DẦU KHÍ THƯỢNG NGUỒN

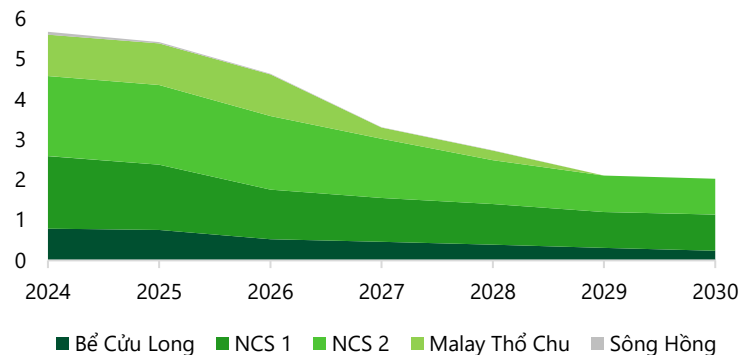
Nguồn cung khí nội địa suy giảm nhanh chóng. Phát triển các dự án mở mới là phương án cấp thiết để bảo đảm an ninh năng lượng Quốc gia

Sản lượng khai thác dầu khí ở trong nước của PVN từ 2016 đến nay có xu hướng suy giảm nhanh. Nguồn khí khai thác suy giảm với tốc độ CAGR là -5%/năm từ năm 2013 đến nay, nhu cầu ngày càng tăng: Nhu cầu khí trong nước dự kiến tăng mạnh, từ 13 tỷ m³ (2020) lên hơn 22 tỷ m³ (2025) và trên 34 tỷ m³ (2030), chủ yếu trong các lĩnh vực điện, hóa chất, công nghiệp và giao thông. Tuy nhiên, sản lượng khai thác khí nội địa đang giảm do các mỏ chủ lực bước vào giai đoạn suy giảm sau thời gian dài khai thác. Việc phát triển các dự án khí nội địa là cần thiết, mang lại hiệu quả và lợi ích tổng thể lớn cho nhà nước.

Hình 1: Trữ lượng dầu khí khai thác mỗi năm



Hình 2: Nguồn cung khí các mỏ đang khai thác phân bổ hằng năm



Nguồn: PVN, VCBS tổng hợp

Nguồn: PVN, VCBS tổng hợp

Các dự án trong nước đạt nhiều bước tiến đáng kể

Tình hình thượng nguồn ngành dầu khí Việt Nam đang cho thấy nhiều tín hiệu tích cực. Nhiều dự án khai thác dầu khí lớn trong nước có những bước tiến mới sẽ góp phần thúc đẩy tăng trưởng hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp thượng nguồn.

Dự án khí Lô B do Phú Quốc POC điều hành đang được triển khai đúng tiến độ, hướng tới mục tiêu đón dòng khí đầu tiên vào tháng 8/2027. Tính đến ngày 14/2/2025, tiến độ hai gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 lần lượt đạt 16,7% và 34%. Liên danh tổng thầu cam kết hoàn thành toàn bộ chế tạo và lắp đặt các hạng mục ngoài khơi đúng hạn, với mốc hoàn thành trước ngày 31/12/2025 bao gồm: chân đế giàn CPP, giàn LQP, các giàn thu gom và giàn đầu giếng, cùng hệ thống đường ống nội mỏ.

Dự án Lạc Đà Vàng đang được triển khai đúng tiến độ, nhằm đạt được mục tiêu khai thác vào cuối năm 2026. Tập đoàn Murphy Oil dự kiến đầu tư 110 triệu USD trong năm 2025, nhằm phát triển mỏ. Trong đó, 90 triệu USD dành cho phát triển mỏ và 20 triệu USD cho khoan khai thác. Trước đó, năm 2024, Murphy đã đầu tư 40 triệu USD vào dự án này.

Jadestone Energy (Singapore) đã trình kế hoạch phát triển mỏ (FDP) cho mỏ khí Nam Du – U Minh lên PetroVietnam, với tổng vốn đầu tư khoảng 750 triệu USD. Dự án sử dụng giàn đầu giếng không người (WHP) kết nối tàu FPSO, vận chuyển khí qua đường ống 34 km đến cụm công nghiệp Cà Mau. Sau khi được PetroVietnam phê duyệt, FDP sẽ trình lên Bộ Công Thương xin cấp phép cuối cùng.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Doanh nghiệp có tính phòng thủ tốt nhờ backlog từ lô B và điện gió ngoài khơi.

Backlog tích lũy từ năm 2025 dự kiến tăng mạnh, cho thấy triển vọng doanh thu bứt phá.

Với việc dự án Lô B đã bước vào giai đoạn xây dựng chính thức, cùng tiến độ ổn định của các dự án lớn như **33 chân đế cho Greater Changhua 2a & 4a, Baltica 2, và 35 chân đế điện gió cho khách hàng Đài Loan- Formosa** (trúng thầu vào cuối năm 2024), PVS có cơ sở vững chắc để đạt mức tăng trưởng doanh thu ấn tượng trong năm 2025, được hỗ trợ bởi khối lượng backlog M&C đáng kể.

Dự án điện gió ngoài khơi với Sembcorp sẽ tiến hành nghiên cứu các thông số biển vào giữa năm 2025, tiến triển theo đúng kế hoạch.

Dự án điện gió ngoài khơi Việt Nam–Singapore, do liên doanh Sembcorp và PVS phát triển, đang triển khai đúng tiến độ. Hệ thống đo gió và hải dương Lidar dự kiến lắp đặt vào giữa năm 2025, phục vụ công tác khảo sát kỹ thuật (2024–2026) và hỗ trợ thiết kế kỹ thuật tổng thể (FEED). Nghiên cứu hoàn tất vào quý III/2026, FID dự kiến vào 2027–2028 và vận hành thương mại (COD) vào 2032–2033. Dự án có công suất lắp đặt 2.300 MW, với sản lượng thương mại dự kiến đạt 1.200–1.400 MW. PVS kỳ vọng thu nhập đáng kể từ năm 2032. Với quan điểm thận trọng, hiện chúng tôi chưa đưa dự án này vào dự báo và định giá của chúng tôi.

Hợp đồng M&C		Tổng giá trị hợp đồng (triệu USD)	Ước tính doanh thu 2025-2029 (triệu USD)	Tiến độ ghi nhận doanh thu trong năm 2024	Dự báo doanh thu M&C năm 2025
Dự án dầu khí		1.792	1.825	288	464
	Gallaf - GDD3 (Qatar)	380	12	72	12
	Shwe (Myanmar)	200	-	1	-
	Sự tử trắng - GD 2B	250	250	-	-
	Lô B	1.150	983	168	345
	Lạc Đà Vàng	262	830	49	106
Dự án điện gió ngoài khơi		1.090	689	206	347
	Hải Long 2 & 3 (Đài Loan)	90	2	17	2
	Greater Changhua 2b & 4 (33 Chân đế)	320	65	131	65
	Baltica 2 (Ba Lan)	180	151	29	90
	Fengmiao (Đài Loan)	100	74	26	30
	Dự án chân đế điện gió Formosa (35 chân đế)	400	397	3	160
Dự án cơ khí dầu khí khác				76	30
Tổng			2.513	570	810

Nguồn: PVS, VCBS tổng hợp và ước tính

Kỳ vọng BLNG cải thiện, đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chung của doanh nghiệp

Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp (BLNG) của mảng M&C sẽ cải thiện từ mức 1,5% trong năm 2024 lên 3% vào năm 2025 (dự báo trước đó của chúng tôi là 3,5%), đóng vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận chung của doanh nghiệp. Kỳ vọng này dựa trên các yếu tố sau:

- (1) **Chính sách khấu hao nhanh:** PVS đang áp dụng chính sách khấu hao trong 3 năm cho các khoản đầu tư vào xưởng sơn và cơ sở hạ tầng nhằm nâng cao năng lực mảng M&C, thay vì phân bổ chi phí khấu hao trong 10–20 năm. Điều này khiến BLNG giai

đoạn 2023–2024 ở mức thấp, nhưng từ năm 2025 trở đi, áp lực chi phí sẽ giảm đáng kể, tạo dư địa cho tăng trưởng lợi nhuận.

- (2) **Dự án Lô B bước vào giai đoạn thi công chính:** Các dự án E&P nội địa của PVS trong lịch sử thường mang lại biên lợi nhuận tốt hơn so với các dự án nước ngoài. Việc Lô B bước vào giai đoạn thi công chính sẽ đóng góp tích cực vào sự cải thiện BLNG, qua đó hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của doanh nghiệp.
- (3) **Củng cố vị thế trên thị trường quốc tế:** Sau khi hoàn thành thành công dự án Greater Changhua 2a & 4 (33 chân đế), PVS đã khẳng định vị thế vững chắc trên thị trường quốc tế. Điều này được thể hiện qua dự án 35 chân đế điện gió Formosa mà PVS vừa đấu thầu thành công vào cuối năm 2024. Dự án mới này được dự báo có biên lợi nhuận cao hơn so với các dự án trước, tiếp tục là động lực cho tăng trưởng lợi nhuận trong những năm tới.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính giá mục tiêu đạt **39.139 đồng/cp** dựa trên 2 phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E với tỷ trọng 50/50.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro giá dầu giảm mạnh hơn dự kiến, dẫn đến chậm trễ trong việc triển khai các dự án lớn. Mặc dù HĐKD cốt lõi của PVS – mảng M&C đã có sự phục hồi về doanh thu, các dự án mảng M&C thường có mức biên LN mỏng do mức độ cạnh tranh cao trên thị trường quốc tế, đặc biệt là trong bối cảnh giá nguyên vật liệu đầu vào neo cao.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH DỰ PHÒNG – Đơn vị: triệu đồng

Kết quả kinh doanh	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	16.373	19.374	23.878	31.666	35.936
- Giá vốn hàng bán	15.458	18.335	22.745	30.060	33.896
Lợi nhuận gộp	915	1.039	1.133	1.606	2.040
- Chi phí bán hàng	657	651	863	863	863
- Chi phí quản lí DN	79	85	95	126	143
Lợi nhuận HDKD	828	967	1.155	1.213	1.274
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	1	2	3	4	4
- Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
EBIT	233	139	667	387	427
- Chi phí lãi vay	51	73	64	87	127
LNTT	183	66	603	300	300
- Thuế TNDN	1.174	1.277	1.700	1.734	2.077
LNST	944	1.060	1.412	1.440	1.725
- Lợi ích CĐTS	61	34	230	159	196
LNST CĐ CT Mẹ	884	1.026	1.182	1.281	1.529
EPS (đ)	1.279	1.513	1.726	1.871	2.233
EBITDA	705	632	1.268	997	862
Tăng trưởng	2022	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu	15%	18%	23%	33%	13%
LN HDKD	16%	17%	19%	5%	5%
LN Hợp nhất	-15%	-64%	812%	-50%	0%
LNST	39%	12%	33%	2%	20%
EBIT	-10%	-40%	379%	-42%	10%
EPS	184%	18%	14%	8%	19%
Tổng tài sản	4%	2%	29%	10%	10%
Nợ vay	11%	26%	-5%	65%	39%
VCSH	4%	4%	4%	4%	5%
Khả năng sinh lời	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tỷ suất LNG	6%	5%	5%	5%	6%
Tỷ suất LNST	6%	5%	6%	5%	5%
ROE DuPont	8%	8%	11%	10%	12%
ROA DuPont	4%	4%	4%	4%	4%
Tỷ suất EBIT	1%	1%	3%	1%	1%
LNTT / LNST	19%	6%	43%	21%	17%
LNTT / EBIT	78%	47%	90%	78%	70%
Vòng quay TTS	63%	73%	70%	85%	87%
Đòn bẩy tài chính	104%	100%	144%	157%	169%
ROIC	7%	7%	9%	9%	9%
Hiệu quả hoạt động	2022	2023	2024	2025F	2026F
Số ngày tồn kho	26	29	31	27	27
Số ngày phải thu	115	81	95	79	77
Số ngày phải trả	255	208	267	216	207
Luân chuyển tiền	(114)	(97)	(141)	(110)	(103)
COGS/Hàng tồn kho	14	12	12	14	14
An toàn tài chính	2022	2023	2024	2025F	2026F
TT hiện hành	1.8	1.8	1.7	1.7	1.6
TT nhanh	1.7	1.6	1.6	1.6	1.5
TT tiền mặt	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Nợ / Tài sản	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
Nợ / Vốn sử dụng	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Nợ / Vốn CSH	0.1	0.1	0.1	0.2	0.3
Khả năng TT lãi vay	4.6	1.9	10.4	4.5	3.4

Cân đối kế toán	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tài sản					
+ Tiền	5.219	5.757	11.422	13.905	16.739
+ ĐTTC ngắn hạn	4.837	4.329	3.886	3.886	3.886
+ Phải thu	5.047	4.185	6.148	6.752	7.520
+ Hàng tồn kho	1.090	1.470	1.924	2.223	2.505
+ Khác	276	548	501	675	759
Tài sản ngắn hạn	16.470	16.290	23.880	27.442	31.410
+ Tài sản dài hạn	124	123	94	94	94
+ Khấu hao lũy kế	3.048	3.391	3.588	3.663	3.525
+ Tài sản dài hạn	9.549	10.009	10.567	11.181	11.616
+ ĐTTC dài hạn	4.918	4.945	4.722	4.722	4.722
+ Khác	1.023	1.130	1.201	1.201	1.201
Tài sản dài hạn	9.454	10.126	10.193	9.913	9.775
Tổng Tài sản	25.924	26.416	34.074	37.355	41.185
Nợ & VCSH					
+ Phải trả (ngắn)	7.764	7.215	11.937	13.225	14.835
+ Vay ngắn hạn	752	1.176	869	1.937	2.960
+ Khác	676	668	860	1.050	1.276
Nợ ngắn hạn	9.192	9.060	13.666	16.212	19.071
+ Vay dài hạn	624	564	790	807	850
+ Phải trả dài hạn	3.678	3.812	5.517	5.534	5.577
Nợ dài hạn	3.678	3.812	5.517	5.534	5.577
Tổng nợ	12.869	12.872	19.184	21.746	24.647
+ Vốn điều lệ	4.780	4.780	4.780	4.780	4.780
+ Cổ phiếu ưu đãi	1	2	3	4	4
+ Thặng dư	40	40	40	40	40
+ LN giữ lại	3.897	4.048	4.194	4.380	4.666
+ Lợi ích CĐTS	730	710	1.566	1.725	1.921
Vốn chủ sở hữu	12.324	12.834	13.325	13.884	14.617
Tổng nguồn vốn	25.924	26.416	34.074	37.355	41.185
Lưu chuyển tiền	2022	2023	2024	2025F	2026F
Tiền đầu năm	5.747	5.219	5.757	11.422	13.905
LNST	1.276	1.277	1.700	1.281	1.529
+ Khấu hao lũy kế	471	493	601	610	434
+ Điều chỉnh	-1.307	-1.427	-1.061	-312	-128
+ Thay đổi VLD	1.057	-627	3.048	414	565
Tiền từ HDKD	-1.727	818	1.109	-260	-296
+ Thanh lý TSCĐ	63	5	4	0	0
+ Mua sắm TSCĐ	-498	-899	-843	-260	-296
+ Đầu tư ròng	-1.292	1.712	1.948	0	0
+ Khác	0	0	0	0	0
Tiền từ HĐĐT	-1.727	818	1.109	-260	-296
+ Cổ tức đã trả	-430	-378	-379	-335	-335
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0	0
+ Nợ ngắn hạn	0	0	0	1.068	1.022
+ Nợ dài hạn	0	0	0	17	43
+ Khác	108	345	577	0	0
Tiền từ HĐTC	-321	-32	198	750	730
Lưu chuyển tiền	-551	501	5.595	2.484	2.834
Tiền cuối năm	5.219	5.757	11.422	13.905	16.739

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Khuyến nghị	Chi tiết
MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên trong vòng 6 tháng tới
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15% trong vòng 6 tháng tới
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15% trong vòng 6 tháng tới.

Khả năng sinh lời của cổ phiếu được tính bằng tổng của tiềm năng tăng giá kể từ thời điểm công bố báo cáo (đã điều chỉnh), và tỷ suất cổ tức tiền mặt dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 06 tháng.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trần Minh Hoàng

Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

tmhoang@vcbs.com.vn

Lý Hoàng Anh Thi

Phó Giám đốc Nghiên cứu Phân tích

lhathi@vcbs.com.vn

Phạm Hồng Mộng Thy

Chuyên viên Phân tích

phtmthy@vcbs.com.vn

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

<https://vcbs.com.vn/trung-tam-phan-tich>

Bloomberg: VCBS <GO>