

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (PVS)

Đón đầu những cơ hội mới

- 5 tháng đầu năm 2025, PVS ghi nhận tiến độ tích cực trong các hợp đồng EPCI thuộc chuỗi dự án Lô B – Ô Môn, với EPCI#1 đạt 22% và EPCI#2 đạt 47%.
- Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận PVS lần lượt là 7.8% và 15.4% trong năm 2025 và 2026 nhờ sự cải thiện biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ bù đắp phần nào ảnh hưởng từ chi phí dự phòng.
- Khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu 42,600 VND/cp

5T25: Tiến độ các hợp đồng M&C khả quan, doanh thu duy trì ở mức cao

5T25, PVS công bố doanh thu vượt mốc 10,000 tỷ VND, với hơn 60% tổng doanh thu đến từ mảng cơ khí & xây lắp (M&C). Kết quả này chủ yếu đến từ việc tiến độ tích cực của các gói thầu thuộc dự án Lô B – Ô Môn, với EPCI#1 đã hoàn thành 22% và EPCI#2 hoàn thành 47%. Trong Q1/2025, công ty ghi nhận lợi nhuận ròng tăng trưởng 10.3% svck, với biên lợi nhuận gộp ở mức ổn định so với Q1/2024 trong khi chi phí dự phòng được bù đắp bởi doanh thu tài chính từ việc đánh giá lại tài sản cố định. Lợi nhuận ròng Q1/2025 hoàn thành 24% dự phóng lợi nhuận 2025 trước đó, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi.

Khối lượng công việc mảng M&C vững chắc, kế hoạch đầu tư tham vọng

Trong giai đoạn 2025-2026, M&C backlog của PVS ở mức lớn và đa dạng nhờ vào các hợp đồng dầu khí, điện gió ngoài khơi, và công nghiệp xây dựng. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp cao hơn cho mảng M&C của PVS trong giai đoạn 2025-2026 do: (1) kinh nghiệm tốt hơn trong các hợp đồng M&C điện gió ngoài khơi, (2) quy mô hợp đồng lớn giúp bù đắp chi phí cố định tốt hơn. Lợi nhuận ròng của PVS được dự phóng tăng lần lượt 7.8% và 15.4% svck trong GD 2025-2026. Nếu không tính tới khoản giảm nợ ghi nhận trong năm 2024, lợi nhuận trước thuế năm 2025 của PVS được kỳ vọng tăng 33.6% svck. Bên cạnh đó, kế hoạch đầu tư tài sản cố định quy mô lớn được kỳ vọng sẽ hỗ trợ tăng trưởng dài hạn, dù có thể tạo áp lực vốn đáng kể trong ngắn và trung hạn.

Duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN với giá mục tiêu thấp hơn là 42,600 VND/cp

Giá mục tiêu mới được điều chỉnh giảm 9.4% so với giá mục tiêu gần nhất để phản ánh: (1) Dự phóng EPS thấp hơn trong giai đoạn 2025-2026 do giả định thận trọng hơn về biên lợi nhuận gộp mảng M&C và chi phí dự phòng tiềm ẩn liên quan đến cảng Sao Mai – Bến Đình và (2) kế hoạch đầu tư tài sản cố định quy mô lớn trong trung hạn. Tuy vậy, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho PVS khi doanh nghiệp đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới trong bối cảnh định giá hiện tại vẫn thấp hơn trung bình 5 năm gần nhất.

Chỉ tiêu tài chính	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	19,374	23,770	29,970	44,444
Lợi nhuận ròng	1,026	1,070	1,153	1,331
Tăng trưởng doanh thu thuần	18.4%	22.7%	26.1%	48.3%
Tăng trưởng LN ròng	3.7%	4.2%	7.8%	15.4%
Biên LN gộp	5.4%	4.5%	4.2%	3.7%
Biên EBITDA	2.5%	1.4%	2.4%	2.4%
ROAE	8.2%	8.1%	8.4%	9.3%
ROAA	3.9%	3.5%	3.3%	3.3%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,148	2,238	2,413	2,785
BVPS (VND/cổ phiếu)	26,852	28,388	29,340	30,510

Nguồn: PVS, MBS Research dự phóng

KHẢ QUAN

VND 42,600

Giá mục tiêu

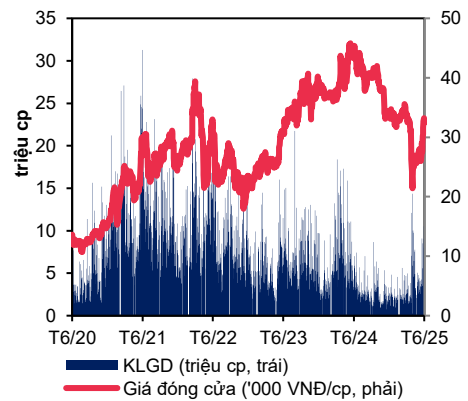
Tiềm năng tăng giá

32.2%

Thay đổi trọng yếu:

Điều chỉnh dự phóng EPS thấp hơn cho năm 2025 và 2026 lần lượt là 15.3% và 13.7% so với dự phóng cũ.

Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	32,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	44,500
Thấp nhất 52 tuần (VND)	21,400
Vốn hóa (tỷ VND)	15,438
P/E (TTM)	12.8
P/B	1.0
Thị suất cổ tức (%)	2.1
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	14.8

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam	51.38%
Khác	48.62%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí (HNX: PVS)

Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

Luận điểm đầu tư

- PVS hiện sở hữu backlog mảng xây lắp và cơ khí (M&C) lớn và đa dạng nhiều lĩnh vực bao gồm dầu khí, điện gió ngoài khơi, xây dựng công nghiệp. Với giá trị hợp đồng vững chắc cùng kinh nghiệm cải thiện trong việc triển khai các dự án điện gió ngoài khơi, chúng tôi kỳ vọng mảng M&C sẽ là động lực chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận trung hạn. Đồng thời, điều này có thể giúp PVS phần nào bù đắp các tác động từ chi phí dự phòng liên quan đến cảng Sao Mai – Bến Đình. Lợi nhuận ròng của PVS được dự báo tăng lần lượt 7.8% và 15.4% trong 2025-2026. Nếu không tính tới khoản giảm nợ ghi nhận trong năm 2024, lợi nhuận trước thuế năm 2025 được dự báo tăng 33.6% svck.
- PVS có kế hoạch đầu tư tài sản cố định (capex) quy mô lớn giai đoạn 2025-2030 nhằm thúc đẩy năng lực thi công và nâng cao hiệu quả vận hành. Dù kế hoạch này có thể làm gia tăng nhu cầu vốn trong trung hạn, chúng tôi tin rằng đây là yếu tố quan trọng hỗ trợ tăng trưởng bền vững dài hạn của doanh nghiệp.

Định giá & Khuyến nghị

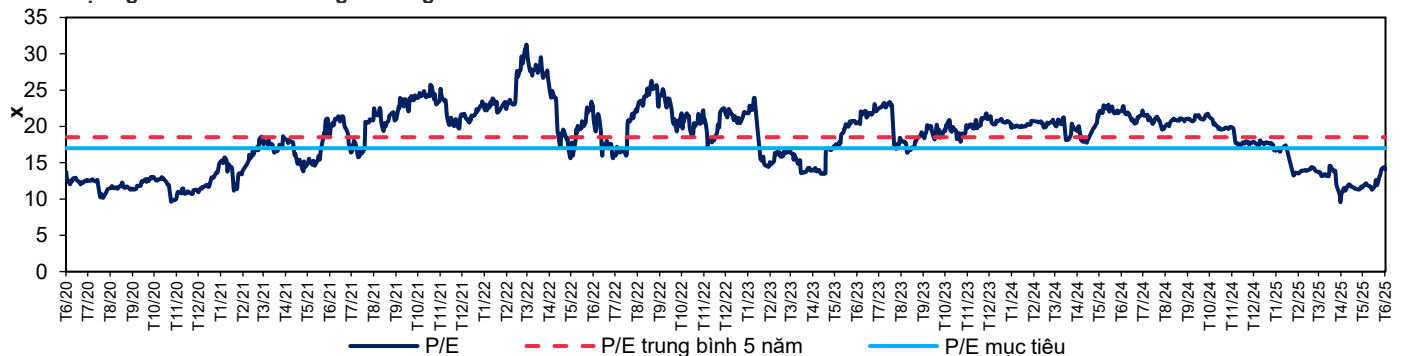
Chúng tôi giảm giá mục tiêu của PVS 9.4% xuống còn 42,600 VND/cp (tiềm năng tăng giá 32% so với giá đóng cửa ngày 11/6/2025). Sự điều chỉnh giá mục tiêu này phản ánh: (1) dự phóng EPS năm 2025-2026 thấp hơn do giả định thận trọng hơn về biên lợi nhuận gộp mảng M&C và chi phí dự phòng tiềm ẩn cho dự án cảng Sao Mai – Bến Đình và (2) kế hoạch đầu tư TSCĐ quy mô lớn trong trung hạn. P/E mục tiêu là 17.0x, thấp hơn 0.5 độ lệch chuẩn so với mức trung bình 5 năm là 18.5x và cũng thấp hơn mức 18.0x trong báo cáo trước, phản ánh quan điểm thận trọng hơn về định giá khi tăng trưởng lợi nhuận ngắn hạn có thể thấp hơn kỳ vọng ban đầu. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn duy trì khuyến nghị **KHẢ QUAN** cho PVS khi doanh nghiệp đang bước vào chu kỳ tăng trưởng mới nhưng định giá hiện tại vẫn thấp hơn trung bình 5 năm gần nhất.

Hình 1: Tóm tắt định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá (VND/cp)
Forward P/E (P/E mục tiêu 2025-2026= 17x)	50%	44,200
FCFF	50%	41,000
Giá mục tiêu	VND/cp	42,600
Giá hiện tại (Giá đóng cửa ngày 11/6/2025)	VND/cp	32,200
Tiềm năng tăng giá	VND/cp	32.2%

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá P/E của PVS trong 5 năm gần nhất



Nguồn: FiinProX, MBS Research

Hình 3: Dự phóng FCFF

	2025	2026	2027	2028	2029
Lợi nhuận sau thuế	1,341	1,548	1,635	1,541	1,588
Chi phí phi tiền mặt	663	789	947	1,061	1,181
Lãi vay sau thuế	118	189	261	295	303
Đầu tư vốn lưu động	(416)	1,208	1,638	591	59
Đầu tư TSCĐ	(1,761)	(3,171)	(3,273)	(2,383)	(2,060)
FCFF	(54)	564	1,209	1,105	1,071

Hình 4: Định giá FCFF

(+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2025-2029	Tỷ VNĐ	2,604
(+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ	Tỷ VNĐ	5,893
(+) Tiền và tương đương tiền	Tỷ VNĐ	15,165
(-) Nợ	Tỷ VNĐ	2,773
(-) Lợi ích của CĐTS	Tỷ VNĐ	1,299
Giá trị doanh nghiệp	Tỷ VNĐ	19,591
Số lượng cổ phiếu	Triệu cp	478
Share price	VNĐ/cp	40,990

Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3.0%
Beta	1.3
Phần bù rủi ro	9.0%
Chi phí VCSH	14.7%

WACC và tăng trưởng dài hạn

Chi phí nợ	3.9%
Mức thuế	20.0%
WACC	11.6%
Tăng trưởng dài hạn	1.0%

Rủi ro giảm giá:

- Biên lợi nhuận gộp mảng M&C thấp hơn kỳ vọng.
- Giá dầu thô giảm mạnh xuống dưới ngưỡng hòa vốn, dẫn đến việc trì hoãn hoặc hủy bỏ các dự án thăm dò và khai thác.

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp trong ngành

Doanh nghiệp	Quốc gia	Mã CP	Vốn hóa Triệu USD	P/E (x) TTM	P/B (x) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
						2025F	2026F	2025F	2026F
PTT Exploration & Production PCL	Thái Lan	PTTEP TB Equity	12,223	5.6	0.8	6.6	6.1	11.6	10.5
Energi Mega Persada TBK PT	Indonesia	ENRG IJ Equity	375.5	5.0	0.5	3.8	4.2	9.3	10.0
Yinson Holdings BHD	Malaysia	YNS MK Equity	1,545	6.6	1.2	3.2	4.6	8.1	12.3
Hibiscus Petroleum BHD	Malaysia	HIBI MK Equity	261.1	8.1	0.4	2.9	4.7	8.2	12.2
Shanghai Supezet Engineering Technology	Trung Quốc	688121 CH Equity	400.5	22.3	1.1	1.4	1.5	4.8	5.2
Trung bình				9.5	0.8	3.6	4.2	8.4	10.0
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí	Việt Nam	PVS VN Equity	597	14.1	1.1	3.3	3.3	8.4	9.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

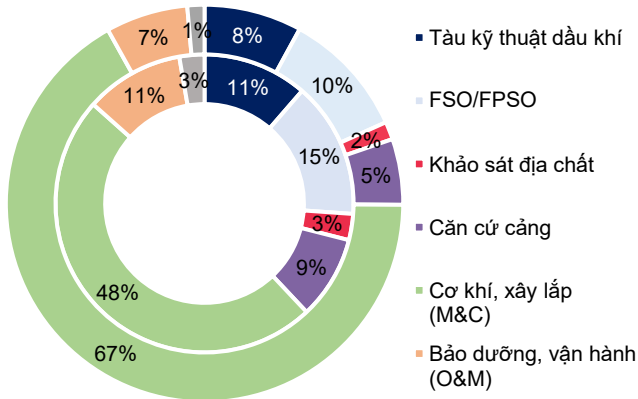
KQKD Q1/2025: Biên lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện, trong khi khoản dự phòng được bù đắp bởi doanh thu tài chính

Hình 6: KQKD Q1/2025 (đơn vị: tỷ VNĐ)

	Q1/2025	% svck	% sv quý trước	% sv dự phóng 2025 cũ	% Kế hoạch 2025	Đánh giá
Doanh thu	6,014	62.1%	-37.8%	19%	26.7%	
Tàu kỹ thuật dầu khí	478	13.4%	-11.2%	23%		
FSO/FPSO	622	13.7%	-3.0%	27%		
Khảo sát địa chất, địa chấn	87	-17.2%	-17.6%	19%		
Cần cẩu cảng	322	-3.8%	-33.7%	20%		
Cơ khí, đóng mới, xây lắp (M&C)	4,018	122.9%	-42.3%	18%		Các HĐ EPCI thuộc dự án Lô B tiếp tục được triển khai với tiến độ tích cực (tính đến cuối T5, 2025: EPCI#1: 22%, EPCI#2: 47%). Hoạt động kiểm tra kỹ thuật đối với hợp đồng điện gió ngoài khơi Greater Changhua 2b&4 cũng đã được thực hiện trong nửa đầu năm 2025.
Sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành công trình biển (O&M)	402	1.3%	-48.4%	19%		
Khác	84	-16.9%	-46.6%	9%		
Lợi nhuận gộp	257	-0.6%	10.5%	16%		
Biên lợi nhuận gộp	4.3%	-2.7 đpt	1.9 đpt	-0.7 đpt		Biên lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện, qua đó tác động tích cực đến biên lợi nhuận gộp hợp nhất của PVS do mảng M&C đóng góp tỷ trọng lớn trong tổng doanh thu.
Tàu kỹ thuật dầu khí	12.6%	1.4 đpt	2.2 đpt	2.1 đpt		
FSO/FPSO	5.0%	1 đpt	-0.3 đpt	-3.3 đpt		
Khảo sát địa chất, địa chấn	10.6%	-1.3 đpt	-16.2 đpt	-9.4 đpt		
Cần cẩu cảng	25.6%	1.6 đpt	5.8 đpt	3.6 đpt		
Cơ khí, đóng mới, xây lắp (M&C)	1.2%	-1.7 đpt	1.1 đpt	-1.2 đpt		
Sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành công trình biển (O&M)	5.8%	-2.5 đpt	0.9 đpt	-1 đpt		
Khác	2.7%	-8.2 đpt	21.2 đpt	-5.1 đpt		
Chi phí bán hàng & QLDN	396	74.3%	-24.8%	32%		Ghi nhận chi phí dự phòng trị giá 110 tỷ VNĐ mà theo chúng tôi là có liên quan đến dự án cảng Sao Mai- Bến Đình.
% Chi phí bán hàng & QLDN/ Doanh thu	6.6%	0.5 đpt	1.1 đpt	2.8 đpt		
Thu nhập tài chính ròng	306	124.3%	52.2%	75%		Thu nhập tài chính ròng tăng đáng kể so với cùng kì và quý trước nhờ ghi nhận khoản lợi nhuận đánh giá lại trị giá 130 tỷ đồng.
Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết	213	8.2%	-1.1%	29%		
LN trước thuế	384	4.4%	-44.7%	22%	38.4%	
LN sau thuế	300	-1.7%	-45.3%	21%	38.4%	
LN ròng (NPATMI)	332	10.3%	-24.4%	24%		Phù hợp với dự phóng cả năm trước đó của chúng tôi.

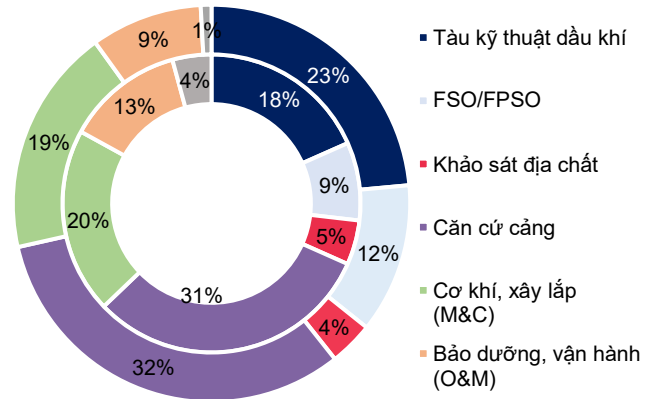
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 7: Doanh thu của PVS theo mảng trong Q1/2024 và Q1/2025



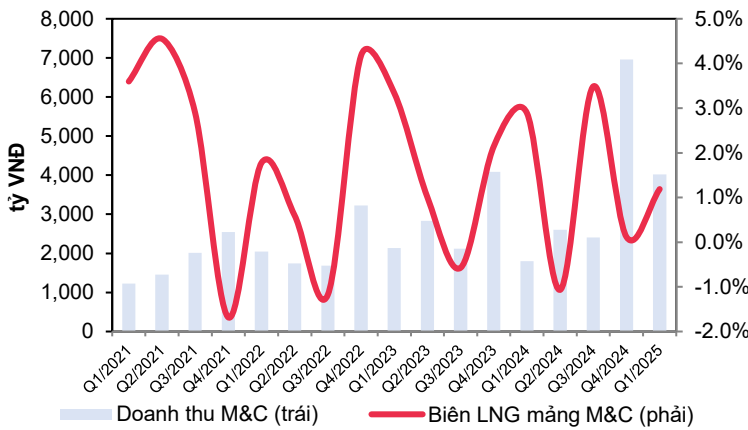
(*) Trong: Q1/2024, Ngoài: Q1/2025
 Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 8: Lợi nhuận gộp của PVS theo mảng trong Q1/2024 và Q1/2025



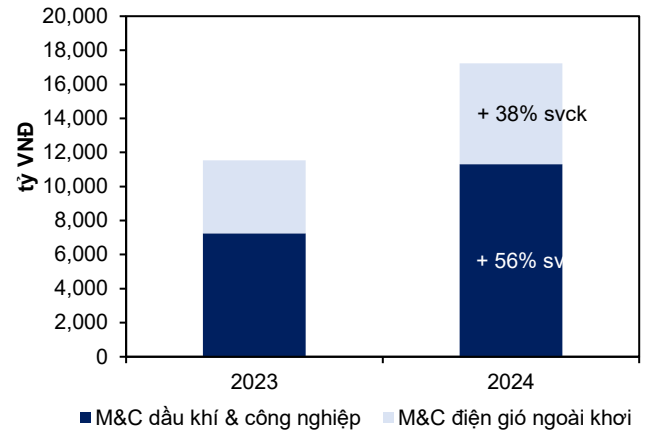
(*) Trong: Q1/2024, Ngoài: Q1/2025
 Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 9: Q1/25, doanh thu mảng M&C giảm từ nền cao của quý trước, nhưng tăng mạnh svck và biên LNG cải thiện



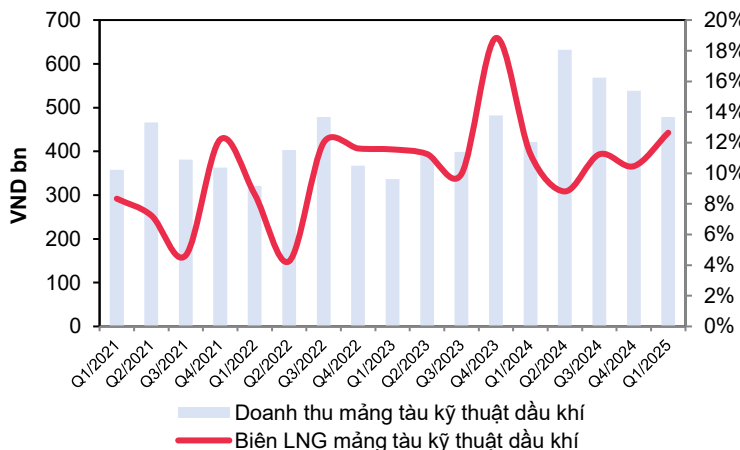
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 10: Cấu trúc doanh thu mảng M&C (bao gồm doanh thu nội bộ)



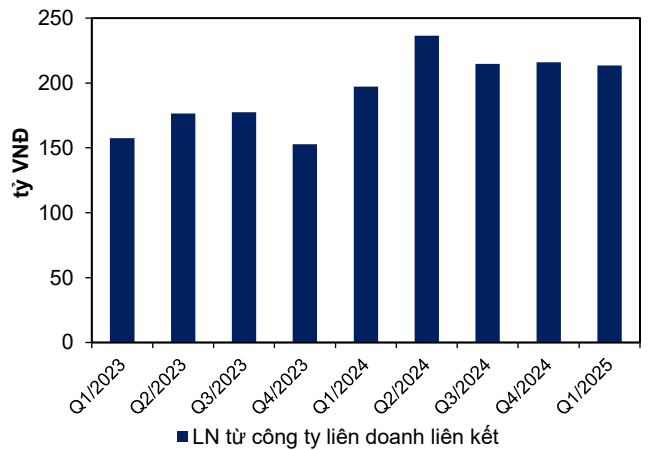
Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 11: Doanh thu mảng tàu kỹ thuật dầu khí tăng trưởng svck, trong khi biên LNG dần cải thiện



Nguồn: PVS, MBS Research

Hình 12: Mảng FSO/FPSO duy trì ổn định



Nguồn: PVS, MBS Research

Mảng M&C: Khối lượng công việc lớn và đa dạng

M&C dầu khí: Nhà thầu chủ lực của thị trường trong nước và khu vực

Các dự án dầu khí thượng nguồn trọng điểm của Việt Nam đang bước vào giai đoạn triển khai then chốt, kéo theo nhu cầu đẩy mạnh thi công cơ khí và xây lắp (M&C). Là một trong những nhà thầu chủ lực trong lĩnh vực M&C trong nước, PVS đã trúng thầu nhiều hợp đồng quan trọng tại các dự án lớn như Lô B – Ô Môn và Lạc Đà Vàng. Phần lớn các hợp đồng này được ký kết trong năm 2024 và dự kiến sẽ có đóng góp lớn vào kết quả kinh doanh của PVS năm 2025.

Trong báo cáo gần nhất, chúng tôi đã giả định PVS sẽ trúng thầu hợp đồng đường ống ngoài khơi EPCI#4 thuộc dự án Lô B – Ô Môn, với giá trị ước tính khoảng 400 triệu USD. Tuy nhiên, do PVS hiện không nằm trong danh sách các nhà thầu tham gia đấu thầu dự án này, chúng tôi đã loại trừ hợp đồng này khỏi backlog tiềm năng cho giai đoạn 2025–2030. Mặc dù điều chỉnh này khiến quy mô backlog mảng M&C dầu khí giảm nhẹ so với giả định trước đó, chúng tôi cho rằng tác động đến dự phóng lợi nhuận của PVS là không đáng kể, nhờ hai yếu tố: (1) backlog vẫn được hỗ trợ bởi các hợp đồng M&C ký mới trong mảng điện gió ngoài khơi, và (2) biên lợi nhuận gộp mảng M&C vẫn ở mức tương đối khiêm tốn, dù được kỳ vọng cải thiện nhẹ. Tính đến cuối tháng 5/2025, PVS đã hoàn thành lần lượt 22% và 47% khối lượng công việc tại các gói thầu EPCI#1 và EPCI#2 của dự án Lô B – Ô Môn.

Hình 13: Dự phóng của chúng tôi về hoạt động M&C của PVS tại dự án Lô B – Ô Môn

Hợp đồng	Giá trị cho PVS ước tính (triệu USD)	Công việc chính	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
EPCI#1	550	Giàn trung tâm, giàn nhà ở, tháp chưng		Thầu hạn chế	Trao thầu chính thức				
EPCI#2	400	Giàn đầu giếng		Thầu hạn chế	Trao thầu chính thức				
EPCI#3	257	Đường ống dẫn khí trên bờ; Thiết kế chi tiết và chạy thử toàn bộ dự án		Đã ký hợp đồng					
Tổng	1,207	Giá trị thực hiện ước tính	-	212	344	385	211	55	-

Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

M&C điện gió ngoài khơi: Các hợp đồng mới đảm bảo khối lượng công việc trong tương lai

Việc nghiệm thu kỹ thuật cho tất cả các chân đế điện gió trong hợp đồng EPC thuộc dự án Greater Changhua 2b&4 đã hoàn thành trong nửa đầu năm 2025. Chúng tôi tin rằng với năng lực đã được chứng minh tại các dự án điện gió ngoài khơi trước đó (VD: Hai Long, Greater Changhua 2b&4), PVS có khả năng nhận được nhiều hợp đồng M&C hơn trong lĩnh vực năng lượng tái tạo ngoài khơi, đặc biệt là với các chân đế điện gió và trạm biến áp. Dự phóng của chúng tôi đã bao gồm một hợp đồng M&C tiềm năng cho một dự án điện gió ngoài khơi tại Đài Loan với giá trị ước tính khoảng 400 triệu USD. Chúng tôi kỳ vọng khối lượng công việc đa dạng và vững chắc sẽ giúp doanh thu mảng M&C của PVS tăng trưởng lần lượt 40.5% và 69.8% svck trong GD 2025-2026. Chúng tôi cũng kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ cải thiện nhẹ tổng giai đoạn này, nhờ (1) kinh nghiệm tốt hơn trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi, (2) giá trị hợp đồng lớn hơn giúp bù đắp các chi phí cố định tốt hơn. Biên lợi nhuận gộp mảng M&C được kỳ vọng lần lượt đạt 1.2% (+0.4 đpt svck) và 1.4% trong GD 2025-2026.

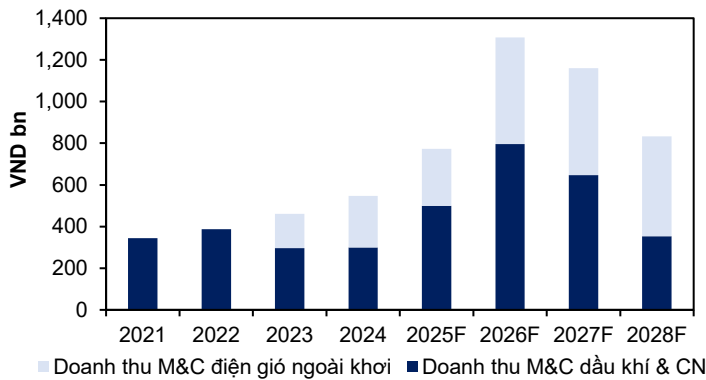
Hình 14: Ước tính và dự phóng của chúng tôi về các hợp đồng M&C của PVS

TT	Dự án	Giá trị HĐ dự kiến (tr. USD)	Ước tính doanh thu 2025 (tr. USD)	Ước tính doanh thu 2025-2030 (tr. USD)	Lưu ý
Dầu khí					
1	Lô B	1,207	344	995	Chúng tôi đã loại trừ backlog của gói thầu tiềm năng cho đường ống ngoài khơi, so với dự phóng cũ.
2	Sư Tử Trắng pha 2B (*)	250	50	250	
3	Lạc Đà Vàng	333	74	272	
4	Nam Du - U Minh (*)	150	-	150	
5	LNG Thị Vải GĐ 2&3 (*)	380	20	372	
6	LNG Sơn Mỹ (*)	300	-	300	
Điện gió ngoài khơi					
7	Changhua 2b&4	300	114	114	
8	Baltica	180	54	171	
9	Fengmiao	100	45	75	
10	HĐ mới kỳ vọng	400	-	400	

(*): Hợp đồng kỳ vọng

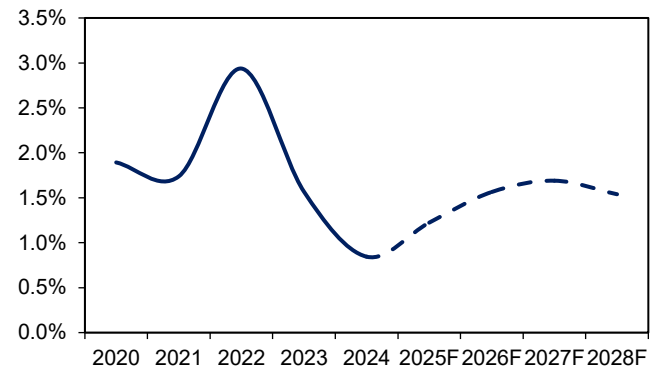
Nguồn: MBS Research dự phóng

Hình 15: Dự phóng của chúng tôi về cấu trúc doanh thu M&C của PVS



Nguồn: PVS, MBS Research dự phóng

Hình 16: Dự phóng biên lợi nhuận gộp mảng M&C của PVS



Nguồn: PVS, MBS Research dự phóng

Về việc tham gia dự án điện hạt nhân: Trong ĐHCĐ thường niên năm 2025, PVS đề cập đến việc tham gia vào hoạt động M&C cho dự án nhà máy điện hạt nhân đầu tiên tại Việt Nam, tập trung vào hệ thống làm mát và cấu trúc thép – các phần được nội địa hóa. Chúng tôi sẽ đưa dự án tiềm năng này vào dự phóng trong GĐ 2025-2030 khi có nhiều thông tin hơn được chia sẻ.

Kế hoạch đầu tư mạnh tay hỗ trợ triển vọng trong dài hạn

FSO Lạc Đà Vàng & FSO Lô B được kỳ vọng là động lực tăng trưởng chính cho mảng FSO/FPPO của công ty

Sau khi được trao hợp đồng FSO cho dự án Lạc Đà Vàng vào cuối năm 2024, PVS đã nhận được Thư trao thầu cho hợp đồng FSO Lô B vào cuối tháng 5 năm 2025. Công ty sẽ đầu tư vào FSO Lô B thông qua một liên doanh nước ngoài, trong đó PVS nắm giữ 51% cổ phần.

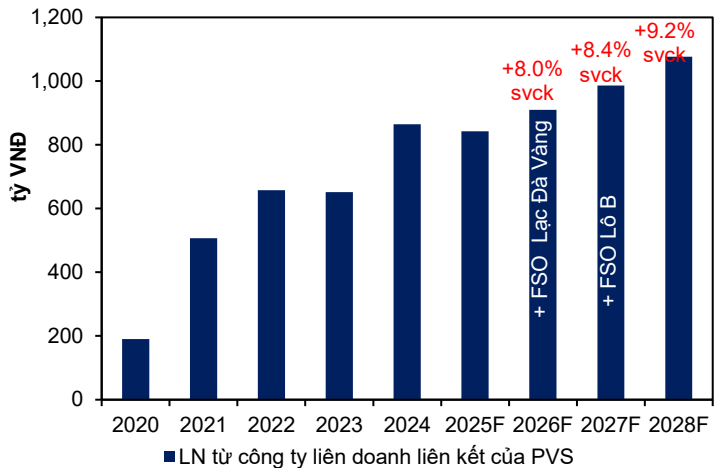
Diễn biến này phù hợp với các dự báo trước đó của chúng tôi, ngoại trừ giá trị hợp đồng cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi tiếp tục kỳ vọng rằng các dự án FSO Lạc Đà Vàng và FSO Lô B sẽ bắt đầu đóng góp vào kết quả kinh doanh của PVS lần lượt từ cuối năm 2026 và cuối năm 2027. Do đó, hai hợp đồng này được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng chính cho mảng FSO/FPPO của công ty, được phản ánh thông qua phần lợi nhuận đóng góp từ các liên doanh và công ty liên kết.

Hình 17: Thông tin FSO Lô B

FSO LÔ B	
Vòng đời dự kiến	25 năm
Tiến độ EPCIC	28 tháng (dự kiến bàn giao vào 2027)
Thời hạn hợp đồng	14 năm cố định, có lựa chọn 9 năm gia hạn
Giá trị hợp đồng	Khoảng 480 triệu USD cho 14 năm cố định, khoảng 600 triệu USD nếu bao gồm 9 năm gia hạn
ROE	> 10%

Nguồn: PVS, MBS Research tổng hợp

Hình 18: Tăng trưởng mảng FSO/FSO thể hiện qua lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết

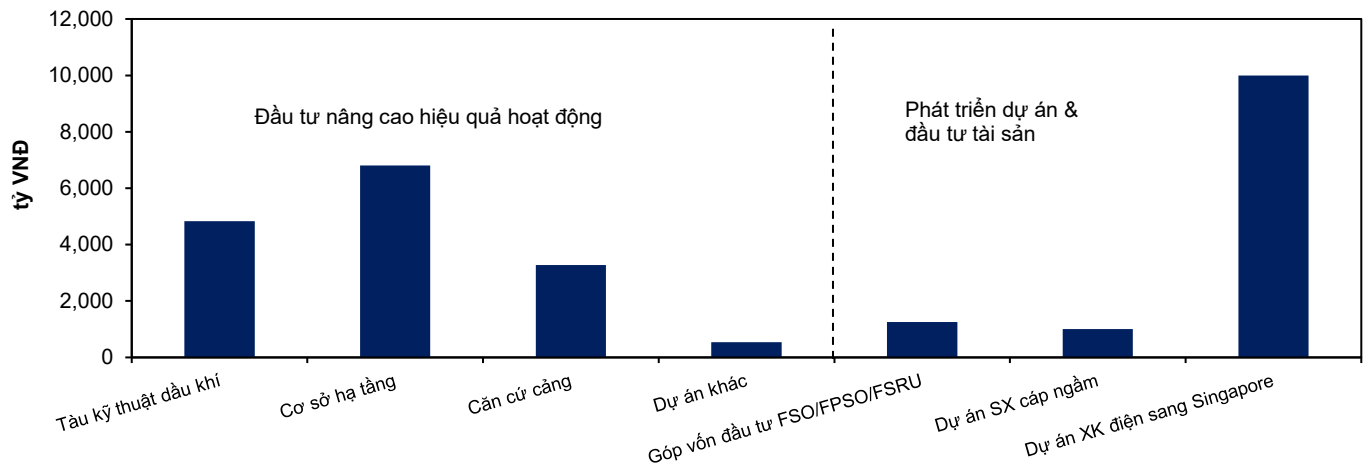


Nguồn: PVS, MBS Research dự phóng

Kế hoạch đầu tư cơ sở hạ tầng và mở rộng công suất cảng

Trong GD 2025-2030, PVS đặt kế hoạch đầu tư rất mạnh tay cho tài sản cố định, tập trung vào cơ sở hạ tầng cho cơ khí và tự động hóa. Chúng tôi đã đưa kế hoạch này vào dự phóng GD tới, tuy nhiên không phản ánh toàn bộ kế hoạch của doanh nghiệp do lo ngại liên quan đến tiến độ giải ngân đầu tư. Ngoài ra, chúng tôi cũng chưa đưa vào dự phóng các kế hoạch đầu tư và tiềm năng lợi nhuận đến từ dự án xuất khẩu điện gió sang Singapore do chưa đủ thông tin để dự phóng.

Hình 19: Kế hoạch đầu tư tài sản cố định của PVS trong giai đoạn 2026-2030 capex investment plan in 2026-2030



Nguồn: PVS, MBS Research tổng hợp

Mặc dù kế hoạch này có thể kéo theo nhu cầu vốn rất lớn trong ngắn và trung hạn, chúng tôi kỳ vọng việc này sẽ hỗ trợ tích cực cho kết quả kinh doanh của PVS trong dài hạn. Theo đó, để phù hợp với kế hoạch, chúng tôi đã điều chỉnh tăng các giả định liên quan sau đây: (1) tăng 4% số lượng tàu kỹ thuật dầu khí tại cuối năm 2029 so với dự phóng cũ, và (2) tăng 20% công suất cảng tại thời điểm cuối 2027, do kỳ vọng mở rộng các cảng Dung Quất và Nghi Sơn – 2 cảng có thể sử dụng được trong hoạt động EPC dầu khí. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng tàu kỹ thuật dầu khí và căn cứ cảng có những điều chỉnh đáng kể, trình bày chi tiết dưới bảng sau.

Dự phóng KQKD giai đoạn 2025-2026

Hình 20: Dự phóng KQKD PVS GD 2025-2026 (đơn vị: tỷ VNĐ)

	2024F	2025F	% svck	% dự phóng cũ	2026F	% svck	% dự phóng cũ	Đánh giá
Doanh thu	23,770	29,970	26.1%	-5.3%	44,444	48.3%	3.3%	
<i>Tàu kỹ thuật dầu khí</i>	2,160	2,311	6.9%	30.4%	2,466	6.7%	19.2%	Điều chỉnh tăng dự phóng để phản ánh mức đầu tư mạnh vào mảng tàu kỹ thuật dầu khí và tín hiệu tích cực trong Quý 1/2025
<i>FSO/FPSO</i>	2,369	2,365	-0.2%	7.6%	2,496	5.5%	4.9%	
<i>Khảo sát địa chất, địa chấn</i>	507	532	5.0%	13.8%	559	5.0%	13.8%	
<i>Cần cẩu cảng</i>	1,550	1,632	5.3%	2.6%	1,714	5.0%	3.1%	
<i>Cơ khí, đóng mới, xây lắp (M&C)</i>	13,770	19,351	40.5%	-15.4%	32,864	69.8%	-0.2%	Loại trừ giả định về backlog tiềm năng từ hợp đồng đường ống ngoài khơi của Lô B
<i>Sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành công trình biển (O&M)</i>	2,767	2,906	5.0%	58.4%	3,051	5.0%	35.2%	Giả định tích cực hơn về khối lượng công việc trong nước nhờ sự tiến triển của các dự án thượng nguồn
<i>Khác</i>	646	873	35.2%	-5.3%	1,294	48.3%	3.3%	
Lợi nhuận gộp	1,065	1,272	19.4%	-12.5%	1,656	30.2%	-21.0%	
<i>Tàu kỹ thuật dầu khí</i>	223	273	22.1%	33.2%	291	6.7%	34.0%	
<i>FSO/FPSO</i>	133	131	-1.2%	-8.0%	150	14.8%	-26.7%	
<i>Khảo sát địa chất, địa chấn</i>	58	60	4.1%	31.6%	64	5.5%	-35.2%	
<i>Cần cẩu cảng</i>	310	334	7.8%	-4.4%	350	4.7%	-6.4%	
<i>Cơ khí, đóng mới, xây lắp (M&C)</i>	116	237	103.5%	-55.0%	514	117.2%	-45.7%	Điều chỉnh giảm biên LNG năm 2026 của các HĐ M&C do giả định thận trọng hơn về tiềm năng cải thiện biên LNG của các HĐ M&C điện gió ngoài khơi
<i>Sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành công trình biển (O&M)</i>	154	162	5.0%	19.4%	170	5.0%	10.6%	
<i>Khác</i>	71	75	6.0%	50.5%	117	55.8%	15.3%	
Biên lợi nhuận gộp	4.5%	4.2%	-0.2 đpt	-0.4 đpt	3.7%	-0.5 đpt	3.7 đpt	
Chi phí bán hàng & QLDN	1,330	1,229	-7.6%	3.5%	1,378	12.1%	-11.1%	
% Chi phí bán hàng và QLDN/ Doanh thu	5.6%	4.1%	-1.5 đpt	0.3 đpt	3.1%	-1 đpt	-0.5 đpt	
Thu nhập tài chính ròng	351	381	8.4%	-21.6%	98	-74.4%	-75.4%	
Lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết	864	842	-2.5%	14.7%	910	8.0%	10.3%	PVS có thể bắt đầu ghi nhận đóng góp từ FSO Lạc Đà Vàng từ nửa cuối năm 2026 và FSO Lô B từ năm 2027
LN trước thuế	1,553	1,635	5.2%	-7.5%	1,887	15.4%	-1.7%	GD 2025-2026, PVS dự kiến không ghi nhận khoản thu đột biến 327 tỷ đồng từ việc giảm nợ như trong 2024. Tuy nhiên, giá trị hoàn nhập dự phòng bảo hành công trình được kỳ vọng sẽ tăng và đóng góp tích cực vào lợi nhuận ròng của PVS. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận đột biến trong năm 2024, LNTT của PVS trong năm 2025 được kỳ vọng sẽ tăng 33.4% svck.
LN sau thuế	1,255	1,341	6.9%	-5.2%	1,548	15.4%	-2.8%	
LN ròng (NPATMI)	1,070	1,153	7.8%	-15.3%	1,331	15.4%	-13.7%	Điều chỉnh giảm dự phóng so với dự phóng gần nhất do (1) giả định biên LNG của mảng M&C thấp hơn, (2) loại trừ một hợp đồng tiềm năng thuộc dự án Lô B và (3) chi phí tài chính tăng do nợ vay tăng để đầu tư tài sản cố định.
EPS (VNĐ/cp)	2,238	2,413	7.8%	-15.3%	2,785	15.4%	-13.7%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HĐKD	2023	2024	2025F	2026F	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	19,374	23,770	29,970	44,444	LN trước thuế	1,277	1,553	1,635	1,887
Giá vốn hàng bán	(18,335)	(22,705)	(28,698)	(42,788)	Khấu hao	493	601	663	789
Lợi nhuận gộp	1,039	1,065	1,272	1,656	Chi phí lãi vay	73	64	100	160
Chi phí quản lý DN	(967)	(1,235)	(1,139)	(1,244)	Các khoản điều chỉnh khác	(963)	(270)	(1,901)	(1,125)
Chi phí bán hàng	(85)	(95)	(90)	(133)	Thay đổi VLĐ	(1,165)	2,394	(737)	163
LN từ HĐKD	(13)	(265)	43	278	LCTT từ HĐKD	(285)	4,343	(240)	1,874
EBITDA thuần	480	336	706	1,067	Đầu tư TSCĐ	(899)	(885)	(1,677)	(3,172)
LN trước thuế & lãi vay	(13)	(265)	43	278	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	5	4	-	-
Thu nhập lãi	790	569	680	578	Các khoản khác	1,712	1,943	(213)	(404)
Chi phí tài chính	(216)	(217)	(299)	(480)	LCTT từ đầu tư	818	1,062	(1,890)	(3,576)
Thu nhập ròng khác	66	603	369	601	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
TN từ các Cty LK & LD	651	864	842	910	Tiền vay ròng nhận được	345	577	1,114	1,568
LN trước thuế	1,277	1,553	1,635	1,887	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
Thuế TNDN	(217)	(299)	(294)	(339)	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(378)	(379)	(335)	(335)
Lợi nhuận sau thuế	1,060	1,255	1,341	1,548	LCTT từ hoạt động TC	(32)	198	779	1,233
Lợi ích cổ đông thiểu số	(34)	(185)	(188)	(217)	Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,219	5,757	11,422	10,070
Lợi nhuận ròng	1,026	1,070	1,153	1,331	LC tiền thuần trong năm	501	5,603	(1,351)	(468)
Chi trả cổ tức	(378)	(379)	(335)	(335)	Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,757	11,422	10,070	9,602
Lợi nhuận giữ lại	649	691	819	996					
Bảng cân đối kế toán	2023	2024	2025F	2026F	Các chỉ số cơ bản	2023	2024	2025F	2026F
Tiền và tương đương tiền	5,757	11,422	10,070	9,602	Tăng trưởng doanh thu thuần	18%	23%	26%	48%
Đầu tư ngắn hạn	4,329	3,886	5,095	6,667	Tăng trưởng EBITDA	-17%	-30%	110%	51%
Phải thu khách hàng	3,111	4,706	4,927	5,966	Tăng trưởng LN từ HĐKD	-112%	n/a	-116%	546%
Hàng tồn kho	1,470	1,830	2,273	3,389	Tăng trưởng LN trước thuế	0%	22%	5%	15%
Các tài sản ngắn hạn khác	1,622	2,038	2,390	3,384	Tăng trưởng LN ròng	4%	4.2%	7.8%	15.4%
Tổng tài sản ngắn hạn	16,290	23,882	24,755	29,009	Tăng trưởng EPS	4%	4.2%	7.8%	15.4%
Tài sản cố định	3,328	3,526	4,631	7,021	Biên LN gộp	5.4%	4.5%	4.2%	3.7%
Tài sản vô hình	63	62	58	55	Biên EBITDA	2.5%	1.4%	2.4%	2.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	373	430	347	348	Biên LN ròng	5.3%	4.5%	3.8%	3.0%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	8.2%	8.1%	8.4%	9.3%
Đầu tư vào công ty LD/LK	4,943	4,729	4,897	5,079	ROAA	3.9%	3.5%	3.3%	3.3%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	2	2	2	2	ROIC	6.7%	6.5%	6.4%	6.5%
Tài sản dài hạn khác	1,253	1,287	1,277	1,950	Vòng quay tài sản	0.7	0.8	0.9	1.1
Tổng tài sản dài hạn	10,126	10,195	11,367	14,605	Cổ tức chi trả/LN ròng	36.8%	35.5%	29.0%	25.1%
Tổng tài sản	26,416	34,077	36,122	43,614	Tổng nợ vay/VCSH	12.8%	11.3%	18.1%	27.1%
Vay & nợ ngắn hạn	1,176	869	927	958	Nợ vay ròng/VCSH	-29.7%	-66.2%	-47.6%	-32.8%
Phải trả người bán	3,513	4,654	4,949	5,774	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	-15.2%	-28.6%	-20.2%	-12.1%
Phải trả ngắn hạn khác	4,371	8,415	8,720	12,254	Khả năng thanh toán lãi vay	(0.2)	(4.1)	0.4	1.7
Tổng nợ ngắn hạn	9,060	13,938	14,596	18,986	Số ngày phải thu	59	72	60	49
Vay & nợ dài hạn	564	790	1,846	3,383	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	29	29	29	29
Các khoản phải trả khác	3,248	4,609	4,357	5,207	Số ngày phải trả tiền bán	70	75	63	49
Tổng nợ dài hạn	3,812	5,399	6,204	8,590	Khả năng thanh toán ngắn hạn	1.8	1.7	1.7	1.5
Tổng nợ	12,872	19,337	20,799	27,575	Khả năng thanh toán nhanh	1.6	1.6	1.5	1.3
Vốn điều lệ	4,780	4,780	4,780	4,780	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.1	1.1	1.0	0.9
Thặng dư vốn cổ phần	40	40	40	40	Định giá				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	2,148	2,238	2,413	2,785
LN giữ lại	4,048	4,082	4,324	4,615	BVPS (đồng/cp)	26,852	28,388	29,340	30,510
Các quỹ thuộc VCSH	3,451	3,796	3,988	4,249	P/E (lần)	15.7	15.1	14.0	12.1
Chênh lệch tỷ giá	516	522	543	549	P/B (lần)	1.3	1.2	1.2	1.1
Vốn chủ sở hữu	12,834	13,569	14,024	14,583					
Lợi ích cổ đông thiểu số	710	1,171	1,299	1,456					
Tổng vốn chủ sở hữu	13,544	14,740	15,323	16,039					
Tổng nợ và VCSH	26,416	34,077	36,122	43,614					

Nguồn: PVS, MBS Research dự phóng

MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: www.mbs.com.vn

NGHIÊN CỨU CTCP CHỨNG KHOÁN MB

Giám đốc Khối Nghiên cứu

Trần Thị Khánh Hiền

Trưởng phòng

Nguyễn Tiến Dũng

Vĩ mô & Chiến lược thị trường

Nghiêm Phú Cường

Ngô Quốc Hưng

Đinh Hà Anh

Võ Đức Anh

Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính

Đinh Công Luyến

Phạm Thị Thanh Hương

Bất động sản

Nguyễn Minh Đức

Lê Hải Thành

Phạm Thị Thanh Huyền

Công nghiệp – Năng lượng

Nguyễn Hà Đức Tùng

Mai Duy Anh

Dịch vụ - Tiêu dung

Nguyễn Quỳnh Ly

Nguyễn Phương Anh