

CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)
MUA +72,9%

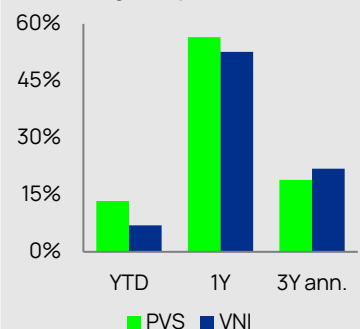
Ngành	Dầu khí
Ngày báo cáo	10/08/2026
Giá hiện tại	34.000 VND
Giá mục tiêu	58.800 VND
Giá mục tiêu gần nhất	60.000 VND
TL tăng	+72,9%
Lợi suất cổ tức	0,0%
Tổng mức sinh lời	+72,9%

GT vốn hóa	17,5 nghìn tỷ đồng
Room KN	5,8 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	107,8 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51,4%
SL cổ phiếu lưu hành	511,4 tr
Pha loãng	511,4 tr

	PVS	VNI
P/E (trượt)	10,3x	13,5x
P/B	1,0x	2,0x
ROE	12,6%	16,3%
ROA	4,9%	2,4%

Tổng quan Công ty

Là thành viên của Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN) và là nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật (không bao gồm dịch vụ khoan) duy nhất trong nước cho ngành dầu khí, PVS chiếm thị phần lớn nhất tại các lĩnh vực liên quan, bao gồm tàu hỗ trợ xa bờ (màng tàu, thị phần 97%), cơ khí và xây dựng (M&C), căn cứ cảng dịch vụ (màng cảng, 100%) và kho nổi chứa dầu (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 21 tàu, ba FSO và hai FPSO.

Diễn biến giá cổ phiếu


Dương Tấn Phước
Chuyên viên Cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	32.556	41.924	48.282	45.015
% YoY	37,0%	28,8%	15,2%	-6,8%
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.821	2.193	2.243	2.892
% YoY	70,2%	20,5%	2,3%	28,9%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	1.730	1.825	2.243	2.892
% YoY	69,5%	5,5%	22,9%	28,9%
Biên lợi nhuận gộp	5,6%	7,3%	7,5%	8,2%
Biên EBITDA	3,7%	3,4%	4,7%	6,1%
Biên lợi nhuận từ HĐKD	1,3%	1,2%	2,6%	3,8%
Biên lợi nhuận ròng	5,8%	5,6%	4,9%	6,8%
ROE	11,8%	12,6%	11,4%	13,0%
EV/EBITDA	3,0x	4,3x	3,0x	1,9x
P/E	11,8x	9,8x	9,6x	7,5x
P/B	1,2x	1,0x	0,9x	0,8x

Lợi nhuận năm 2026 cao hơn; backlog dài hạn lớn hơn trong chu kỳ tăng trưởng của ngành

- Chúng tôi giảm 2,0% giá mục tiêu cho Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS) xuống 58.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Việc giảm giá mục tiêu chủ yếu do (1) giả định lãi suất phi rủi ro tăng 1,0 điểm % lên 7,0%, một phần được bù đắp bởi (2) mức tăng 1,3% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi (tương ứng +18%/–6%/–2%/–3%/+5% cho dự báo các năm 2026–30).
- Tổng LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo cao hơn chủ yếu do (1) giả định backlog mảng cơ khí và xây dựng (M&C) giai đoạn 2026–2030 cao hơn 18,5%, (2) việc bổ sung khoản thu nhập đền bù bất thường và mức hoàn nhập dự phòng bảo hành lớn hơn trong năm 2026, và (3) mức tăng 7% trong tổng lãi tỷ giá thuận giai đoạn 2026–2030. Những yếu tố này bù đắp cho chi phí bán hàng & quản lý (SG&A) cao hơn, phản ánh xu hướng chi phí trong 6T 2026 và việc tái phân loại theo Thông tư 99/2025/TT-BTC.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo năm 2026 sẽ tăng 20% YoY, nhờ (1) doanh thu M&C cao hơn 35% YoY và thu nhập khác ròng ở mức cao. Đối với năm 2027, chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi sẽ tăng 23% YoY, nhờ (1) doanh thu M&C cao hơn 18% YoY; (2) biên lợi nhuận gộp mảng M&C mở rộng 0,5 điểm % YoY, được hỗ trợ bởi hiệu quả thi công các dự án điện gió ngoài khơi được cải thiện và tiến độ cao điểm của dự án Lô B, và (3) thu nhập tài chính cao hơn 36% YoY nhờ lãi tỷ giá thuận tăng khi doanh thu quốc tế tăng.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) của EPS báo cáo/cốt lõi lần lượt đạt 15%/26% trong giai đoạn 2026–28, nhờ dự báo backlog mảng M&C đạt 7,0 tỷ USD cho giai đoạn 2026–30 và lợi nhuận từ các liên doanh FSO/FPSO tăng từ 729 tỷ đồng trong năm 2026 lên 995 tỷ đồng trong năm 2028. Định giá của PVS hấp dẫn với P/E báo cáo năm 2026 là 9,8 lần (PEG tương ứng 0,7) so với P/E trung bình 5 năm là 17,8 lần.
- Yếu tố hỗ trợ:** Tiềm năng trúng hợp đồng trị giá 3 tỷ USD tại Qatar (trang 18), hoàn nhập dự phòng bảo hành cao hơn dự kiến (4,1 nghìn tỷ đồng; cuối quý 2/2026), chia cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 20%, niêm yết trên HOSE.
- Rủi ro:** Biên lợi nhuận mảng M&C thấp hơn dự kiến.

Thu nhập đền bù và hoàn nhập dự phòng thúc đẩy lợi nhuận năm 2026. Trong quý 2/2026, PVS đã ghi nhận 459 tỷ đồng thu nhập đền bù, mà chúng tôi cho rằng đến từ việc hủy hợp đồng EPC 35 chân đế/móng thuộc dự án điện gió ngoài khơi Formosa tại Đài Loan (cao hơn giả định 100 tỷ đồng của chúng tôi). Ngoài ra, PVS chưa ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành nào trong 6T 2026 (công ty kế hoạch ở mức 635 tỷ đồng so với dự báo 150 tỷ đồng của chúng tôi), trong đó khoảng 600 tỷ đồng liên quan đến dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt, nơi PVS kỳ vọng sẽ ký nghiệm thu cuối cùng trong năm nay. Do đó, chúng tôi nâng dự báo thu nhập khác ròng năm 2026 lên 1,1 nghìn tỷ đồng (từ 250 tỷ đồng).

Chúng tôi nâng giả định backlog mảng M&C giai đoạn 2026–2030 thêm 19% lên 7,0 tỷ USD. PVN đặt mục tiêu tái khởi động dự án Cá Voi Xanh trong quý 4/2026, qua đó hỗ trợ FID vào nửa cuối năm 2027/nửa đầu năm 2028 (sớm hơn giả định trước đây của chúng tôi là nửa cuối năm 2028); trong khi PVS kỳ vọng dự án Hải Sư Vàng đạt FID trong năm 2027 (sớm hơn một năm so với giả định trước đây của chúng tôi). Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò & khai thác (E&P) trong nước sẽ tiếp tục được củng cố nhờ Luật Dầu khí sửa đổi (dự kiến được thông qua vào tháng 8/2026) và nghị định về cơ chế đặc thù cho PVN trong nửa cuối năm 2026. PVS đã ký được 28,6 nghìn tỷ đồng backlog cho năm 2026 và hơn 20 nghìn tỷ đồng cho năm 2027 (lần lượt 98%/58% dự báo của chúng tôi) (trang 5).

Triển vọng năm 2026: LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo dự kiến tăng 20% YoY nhờ doanh thu M&C mạnh & thu nhập bất thường

Hình 1: Dự báo năm 2026 của Vietcap

Tỷ đồng (trừ khi được nêu rõ)	2025	Dự báo 2026	YoY	Dự báo 2026 mới so với cũ	Giải thích: (a) Tăng trưởng YoY (b) Thay đổi dự báo so với trước đây
Doanh thu thuần	32.556	41.924	29%	1%	PVS kế hoạch doanh thu năm 2026 đạt 33,0 nghìn tỷ đồng (79% dự báo của chúng tôi). Trong giai đoạn 2022-2025, doanh thu thực tế vượt kế hoạch trung bình 52%.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	1.840	2.575	40%	27%	(b) 6T 2026 đạt 1.532 tỷ đồng (+66% YoY; 76% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi).
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	2.792	3.071	10%	0%	(b) 6T 2026 đạt 1.369 tỷ đồng (+7% YoY; 45% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi)
Khảo sát địa chấn và ROV	559	335	-40%	-45%	(b) 6T 2026 đạt 137 tỷ đồng (-43% YoY; 22% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi).
Cần cẩu cảng dịch vụ	1.994	2.193	10%	5%	(b) 6T 2026 đạt 1.164 tỷ đồng (+27% YoY; 56% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi).
Cơ khí và xây dựng (M&C)	21.625	29.136	35%	-3%	(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, một hợp đồng điện gió ngoài khơi tại Hàn Quốc và Kho cảng LNG Thị Vải – Giai đoạn 2, và (2) tiến độ cao điểm của dự án Lô B và Lạc Đà Vàng. (b) 6T 2026 đạt 10.491 tỷ đồng (+19% YoY; 35% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi). Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ mạnh hơn trong nửa cuối năm khi hoạt động ghi nhận doanh thu M&C tăng tốc về cuối năm.
Vận hành và bảo trì (O&M)	3.167	3.800	20%	14%	(b) 6T 2026 đạt 2.103 tỷ đồng (+98% YoY; 63% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi).
Khác	581	813	40%	33%	(b) 6T 2026 đạt 492 tỷ đồng (+205% YoY; 81% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi).
LN gộp	1.809	3.052	69%	3%	
OSV	299	419	40%	27%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	158	174	10%	0%	
Khảo sát địa chấn & ROV	109	65	-40%	-45%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	398	482	21%	5%	
M&C	592	1.457	146%	-3%	(a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ cải thiện lên 5,0% (+2,3 điểm % YoY), chủ yếu phản ánh sự thay đổi trong chuẩn mực kế toán, đồng thời được hỗ trợ bởi hiệu quả thi công các dự án điện gió ngoài khơi được cải thiện và đóng góp cao hơn từ dự án Lô B.
Vận hành và bảo trì (O&M)	131	361	175%	14%	(a) Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp sẽ phục hồi về mức 9,5% - mức trung bình trong quá khứ. Ban lãnh đạo cho biết mức giảm so với cùng kỳ trong năm 2025 chủ yếu do việc trì hoãn thực hiện một số hợp đồng lớn theo yêu cầu của khách hàng, với khối lượng công việc này được chuyển sang năm 2026, qua đó hỗ trợ khả năng dự báo lợi nhuận.
Khác	122	94	-22%	33%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-110	-755	584%	25%	(a & b) Phản ánh Thông tư 99/2025/TT-BTC, theo đó dự phòng bảo hành công trình xây dựng ngắn hạn được ghi nhận vào chi phí bán hàng thay vì giá vốn hàng bán kể từ ngày 1/1/2026. (b) 6T 2026 đạt 466 tỷ đồng (77% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi).
Chi phí quản lý (G&A)	-1.275	-1.803	41%	23%	(b) Chi phí quản lý trong 6T 2026 đạt 842 tỷ đồng (57% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi), một phần do các chi phí liên quan đến chiến tranh Mỹ-Iran.
LN từ HĐKD (EBIT)	424	495	17%	-45%	
Thu nhập tài chính	927	768	-17%	1%	
Chi phí tài chính	-128	-175	37%	0%	
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	834	729	-13%	0%	
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	98	1.095	1013%	338%	(b) Chúng tôi bổ sung khoản thu nhập đến bù 460 tỷ đồng được ghi nhận trong quý 2/2026 (so với giả định 100 tỷ đồng trước đây của chúng tôi) và nâng giả định hoàn nhập dự phòng bảo hành lên 635 tỷ đồng (so với 150 tỷ đồng trước đây) theo kế hoạch của ban lãnh đạo.
LNST	2.156	2.911	35%	18%	
LNST trước lợi ích CĐTS	1.899	2.329	23%	18%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	1.821	2.193	20%	18%	6T 2026 đạt 941 tỷ đồng (+37% YoY; 51% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi). (a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) doanh thu M&C cao hơn 35% YoY từ backlog lớn, và (2) thu nhập khác ở mức cao trong năm 2026. Những yếu tố này bù đắp cho (3) thu nhập tài chính ước tính thấp hơn và (4) lợi nhuận từ các liên doanh thấp hơn. (b) Chủ yếu nhờ thu nhập khác ròng cao hơn, bù đắp cho chi phí SG&A cao hơn.
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (*)	1.730	1.825	6%	-1,5%	LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi 6T 2026 đạt 582 tỷ đồng (-32% YoY; 31% dự báo 2026 trước đây của chúng tôi). (b) Chi phí SG&A cao hơn bù đắp cho giả định hoàn nhập dự phòng bảo hành lớn hơn, mà chúng tôi xem là khoản mục cốt lõi.

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.

Triển vọng năm 2027: LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi dự kiến tăng 23% YoY nhờ tăng trưởng mảng M&C và biên lợi nhuận mở rộng

Hình 2: Dự báo năm 2027 của Vietcap

Tỷ đồng (trừ khi được nêu rõ)	Dự báo 2026	Dự báo 2027	YoY	Giải thích cho tăng trưởng YoY
Doanh thu thuần	41.924	48.282	15%	Được thúc đẩy bởi tăng trưởng doanh thu M&C 18,0% YoY và doanh thu cao hơn từ các mảng khác, được hỗ trợ bởi xu hướng gia tăng của hoạt động E&P.
Tàu hỗ trợ xa bờ (OSV)	2.575	2.704	5%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	3.071	3.378	10%	
Khảo sát địa chấn và ROV	335	403	20%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	2.193	2.413	10%	
Cơ khí và xây dựng (M&C)	29.136	34.391	18%	Được thúc đẩy bởi (1) đóng góp mới từ dự án Hải Sư Vàng, và (2) các dự án đang triển khai như Lô B, Lạc Đà Vàng, Nam Du U Minh, Khánh Mỹ Đầm Dơi và các dự án trang trại điện gió ngoài khơi khác
Vận hành và bảo trì (O&M)	3.800	4.180	10%	
Khác	813	813	0%	
LN gộp	3.052	3.622	19%	
OSV	419	440	5%	
Dịch vụ quản lý FPSO/FSO	174	191	10%	
Khảo sát địa chấn và ROV	65	78	20%	
Cần cẩu cảng dịch vụ	482	530	10%	
M&C	1.457	1.892	30%	Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng M&C sẽ tăng 0,5 điểm % YoY lên 5,5%, được hỗ trợ bởi hiệu quả thi công các dự án điện gió ngoài khơi được cải thiện và đóng góp từ dự án Lô B.
Vận hành và bảo trì (O&M)	361	397	10%	
Khác	94	94	0%	
Chi phí bán hàng và Marketing	-755	-773	2%	
Chi phí quản lý (G&A)	-1.803	-1.584	-12%	Do chúng tôi kỳ vọng các chi phí nhân sự liên quan đến Trung Đông sẽ không lặp lại.
LN từ HĐKD (EBIT)	495	1.266	156%	
Thu nhập tài chính	768	1.043	36%	Được thúc đẩy bởi lãi tỷ giá thuận cao hơn khi doanh thu quốc tế tăng lên 22% tổng doanh thu từ mức 15% trong năm 2026.
Chi phí tài chính	-175	-180	3%	
Lợi nhuận/lỗ từ các liên doanh FSO/FPSO	729	848	16%	Phản ánh đóng góp cả năm của FSO Lạc Đà Vàng
Lợi nhuận/lỗ ròng khác	1.095	0	-100%	Chúng tôi dự báo PVS sẽ không có khoản hoàn nhập dự phòng nào sau năm 2026, do hiện tại chúng tôi đã ghi nhận toàn bộ khoản hoàn nhập 635 tỷ đồng theo kế hoạch của PVS trong năm 2026.
LNTT	2.911	2.977	2%	
LNST trước lợi ích CĐTTS	2.329	2.382	2%	
LNST sau lợi ích CĐTTS báo cáo	2.193	2.243	2%	Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) doanh thu M&C tăng 18% YoY, đi cùng với biên lợi nhuận gộp mảng M&C tăng 0,5 điểm % YoY; (2) chi phí quản lý thấp hơn 12% YoY; và (3) lợi nhuận từ các liên doanh cao hơn 16% YoY. Những yếu tố này bù đắp cho dự báo của chúng tôi về việc không có thu nhập khác.
LNST sau lợi ích CĐTTS cốt lõi (*)	1.825	2.243	23%	Tăng trưởng được thúc đẩy bởi doanh thu M&C và biên lợi nhuận mở rộng

Nguồn: PVS, Vietcap. Lưu ý: (*) LNST sau lợi ích CĐTTS 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 nâng giả định backlog mảng M&C giai đoạn 2026-2030 lên 7,0 tỷ USD (+18,5% từ mức 5,9 tỷ USD). Mức tăng này chủ yếu phản ánh (1) việc dịch chuyển tiến độ sớm hơn một năm và quy mô lớn hơn của dự án Cá Voi Xanh (641 triệu USD được ghi nhận trong giai đoạn 2026-30 so với dự báo 318 triệu USD trước đây), (2) khối lượng công việc điện gió ngoài khơi lớn hơn trong giai đoạn 2026-2030, bao gồm 1.700 triệu USD từ các dự án nước ngoài (so với 1.400 triệu USD trước đây) và 800 triệu USD từ các dự án trong nước (so với 400 triệu USD trước đây), phản ánh kế hoạch và chiến lược mới của PVS (trang 19) cùng triển vọng điện gió ngoài khơi tích cực hơn (trang 16). Chúng tôi cũng giả định backlog các dự án trên bờ đạt 50-100 triệu USD mỗi năm khi PVS có kế hoạch mở rộng hoạt động EPC.

PVS nâng kế hoạch doanh thu giai đoạn 2026-2030 lên 210-220 nghìn tỷ đồng (cao hơn khoảng 39% so với kế hoạch trước đây là 150-160 nghìn tỷ đồng công bố vào tháng 10/2025). Khoảng dự báo mới này cao hơn 98%-108% so với tổng doanh thu giai đoạn 2021-2025, qua đó cho thấy khả năng dự báo lợi nhuận vững chắc của công ty. Riêng năm 2030, PVS đặt mục tiêu doanh thu 60 nghìn tỷ đồng, tương ứng CAGR doanh thu giai đoạn 2025-2030 đạt 13%.

Trong buổi gặp gỡ NĐT vào tháng 6/2026, PVS chia sẻ rằng backlog năm 2027 ước tính tương đương khoảng 70% giá trị thực hiện dự kiến của năm 2026, tức hơn 20 nghìn tỷ đồng. Điều này đồng nghĩa với backlog đã ký khoảng 28,6 nghìn tỷ đồng/20 nghìn tỷ đồng cho năm 2026/2027, tương đương 98%/58% dự báo doanh thu M&C của chúng tôi. Tuy vậy, ban lãnh đạo cho biết PVS đang tiếp tục tích cực đấu thầu các dự án mới để mở rộng khối lượng công việc.

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 (30% 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 (28% giả định backlog điện gió ngoài khơi của chúng tôi) và 1,1 tỷ USD từ các dự án dầu khí (cụ thể là 675 triệu USD từ Lô B, 102 triệu USD từ Lạc Đà Vàng và 364 triệu USD từ Sư Tử Trắng Giai đoạn 2B).

Hình 3: 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
A = I + II	Dự án ngoài khơi		821	1.039	1.071	894	1.467	1.650	6.121
I	Dự án dầu khí		545	812	691	343	300	500	2.646
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	42	100	500	641
8	Hải Sư Vàng	Việt Nam	0	0	100	200	200	0	500
II	Dự án điện gió ngoài khơi		276	227	380	551	1.168	1.150	3.475
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	750	1.700
11	Dự án điện gió ngoài khơi trong nước	Việt Nam	0	0	0	0	400	400	800
12	Doanh thu M&C khác		0	0	0	0	0	0	0
B	Dự án trên bờ		9	57	197	188	250	220	912
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	0	0	0	30	120	150
4	Kho cảng LNG Sơn Mỹ	Việt Nam	0	0	90	90	120	0	300
5	Các dự án trên bờ khác	Việt Nam	0	0	50	50	100	100	300
C = A+B	Tổng cộng (triệu USD)		829	1.095	1.268	1.082	1.717	1.870	7.033

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

Cập nhật dự báo dài hạn

Chúng tôi nâng tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026–2030 thêm 1,3%, chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 18,5% trong giả định backlog mảng M&C giai đoạn 2026–2030 của chúng tôi; (2) thu nhập đền bù bất thường và mức hoàn nhập dự phòng bảo hành lớn hơn, chủ yếu có lợi cho lợi nhuận năm 2026; và (3) mức tăng 7% trong giả định tổng lãi tỷ giá thuần lên 2,9 nghìn tỷ đồng. Lãi tỷ giá cao hơn phản ánh đóng góp lớn hơn từ các dự án M&C ở nước ngoài, qua đó làm tăng doanh thu bằng USD của PVS trong khi một phần đáng kể chi phí vẫn bằng VND. Những yếu tố này bù đắp cho giả định chi phí SG&A cao hơn của chúng tôi, phản ánh xu hướng chi phí trong 6T 2026 và tác động của việc tái phân loại theo Thông tư 99/2025/TT-BTC.

Hình 4: Cập nhật dự báo LNST sau lợi ích CĐTS

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	Giai đoạn 2026-30
Tỷ lệ tăng của tỷ giá USD/VND	3,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	
Doanh thu quốc tế	7.848	6.286	10.474	16.613	20.999	20.037	
% tổng doanh thu	24,1%	15,0%	21,7%	36,9%	32,4%	30,7%	
Lãi tỷ giá thuần	493	241	402	637	806	769	2.855
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	68	83	70	70	70	70	
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS mới	1.821	2.193	2.243	2.892	3.171	3.011	13.510
Dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cũ	1.821	1.853	2.376	2.964	3.269	2.876	13.338
% thay đổi dự báo	0,0%	18,4%	-5,6%	-2,4%	-3,0%	4,7%	1,3%

Nguồn: Vietcap

Định giá

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

Chúng tôi giảm 2,0% giá mục tiêu cho PVS xuống 58.800 đồng/cổ phiếu và duy trì khuyến nghị MUA. Mức giảm này được thúc đẩy bởi (1) giả định lãi suất phi rủi ro tăng 1,0 điểm % lên 7,0%, qua đó nâng WACC lên 15,2% từ mức 14,4%, một phần được bù đắp bởi (2) mức tăng 1,3% trong tổng dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2026-2030 của chúng tôi.

Hình 5: Tổng hợp định giá

Định giá CKDT	
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	61.900
Chiết khấu cho tính minh bạch hạn chế	5%
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)	58.800
P/E báo cáo dự phóng năm 2026/2027 tại giá mục tiêu	17,0x/16,6x

Nguồn: Vietcap

Hình 6: Giả định và định giá CKDT

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Hệ số beta	1,3	1,3	GTHT của DTTD	3.029
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0	GTHT của giá trị cuối (TT 4,0%)	16.279
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	7,0	GTHT của DTTD và GT cuối	19.308
Chi phí VCSH %	16,4	17,4	Tăng: Tiền mặt + Tiền gửi ngắn hạn	17.163
Chi phí lãi vay %	8,0	8,0	Giảm: Nợ vay	2.018
Mức thuế doanh nghiệp %	20,0	20,0	Giảm: Lợi ích CĐTS	2.810
Nợ vay %	20,0	20,0	Giá trị vốn chủ sở hữu	31.643
VCSH %	80,0	80,0	Pha loãng (triệu)	511
WACC %	14,4	15,2	Giá trị CKDT/CP (đồng)	61.900

Nguồn: Dự báo của Vietcap

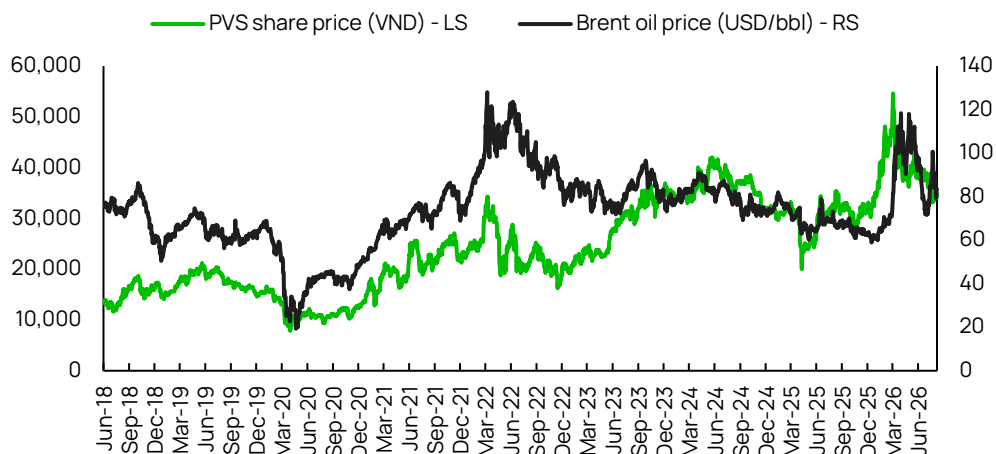
Hình 7: Chiết khấu dòng tiền

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	2.319	2.115	2.784	2.930	2.798
Từ PVS	1.590	1.266	1.789	1.893	2.029
Từ liên doanh FSO/FPSO (*)	729	848	995	1.036	769
+ Khấu hao	1.428	1.501	1.716	1.793	1.870
Từ PVS	939	1.003	1.067	1.131	1.195
Từ liên doanh FSO/FPSO	488	498	649	662	675
- Thuế	-464	-423	-557	-586	-560
- Vốn đầu tư XDCB	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047	-1.647
Từ PVS	-2.047	-2.047	-2.047	-2.047	-1.647
Từ liên doanh FSO/FPSO	0	0	0	0	0
- Thay đổi vốn hoạt động	-2.324	-538	748	-2.419	1.117
Dòng tiền tự do (DTTD)	-1.087	609	2.644	-328	3.579
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	-1.013	492	1.857	-200	1.893
Tổng GTHT của DTTD	-1.013	-521	1.336	1.136	3.029

Nguồn: Vietcap. Lưu ý: Báo cáo tài chính của PVS không phản ánh tài sản và nợ của các liên doanh FPSO/FSO do các liên doanh này không được hợp nhất vào PVS. Do đó, chúng tôi đưa tài sản và nợ của các liên doanh này vào mô hình CKDT để phản ánh đầy đủ tác động của chúng đối với PVS; (*) Lợi nhuận ròng từ các liên doanh.

Phân tích độ nhạy

Hình 8: Giá cổ phiếu PVS và giá dầu Brent

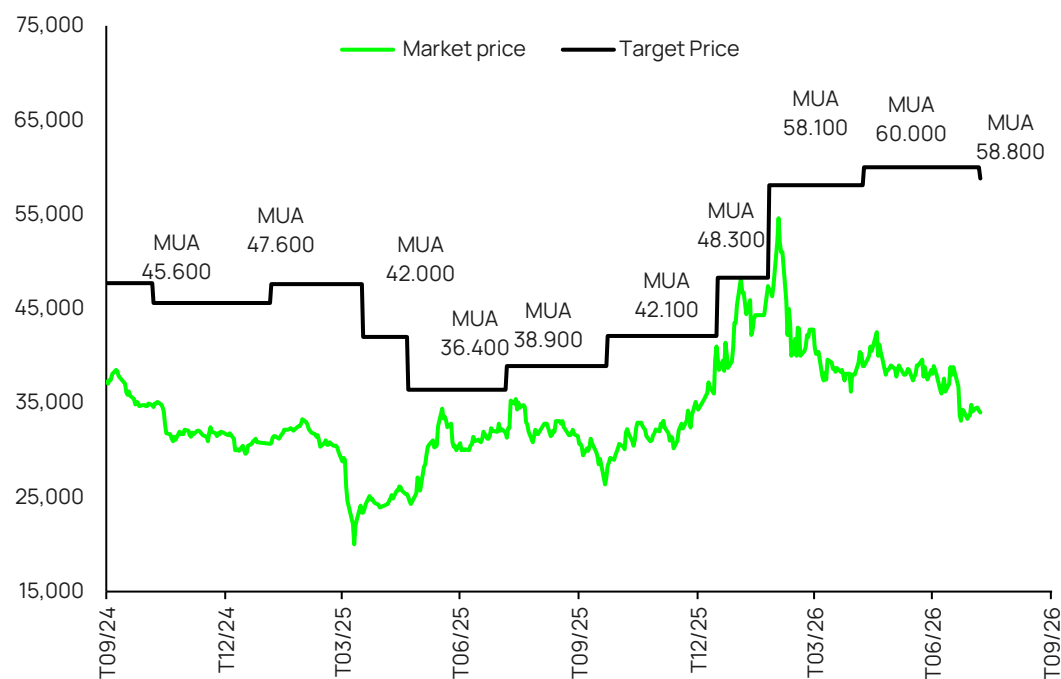


Nguồn: FiinPro, Vietcap

Giá cổ phiếu PVS trong quá khứ có mối tương quan thuận rất cao với giá dầu thô, mà chúng tôi cho rằng đến từ kỳ vọng của nhà đầu tư rằng giá dầu cao hơn có thể dẫn đến giá dịch vụ cao hơn cũng như nhiều khối lượng công việc hơn cho PVS. Chúng tôi cho rằng trong thời gian tới, mối tương quan giữa giá cổ phiếu PVS và giá dầu sẽ giảm dần khi đóng góp lợi nhuận từ mảng M&C điện gió ngoài khơi gia tăng và hoạt động đầu tư E&P của Việt Nam tăng tốc, được hỗ trợ bởi các diễn biến chính sách gần đây.

Diễn biến khuyến nghị

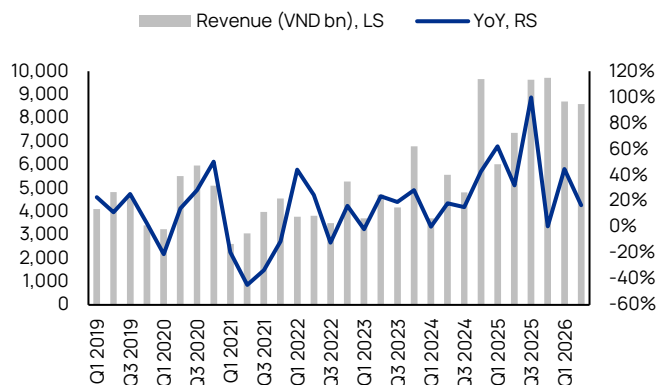
Hình 9: Giá mục tiêu của Vietcap và giá cổ phiếu trong quá khứ (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

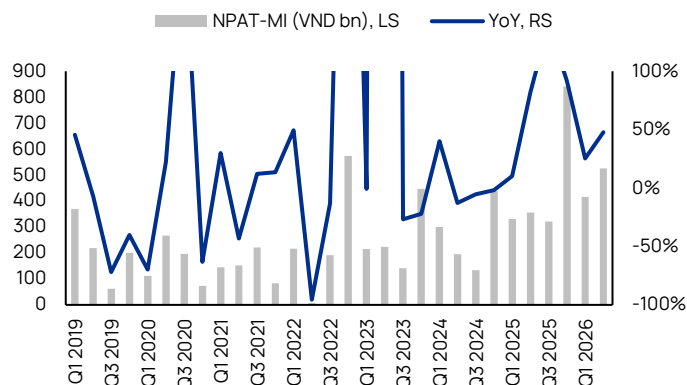
KQKD theo quý

Hình 10: Doanh thu theo quý của PVS



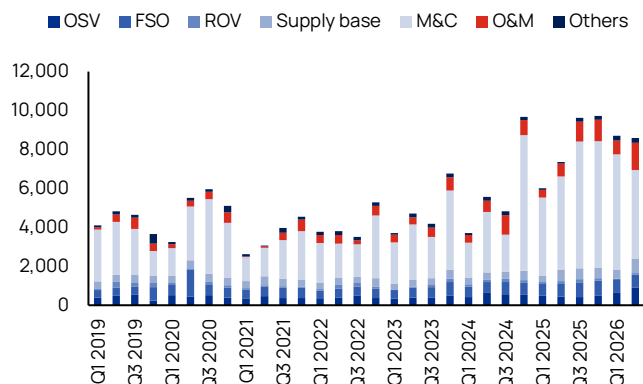
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS theo quý của PVS



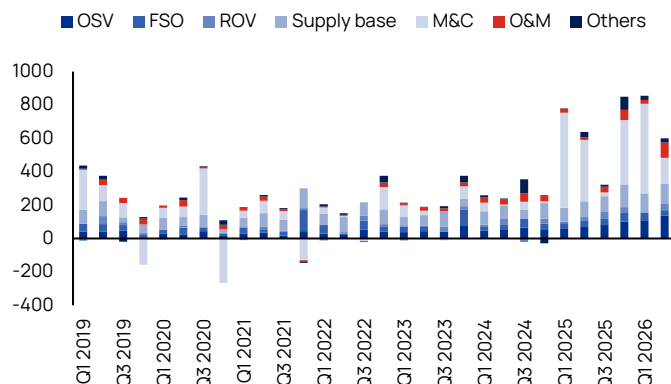
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 12: Cơ cấu doanh thu theo mảng của PVS (tỷ đồng)



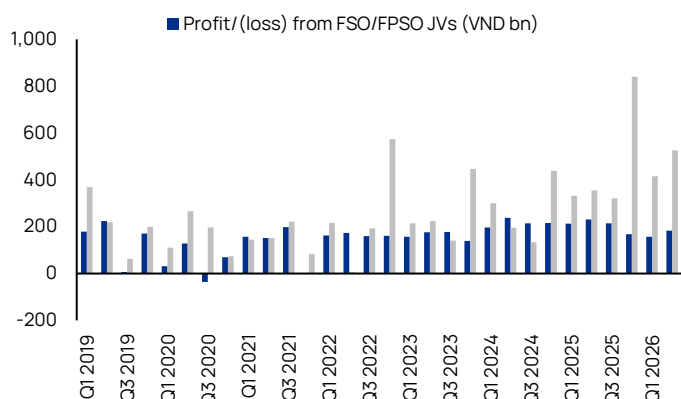
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 13: Cơ cấu lợi nhuận gộp theo mảng của PVS (tỷ đồng)



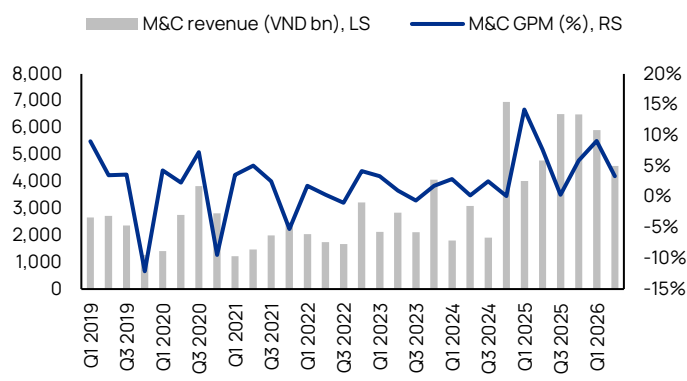
Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 14: LNST sau lợi ích CĐTS của PVS



Nguồn: PVS, Vietcap

Hình 15: Doanh thu và biên lợi nhuận gộp mảng M&C (*)



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

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	32.556	41.924	48.282	45.015
Giá vốn hàng bán	-30.747	-38.872	-44.659	-41.346
Lợi nhuận gộp	1.809	3.052	3.622	3.670
Chi phí bán hàng	-110	-755	-773	-720
Chi phí quản lí DN	-1.275	-1.803	-1.584	-1.260
LN từ HĐKD	424	495	1.266	1.689
Thu nhập tài chính	927	768	1.043	1.289
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	1.095	0	100
LNTT	2.156	2.911	2.977	3.838
Thuế TNDN	-257	-582	-595	-768
LNST trước lợi ích CĐTS	1.899	2.329	2.382	3.071
Lợi ích CĐTS	-79	-136	-139	-179
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	1.821	2.193	2.243	2.892
EBITDA	1.220	1.434	2.269	2.756
EPS báo cáo, VND	2.871	3.459	3.537	4.560
EPS cốt lõi ⁽¹⁾ , VND	2.728	2.878	3.537	4.560
EPS pha loãng, VND	2.871	3.459	3.537	4.560
DPS, VND	0	0	700	700
DPS/EPS (%)	0,0%	0,0%	19,8%	15,4%
(1) Điều chỉnh cho khoản mục bất thường				

RATIOS	2025	2026F	2027F	2028F
Tăng trưởng				
Doanh thu	37,0%	28,8%	15,2%	-6,8%
LN từ HĐKD	N.M.	16,6%	156,0%	33,4%
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi (1)	69,5%	5,5%	22,9%	28,9%
EPS cốt lõi (1)	99,7%	5,5%	22,9%	28,9%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	5,6%	7,3%	7,5%	8,2%
Biên LN từ HĐKD %	1,3%	1,2%	2,6%	3,8%
Biên EBITDA %	3,7%	3,4%	4,7%	6,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	5,6%	5,2%	4,6%	6,4%
ROE %	11,8%	12,6%	11,4%	13,0%
ROA %	5,0%	5,4%	5,0%	5,8%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	30	29	29	29
Số ngày phải thu	76	81	81	81
Số ngày phải trả	69	61	64	67
TG luân chuyển tiền	37	49	46	43
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,7	1,7	1,7	1,9
CS thanh toán nhanh	1,5	1,5	1,5	1,7
CS thanh toán tiền mặt	0,7	0,7	0,7	0,8
Nợ/Tài sản	2,5%	7,2%	9,2%	11,2%
Nợ/Vốn sử dụng	5,6%	14,1%	17,3%	19,6%
Nợ/Vốn CSH	-91,9%	-67,9%	-57,5%	-58,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	6,2x	6,6x	15,9x	12,5x

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền và tương đương	11.585	11.356	12.150	15.305
Đầu tư TC ngắn hạn	4.275	4.275	4.275	4.275
Các khoản phải thu	7.303	9.297	10.707	9.982
Hàng tồn kho	3.234	3.095	3.555	3.292
TS ngắn hạn khác	621	621	621	621
Tổng TS ngắn hạn	27.018	28.644	31.308	33.475
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
Tổng TS dài hạn	11.548	13.866	16.256	17.930
Tổng Tài sản	38.566	42.510	47.564	51.405
Phải trả ngắn hạn	6.957	6.488	7.821	7.580
Nợ ngắn hạn	189	1.041	1.148	1.284
Nợ ngắn hạn khác	9.189	9.189	9.189	9.189
Tổng nợ ngắn hạn	16.335	16.718	18.157	18.053
Nợ dài hạn	777	2.010	3.243	4.475
Nợ dài hạn khác	5.245	5.245	5.245	5.245
Tổng nợ	22.357	23.972	26.644	27.773
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	12.062	14.305	16.839
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	1.186	1.322	1.461	1.640
Vốn chủ sở hữu	16.209	18.538	20.920	23.632
Tổng cộng nguồn vốn	38.566	42.510	47.564	51.405
CP lưu hành cuối năm (tr)	511	511	511	511

LCTT (tỷ đồng)	2025	2026F	2027F	2028F
Tiền đầu năm	11.422	11.585	11.356	12.150
Thu nhập ròng	1.821	2.193	2.243	2.892
Khấu hao	796	939	1.003	1.067
Thay đổi vốn lưu động	493	-2.324	-538	748
Điều chỉnh khác	-1.466	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1.643	809	2.709	4.707
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.618	-2.047	-2.047	-2.047
Đầu tư, ròng	645	-1.211	-1.346	-695
Tiền từ HĐ đầu tư	-973	-3.258	-3.393	-2.741
Cổ tức đã trả	-39	0	0	-358
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	-680	852	106	136
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-13	1.233	1.233	1.233
Tiền từ các hoạt động TC khác	148	136	139	179
Tiền từ hoạt động TC	-583	2.220	1.478	1.190
Tổng lưu chuyển tiền tệ	163	-229	794	3.155
Tiền cuối năm	11.585	11.356	12.150	15.305

Nguồn: PVS, Vietcap

Phụ lục

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

Hình 16: Tổng hợp hợp đồng thuê FSO/FPSO

	FSO Orkid	FPSO Lam Sơn	FSO Biển Đông 01	FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt	FPSO Ruby II	FSO Lạc Đà Vàng	FSO Lô B
Tỷ lệ sở hữu của PVS	49%	51%	51%	51%	60%	51%*	51%
Chi phí đầu tư (triệu USD)	169	400	149	120	300	200*	200*
Trữ lượng (thùng dầu)	745.000	350.000	350.000	777.695	645.000	450.000	350.000
Mỏ	PM3 CAA	Thăng Long – Đông Đồ	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 cuối năm 2027 và có kế hoạch tiếp tục cho thuê FPSO này trong dài hạn thông qua việc gia hạn hợp đồng hàng năm.	2023-2028	2021-2027	Sau khi hết hạn vào cuối năm 2024, PVS có kế hoạch đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.	Từ năm 2026 trở đi*	Từ năm 2027 trở đi*
Lợi nhuận trung bình hàng năm 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
% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS trung bình hàng năm giai đoạn 2026-2030 của PVS	-0,4%	6,2%	1,6%	5,9%	14,8%	1,5%	2,8%

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 ở mức 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2023. PVS đã gia hạn hợp đồng này với cùng mức giá thuê ngày 92.500 USD đến cuối năm 2024. Tại ĐHCĐ vào tháng 6/2024, PVS cho biết công ty đang đàm phán hợp đồng mới với thời hạn 3-5 năm.

Trong buổi gặp gỡ NĐT ngày 19/5/2025, PVS cho biết công ty tiếp tục ký các hợp đồng một năm với kỳ vọng có hợp đồng dài hạn trong tương lai. Chúng tôi hiểu rằng khi ký hợp đồng cố định, PVS có thể gia hạn ở cùng mức giá thuê ngày, ở mức 92.500 USD trong giai đoạn 2019-2024. Chúng tôi kỳ vọng hợp đồng mới sẽ duy trì mức giá thuê ngày này đến năm 2029. Do đó, chúng tôi giữ nguyên giả định giá thuê ngày cho FPSO này ở mức 92.500 USD cho giai đoạn 2025-2029.

Ngoài ra, theo PVS, nếu FPSO Ruby II ký được hợp đồng dài hạn mới, công ty có thể chuyển từ hình thức thuê vận hành sang thuê tài chính, dẫn đến lợi nhuận bất thường.

FPSO Lam Sơn

Ngày 16/3/2020, PVS công bố đã ký gia hạn hợp đồng cho FPSO Lam Sơn. Thời hạn hợp đồng là 4 năm từ tháng 7/2017 đến tháng 7/2021 và có thể được gia hạn đến giữa năm 2022. Tuy nhiên, hợp đồng có điều kiện cho phép hai bên chấm dứt hợp đồng với thông báo trước 90 ngày, tương ứng rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu giá dầu ở mức thấp. Chúng tôi lưu ý rằng PVS đã ghi nhận vượt chi phí khấu hao khoảng 300 tỷ đồng (12,9 triệu USD) trong năm 2020 và khoảng 200 tỷ đồng (8,7 triệu USD) trong năm 2021 do công ty đã tính đến rủi ro chấm dứt hợp đồng nếu hợp đồng dài hạn không được ký kết.

Đầu năm 2026, hợp đồng FPSO PTSC Lam Sơn đã được gia hạn đến cuối năm 2027 với kế hoạch tiếp tục cho thuê FPSO này trong dài hạn thông qua việc gia hạn hợp đồng hàng năm. Chúng tôi hiểu rằng PVS và khách hàng có thể đồng ý gia hạn hợp đồng ở mức giá thuê ngày hiện tại là 50.000 USD/ngày. Chúng tôi cho rằng điều này là khả thi, được hỗ trợ bởi hoạt động E&P thuận lợi và dự báo giá dầu Brent dài hạn của chúng tôi ở mức 70-75 USD/thùng (theo giả định của chúng tôi).

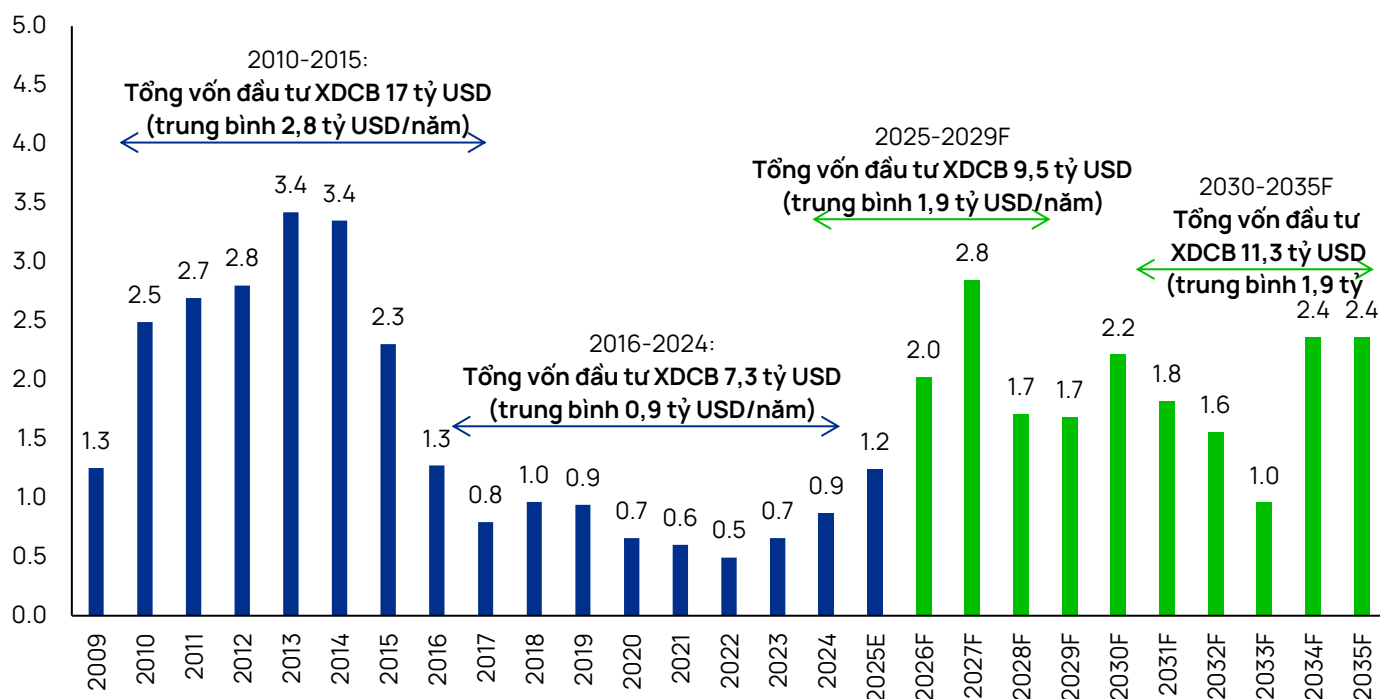
FSO Lạc Đà Vàng & FSO Lô B

FSO Lạc Đà Vàng: Chúng tôi ước tính giá thuê ngày ở mức 100.000 USD và kỳ vọng FSO này sẽ đóng góp vào lợi nhuận của PVS từ năm 2026 khi Murphy Oil đặt mục tiêu khai thác dòng dầu đầu tiên từ mỏ Lạc Đà Vàng trong nửa cuối năm 2026. Ngày 1/12/2024, PVS đã ký hợp đồng với Murphy Oil, một nhà phát triển của Mỹ, để chế tạo và vận hành một FSO, phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. PVS nắm giữ 51% trong hợp đồng này. Mặc dù các chi tiết cụ thể về vốn đầu tư XDCB và giá thuê ngày vẫn chưa được công bố, chúng tôi giữ nguyên các giả định hiện tại cho dự án FSO Lạc Đà Vàng.

FSO Lô B: Chúng tôi ước tính giá thuê ngày ở mức 95.000 USD và kỳ vọng FSO này sẽ đóng góp vào lợi nhuận của PVS từ năm 2028 khi chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B có dòng khí đầu tiên vào giữa năm 2028. Tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích tháng 5/2025 của PVS, công ty chia sẻ đã giành được hợp đồng FSO Lô B thông qua liên doanh với Yinson (51%:49%). 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) vượt 480 triệu USD cho 14 năm đầu (tương đương 94% dự báo trước đây của chúng tôi). PVS kỳ vọng hoàn thành việc chế tạo FSO vào quý 4/2027. PVS đặt mục tiêu dự án mang lại ROE trên 10%.

Phụ lục 2: Chúng tôi duy trì quan điểm về sự phục hồi mạnh mẽ của hoạt động E&P trong nước, hỗ trợ khối lượng công việc của PVS

Hình 17: 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)

Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN) công bố KQKD 6T 2026 tích cực. Doanh thu hợp nhất đạt 445 nghìn tỷ đồng (+39% YoY), trong khi vốn đầu tư XDCB tăng mạnh lên 27,5 nghìn tỷ đồng (+70% YoY), tăng tốc từ mức tăng trưởng +45% YoY trong năm 2025. E&P là mảng tăng trưởng nhanh nhất với doanh thu tăng 66% YoY, được hỗ trợ bởi sản lượng dầu thô tăng 14,2% YoY – mức tăng trưởng sản lượng 6 tháng đầu năm đầu tiên trong 11 năm. PVN kế hoạch vốn đầu tư XDCB năm 2026 đạt 105,8 nghìn tỷ đồng, gấp 2,1 lần mức thực hiện 51,4 nghìn tỷ đồng của năm 2025; giải ngân 6 tháng đầu năm hoàn thành 26% mục tiêu này, hàm ý sự tăng tốc rõ rệt trong nửa cuối năm 2026 khi dự án Lô B – Ô Môn bước vào giai đoạn xây dựng cao điểm. Trong năm 2025, PVN đã hoàn thành 100% kế hoạch vốn đầu tư XDCB.

Về mặt chính sách, khung pháp lý hỗ trợ chu kỳ E&P tiếp tục được củng cố. Chúng tôi kỳ vọng Luật Dầu khí sửa đổi sẽ được Quốc hội thông qua tại kỳ họp lập pháp đặc biệt vào tháng 8/2026, và nghị định về cơ chế đặc thù cho PVN sẽ được thông qua trong nửa cuối năm 2026.

Diễn biến này tiếp nối Nghị quyết 70-NQ/TW, trong đó xác định dầu khí là trụ cột chiến lược của an ninh năng lượng quốc gia và đặt mục tiêu mở rộng thị trường khí gấp ba lần đến năm 2030, cùng Nghị quyết số 66,6 giao thêm quyền hạn cho PVN từ Bộ Công Thương. Chúng tôi cho rằng nghị định sắp tới là điểm chuyển biến quan trọng, đặc biệt thông qua việc ghi nhận chi phí rủi ro, cho phép chi phí thăm dò thất bại, chi phí thực hiện nhiệm vụ chiến lược và các rủi ro đặc thù của ngành được phân bổ bằng lợi nhuận sau thuế trong vòng năm năm và được loại trừ khỏi việc đánh giá bảo toàn vốn cũng như trách nhiệm của người quản lý.

Dự án khí khổng lồ Cá Voi Xanh đã có tiến triển nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi. PVN đặt mục tiêu tái khởi động dự án trong quý 4/2026 và cho biết đã cơ bản xác định được nhà đầu tư mới có năng lực tài chính với tiềm năng hình thành quan hệ đối tác dài hạn với tập đoàn. Chúng tôi cho rằng việc tái khởi động trong quý 4/2026 sẽ hỗ trợ FID vào nửa cuối năm 2027/nửa đầu năm 2028 (sớm hơn 6 tháng đến một năm so với giả định trước đây của chúng tôi là năm 2028), qua đó có thể cho dòng khí đầu tiên vào năm 2032 (so với năm 2033 trước đây).

Phụ lục 3: Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan về tiềm năng điện gió ngoài khơi tại nước ngoài với khả năng PVS đa dạng hóa 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 mở rộng mạnh trong giai đoạn 2025-2034

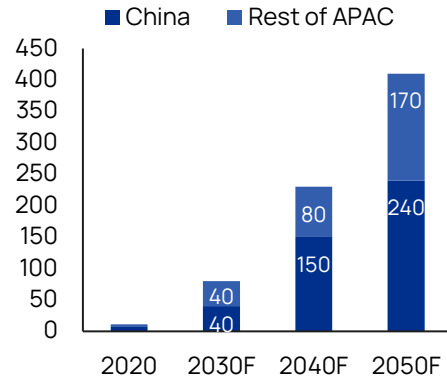
Theo GWEC, công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu tăng năm thứ tư liên tiếp lên mức cao kỷ lục 83 GW vào cuối năm 2024 (+10,7% YoY). Tuy nhiên, động lực tăng trưởng đã chậm lại khi chỉ có 8 GW công suất mới được kết nối, thấp hơn 26% so với mức 10,8 GW bổ sung trong năm 2023. GWEC cũng hạ 24% triển vọng ngắn hạn (năm 2025) so với dự báo năm trước, do sự bất định về chính sách tại Mỹ, các đợt đấu giá không thành công tại Anh và Đan Mạch, chậm trễ về lưới điện tại châu Âu và tiến độ vận hành chậm hơn tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương.

Trong thời gian tới, GWEC dự báo thị trường điện gió ngoài khơi sẽ duy trì động lực trung hạn mạnh mẽ với CAGR 21% trong giai đoạn 2025–2034, bổ sung khoảng 350 GW (35 GW mỗi năm, gấp 4 lần so với năm 2024) công suất mới và đưa tổng công suất điện gió ngoài khơi lắp đặt lên 441 GW vào năm 2034. Tăng trưởng trong ngắn hạn sẽ vẫn tập trung tại châu Âu và Trung Quốc, nhưng báo cáo nhấn mạnh hoạt động gia tăng tại khu vực 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.

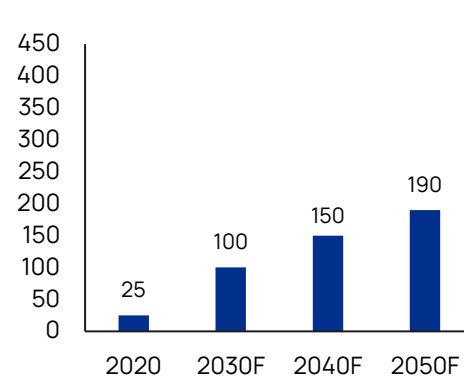
McKinsey dự báo công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu tăng 16 lần (từ 40 GW trong năm 2020 lên 630 GW vào năm 2050), với khu vực châu Á – Thái Bình Dương dẫn đầu với mức tăng 37 lần (từ 11 GW lên 410 GW).

Hình 18: Dự báo công suất điện gió ngoài khơi được lắp đặt (GW), kịch bản cơ sở năm 2021

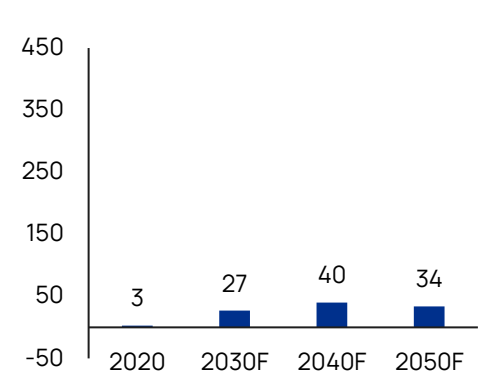
Châu Á – Thái Bình Dương
CAGR 2020-2050 13%



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



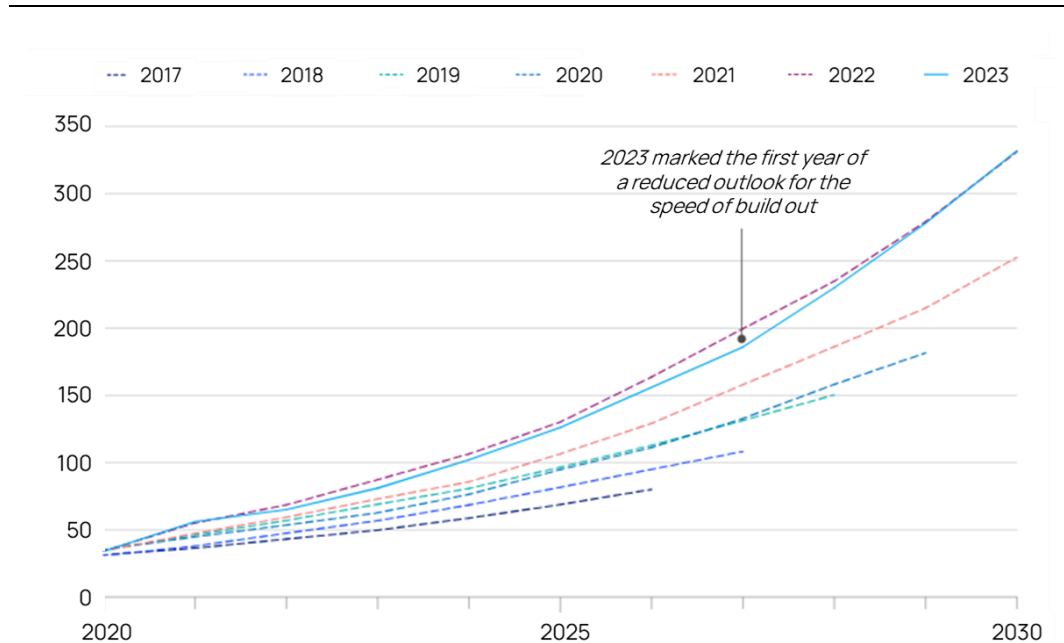
Châu Mỹ
CAGR 2020-2050 8%



Nguồn: McKinsey, Vietcap

Chúng tôi duy trì quan điểm về tiềm năng đáng kể của tăng trưởng điện gió ngoài khơi toàn cầu. Theo các ước tính mới nhất của McKinsey, thị trường được kỳ vọng 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 trong năm 2021.

Hình 19: Công suất lắp đặt toàn cầu dự phóng (GW) theo từng năm dự báo



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

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

Hoạt động phát triển điện gió ngoài khơi của Việt Nam đang có động lực mạnh mẽ 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 mốc quan trọng:

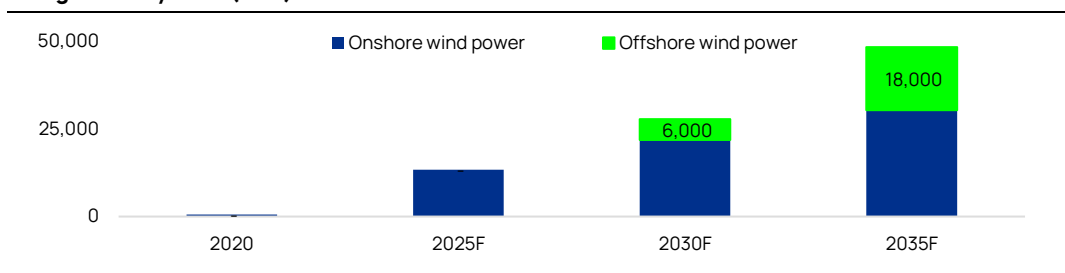
- **Tháng 6/2024 – Nghị quyết 139/2024/QH15:** Thông qua Quy hoạch không gian biển quốc gia giai đoạn 2021–30 (tầm nhìn đến 2050), phân bổ 34.000 ha diện tích biển để khuyến khích phát triển điện gió ngoài khơi.
- **Tháng 2/2025 – Nghị định 37/NĐ-CP:** Đưa ra kế hoạch triển khai quy hoạch không gian biển (2026–30), yêu cầu xác định các khu vực điện gió ngoài khơi ưu tiên.
- **Tháng 3/2025 – Nghị định 58/NĐ-CP:** Hướng dẫn Luật Điện lực về năng lượng tái tạo, quy định tỷ lệ bao tiêu 80% sản lượng điện gió ngoài khơi.
- **Tháng 6/2025 – Quyết định 1824/QĐ-BCT:** Phê duyệt giá điện gió ngoài khơi ở mức 3.641 đồng/kWh (khoảng 14,2 US cent/kWh), cao hơn giá điện LNG năm 2025 (3.327 đồng/kWh), qua đó thiết lập nền tảng giá quan trọng cho hoạt động đầu tư.
- **Tháng 1/2026:** PVN và EVN lần lượt được giao gần 40.000 ha và 24.000 ha diện tích biển để khảo sát điện gió ngoài khơi, đây là lần phân bổ khảo sát quy mô lớn đầu tiên theo khung quy hoạch không gian biển.

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

Sau Nghị quyết 70, Chính phủ đang xây dựng một nghị quyết mới dành riêng cho các dự án điện gió ngoài khơi, mà chúng tôi cho rằng sẽ đẩy nhanh nhiều dự án được đề xuất như sau:

- PVN - Copenhagen Infrastructure Partners (CIP) (Đan Mạch) phát triển dự án La Gàn (3,5 GW), tổng vốn đầu tư 10,5 tỷ USD.
- Enterprise Energy (EE) (Anh) phát triển dự án Thang Long Wind (3,5 GW), tổng vốn đầu tư XDCB 11,9 tỷ USD. EE đã được cấp giấy phép khảo sát từ năm 2019 và kỳ vọng ngày vận hành thương mại (COD) từ năm 2029.
- REE (CTCP Cơ Điện Lạnh) đã trình Chính phủ dự án phát triển 10 GW điện gió ngoài khơi tại khu vực phía Nam đến năm 2040, với vốn đầu tư XDCB dự kiến 35–40 tỷ USD (REE 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. REE kỳ vọng được cấp phép cho 500 MW trong quý 4/2026.

Hình 20: Mục tiêu điện gió của Việt Nam trong 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 Đài Loan đối mặt với các thách thức ngày càng lớn về pháp lý và triển khai. Theo PVS, khách hàng của công ty tại Đài Loan đã quyết định dừng hợp đồng trị giá 450 triệu USD để tuân thủ yêu cầu nội địa hóa của quốc gia này và sẽ chi trả khoản đền bù. Khoản đền bù đã được thanh toán trong quý 2/2026 ở mức 459 tỷ đồng, cao hơn đáng kể so với mức 100 tỷ đồng mà chúng tôi giả định trước đây.

Mặc dù thị trường điện gió ngoài khơi Đài Loan vẫn rất tiềm năng – với mục tiêu 5,7 GW vào năm 2025, 13,1 GW vào năm 2030 (tương ứng CAGR 18% giai đoạn 2025–30) và 40–55 GW vào năm 2050 (tương ứng CAGR 8–10% giai đoạn 2025–50), các diễn biến gần đây cho thấy rủi ro tiến độ triển khai dự án chậm hơn đáng kể. Tính đến tháng 5/2025, chỉ có 2,8 GW được lắp đặt, tương đương 49% mục tiêu năm 2025. Tiến độ chậm này làm dấy lên lo ngại về tiến độ triển khai dự án và độ tin cậy về pháp lý của Đài Loan, tạo ra rủi ro giảm giá đối với các nhà thầu và nhà cung cấp phụ thuộc vào thị trường này.

Các trở ngại chính bao gồm:

- Đài Loan đã loại bỏ giá FiT cho các dự án thuộc Vòng 3, buộc các nhà phát triển phải thu xếp tài chính thông qua hợp đồng mua bán điện doanh nghiệp (CPPA).
- Bộ Kinh tế Đài Loan (MoEA) đã nâng tỷ lệ nội địa hóa lên 60% trong đấu thầu Vòng 3. Các nhà phát triển châu Âu cho rằng điều này là không khả thi, do áp lực chi phí và lợi nhuận bị bào mòn, dẫn đến việc một số đơn vị thu hẹp quy mô hoặc rút khỏi thị trường.
- Việc hủy 900 MW công suất gần đây (tháng 4–5/2025): Ba dự án - Haixia 1 (300 MW), Deshuai (240 MW) và Haiding 1 (360 MW) - đã bị thu hồi 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 thầu Vòng 3,3 tới hay không.

Trong buổi gặp gỡ NĐT tháng 6/2026, PVS nhấn mạnh triển vọng tích cực của thị trường điện gió ngoài khơi. PVS cho biết các đợt đấu giá Vòng 3.1 và 3.2 của Đài Loan đã gặp thách thức từ các yêu cầu nội địa hóa khắt khe. Tuy nhiên, Vòng 3.3 được kỳ vọng có yêu cầu nội địa hóa thấp hơn, qua đó tạo ra cơ hội đấu thầu. PVS vẫn tự tin vào khả năng giành được hợp đồng, đặc biệt ở mảng OSS.

Ngoài Đài Loan, ban lãnh đạo kỳ vọng thị trường điện gió ngoài khơi toàn cầu sẽ phục hồi mạnh sau năm 2028 khi các trở ngại về chính sách giảm bớt, đặc biệt tại Mỹ. PVS cho biết sự bất định về chính sách dưới thời chính quyền Trump đã góp phần làm chậm tiến độ một số dự án điện gió ngoài khơi tại Mỹ, bao gồm hai cơ hội lớn mà PVS đã theo đuổi cùng đối tác chiến lược Orsted trong năm 2025.

Trong thời gian tới, ban lãnh đạo cho rằng các diễn biến gần đây xung quanh Eo biển Hormuz cũng củng cố tầm quan trọng của an ninh năng lượng, qua đó hỗ trợ hoạt động đầu tư năng lượng tái tạo khi các quốc gia đa dạng hóa nguồn cung năng lượng và tối đa hóa nguồn lực trong nước (cụ thể là điện gió và điện mặt trời).

Phụ lục 4: Các dự án điện hạt nhân của Việt Nam trở nên khả thi hơn nhờ Nghị quyết 70

Dự án điện hạt nhân Ninh Thuận (bao 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, nhà máy Ninh Thuận 1 được lên kế hoạch với đối tác Nga (lò phản ứng VVER của Rosatom, 2.000 MW) và nhà máy Ninh Thuận 2 với đối tác Nhật Bản (2.000 MW), với ngày vận hành thương mại ban đầu dự kiến vào đầu những năm 2020. Tuy nhiên, cả hai dự án đã chính thức bị dừng vào năm 2016 do lo ngại về chi phí và an toàn.

Sau 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 Chính phủ đã giao EVN làm chủ đầu tư nhà máy điện hạt nhân Ninh Thuận 1 và PVN làm chủ đầu tư nhà máy Ninh Thuận 2. Bên

cạnh đó, ngày 27/6/2025, Quốc hội đã thông qua Luật Năng lượng nguyên tử sửa đổi nhằm củng cố khung pháp lý cho 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 và cao hơn nhiều so với ước tính ban đầu là 10,8-12,2 tỷ USD. Đến cuối năm 2024, EVN đã đầu tư lũy kế 1,3 nghìn tỷ đồng vào dự án.

Hình 21: 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 được nêu trong kế hoạch triển khai Quy hoạch điện VIII cho giai đoạn 2030–2035, Thủ tướng Chính phủ đặt mục tiêu hoàn thành nhà máy điện hạt nhân đầu tiên vào năm 2031. Tuy nhiên, theo đánh giá của chúng tôi, đây là mục tiêu tham vọng. Chúng tôi ước tính Giai đoạn Chuẩn bị (giải phóng mặt bằng, nghiên cứu, giấy phép, thiết kế) sẽ diễn ra trong giai đoạn 2025–2028, với giả định các chính sách hỗ trợ. Đối với Giai đoạn Xây dựng, dữ liệu của IAEA từ các dự án gần đây cho thấy thời gian xây dựng một lò phản ứng hạt nhân thường mất khoảng 6–8 năm. Do đó, chúng tôi kỳ vọng ngày vận hành thương mại thực tế vào năm 2034.

Hình 22: 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
Quyết định đầu tư cuối cùng (FID)	Chủ đầu tư	2028
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, đặt mục tiêu hoàn thành 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 năng lượng hạt nhân vào ngày 23/3/2026. Thủ tướng Phạm Minh Chính và Thủ tướng Nga Mikhail Mishustin đã chứng kiến lễ ký kết hiệp định liên chính phủ về xây dựng nhà máy điện hạt nhân tại Việt Nam. Dự án dự kiến 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 22/4/2026, 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 chuyến 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 và 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 điện tái tạo: Cơ quan Quản lý Thị trường Năng lượng Singapore (EMA) đã cấp phê duyệt có điều kiện cho Sembcorp nhập khẩu 1,2 GW điện tái tạo từ Việt Nam thông qua tuyến cáp điện ngầm dài 1.000 km (10% nhu cầu điện hàng năm của Singapore). **Nguồn điện sẽ được sản xuất từ các trang trại điện gió ngoài khơi của Việt Nam (công suất ban đầu 2.300 MW; vốn đầu tư XDCB khoảng 5 tỷ USD) mà PVS và Sembcorp sẽ cùng xây dựng, theo thỏa thuận phát triển chung (JDA).** Dự án này không nằm trong 6.000 MW nêu trên theo kế hoạch của Bộ Công Thương.

Tháng 5/2025 – Mở rộng quy mô sang Malaysia: Ban đầu được thiết kế để chỉ xuất khẩu điện sang Singapore, dự án đã được mở rộng để bao gồm Malaysia thông qua hợp tác với Malaysian Energy Consortium (MYEC) – liên doanh giữa Tenaga Nasional Berhad (TNB) và Petrolim Nasional Berhad (Petronas) – cùng với PVS và Sembcorp Utilities (Singapore). Các bên hướng tới việc khai thác tiềm năng điện gió ngoài khơi của Việt Nam để cung cấp điện sạch xuyên biên giới khu vực, đánh dấu bước chuyển sang kết nối năng lượng đa phương trong khu vực ASEAN.

Tháng 8/2025 – Liên doanh cáp ngầm PVS–LSEE: PVS và LS Eco Energy Ltd. (LSEE) – công ty con của LS Cable & System (Hàn Quốc), một trong những nhà sản xuất cáp cao thế hàng đầu thế giới – đã ký JDA để xây dựng nhà máy sản xuất cáp ngầm cao thế đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy sẽ sản xuất cáp đạt chứng nhận quốc tế cho các dự án năng lượng tái tạo, bao gồm dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi Việt Nam–Singapore–Malaysia trị giá 10 tỷ USD. PVS dự kiến đầu tư 40 triệu USD cho liên doanh này, với tỷ lệ sở hữu chưa được chốt. Chúng tôi xem đây là yếu tố hỗ trợ giải quyết một trong những cấu phần khó nhất về kỹ thuật của toàn bộ dự án. Tại ĐHCĐ năm 2026, PVS kỳ vọng có quyết định cuối cùng về quy mô dự án trong quý 3/2026, với hoạt động xây dựng có thể bắt đầu trong năm 2027 và vận hành thương mại dự kiến vào năm 2029.

Tháng 12/2025 – Dự án được nâng lên điện ưu tiên quốc gia với công suất mở rộng: Thủ tướng Chính phủ đã ban hành Quyết định 2634/QĐ-TTg (ngày 2/12/2025), cập nhật danh mục các dự án năng lượng ưu tiên 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 với công suất kế hoạch mở rộng lên 3.000 MW, từ mức 2.300 MW ban đầu. Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh này đến từ phạm vi xuất khẩu được mở rộng của dự án sau khi Malaysia tham gia. Theo chúng tôi, việc được đưa vào danh mục dự án ưu tiên quốc gia giúp nâng cao tính rõ ràng về pháp lý, hỗ trợ phối hợp xuyên biên giới và cải thiện khả năng thu xếp 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 triển khai và dự kiến hoàn thành trong năm 2026, tiếp theo là FID vào năm 2029 (so với năm 2027 trước đây) và ngày vận hành thương mại vào năm 2034 (so với kế hoạch trước đây là năm 2033). Tại ĐHCĐ và buổi gặp gỡ NĐT vào tháng 6/2026, PVS cho biết các hoạt động khảo sát gió, dòng chảy và thủy văn cho dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi Singapore–Malaysia dự kiến hoàn thành trong tháng 6/2026, với các đề xuất kỹ thuật và thương mại sơ bộ dự kiến được trình lên Cơ quan Quản lý Thị trường Năng lượng Singapore (EMA) vào tháng 9/2026. Ban lãnh đạo hiện kỳ vọng dự án đạt FID vào năm 2029, muộn hơn so với kế hoạch trước đây, do cần sự hỗ trợ mạnh mẽ từ chính phủ và phối hợp xuyên biên giới, với ngày vận hành thương mại dự kiến vào năm 2034. Mặc dù PVS sẽ chủ yếu đóng vai trò nhà thầu EPC, ban lãnh đạo cho biết công ty cũng có thể tham gia với vai trò nhà đầu tư, tùy thuộc vào khả năng sinh lời của dự án (tỷ lệ sở hữu tại trang trại điện gió vẫn chưa được quyết định). Nhìn chung, diễn biến này mang lại tiềm năng tăng đối với 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

Trong buổi gặp gỡ NĐT vào tháng 5/2025, PVS đã nâng kế hoạch vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2026-2030 lên 15,5 nghìn tỷ đồng (tăng 57% so với kế hoạch 9,8 nghìn tỷ đồng được công bố tại ĐHCĐ năm 2024). Vốn đầu tư XDCB chủ yếu nhằm tiếp tục củng cố năng lực ở các mảng M&C (chiếm khoảng 50% tổng vốn đầu tư XDCB), cảng và tàu biển. PVS tiếp tục mở rộng cơ sở hạ tầng, được hỗ trợ bởi triển vọng tích cực của mảng M&C điện gió ngoài khơi cũng như các mảng khác (nhà máy điện hạt nhân, CCUS).

Tại ĐHCĐ năm 2025, PVS đã đưa ra kế hoạch dài hạn nâng vốn điều lệ lên 9 nghìn tỷ đồng (+76% so với mức 5,1 nghìn tỷ đồng hiện tại) và có thể lên 13 nghìn tỷ đồng (+155%) vào năm 2030. Ban lãnh đạo đã tái khẳng định kế hoạch này tại buổi gặp gỡ chuyên viên phân tích tháng 6/2026. Việc tăng vốn có thể được thực hiện thông qua (1) chia cổ tức bằng cổ phiếu, (2) phát hành thêm cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu và (3) huy động vốn từ các tổ chức quốc tế. Ban lãnh đạo cũng cho biết mức tăng có thể vượt kế hoạch nếu các dự án lớn triển khai thuận lợi và cần thêm vốn.

PVS xác định giai đoạn 2028-2029 là thời điểm có khả năng huy động vốn lớn nhất, phù hợp với các mốc FID của dự án sản xuất cáp ngầm (FID dự kiến năm 2028) và dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi Singapore-Malaysia (FID dự kiến năm 2029).

Hình 23: Yêu cầu về vốn đầu tư XDCB và vốn chủ sở hữu trong giai đoạn 2026-2030

Vốn đầu tư XDCB dự kiến để nâng cao năng lực nhà thầu (Nhà thầu)	Kế hoạch mới	Kế hoạch cũ	% thay đổi
Tổng cộng	15.449	9.836	57%
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 để phát triển dự án (Nhà đầu tư)	Kế hoạch mới	Kế hoạch cũ	% thay đổi
Tổng cộng	12.250	11.186	10%
Đầu tư FSO/FPSO/FSRU	1.250	1.190	5%
Dự án xuất khẩu điện sang trang trại điện gió Singapore	10.000	9.282	8%
Dự án sản xuất cáp ngầm	1.000	714	40%

Nguồn: PVS, Vietcap

Việc mở rộng cảng thúc đẩy năng lực của PVS: Cảng Vũng Tàu của PVS có diện tích khoảng 200 ha (là trung tâm logistics và bãi chế tạo lớn nhất khu vực châu Á – Thái Bình Dương, đây là lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ, lợi thế thứ hai là lực lượng lao động có tay nghề và chi phí thấp). Hiện tại, PVS đang đầu tư mở rộng căn cứ cảng dịch vụ thêm khoảng 30 ha. Sau khi mở rộng, PVS kỳ vọng năng lực của các căn cứ M&C và cảng Vũng Tàu sẽ tăng gấp bốn lần so với năm 2022. Điều này có thể nâng năng lực doanh thu hàng năm của mảng M&C từ 500 triệu USD trong năm 2021 lên 1 tỷ USD trong năm 2024 và có thể lên 2 tỷ USD vào giữa năm 2028.

Phụ lục 7: Chiến lược 2026-2030 của PVS: tái định vị thành nhà thầu công nghiệp năng lượng khu vực

Cổ đông đã thông qua chiến lược giai đoạn 2026-2030 của PVS, cho thấy kế hoạch tái định vị rộng hơn thành nhà thầu năng lượng khu vực. Các tài liệu ĐHCĐ của PVS cho thấy sự chuyển dịch chiến lược từ một nhà cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí truyền thống sang nhà thầu công nghiệp năng lượng khu vực, với các trụ cột tăng trưởng cốt lõi như sau:

- **Thăm dò & khai thác dầu khí (trong nước và nước ngoài):** PVS hướng đến các dự án thượng nguồn lớn trong nước, bao gồm (1) Sư Tử Trắng Giai đoạn 2, (2) **Cá Voi Xanh**, (3) các dự án của Murphy Oil tại Việt Nam như Hải Sư Vàng và Lạc Đà Hồng, và (4) **PVS hướng đến các dự án phát triển mỏ và hạ tầng năng lượng, đặc biệt tại Trung Đông, nơi hoạt động tái thiết sau xung đột Mỹ-Iran** có thể tạo ra các cơ hội EPC quy mô lớn.
Rystad Energy ước tính chi phí sửa chữa các công trình dầu khí lên tới 48 tỷ USD, với phần chi lớn nhất tập trung vào các lĩnh vực thiết kế, xây dựng, thiết bị và vật liệu, vốn phù hợp chặt chẽ với năng lực M&C của PVS. Do đó, hoạt động tái thiết sau xung đột có thể tạo ra cơ hội rất lớn cho PVS khi các công ty dầu khí quốc gia tại Trung Đông đẩy nhanh các đợt đấu thầu sửa chữa và tái thiết sau khi điều kiện an ninh bình thường trở lại.
- **Năng lượng tái tạo ngoài khơi:** Các dự án mục tiêu bao gồm dự án xuất khẩu điện gió ngoài khơi sang Singapore và Malaysia, **dự án điện gió ngoài khơi của PVN** và các khoản đầu tư chuỗi cung ứng rộng hơn. Công ty cũng **hướng đến việc tham gia sâu hơn vào chuỗi cung ứng điện gió ngoài khơi, bao gồm sản xuất cáp ngầm, trụ tua-bin gió, tua-bin gió và phụ tùng thông qua các liên doanh.**
- **Hạ tầng năng lượng trong nước:** (1) dự án kho dự trữ dầu quốc gia tại Thanh Hóa, (2) các kho cảng LNG và dự án điện khí theo Quy hoạch điện VIII, như LNG Sơn Mỹ, kho cảng LNG Thị Vải Giai đoạn 2 và các dự án điện khí tại Cần Thơ và Đà Nẵng, (3) nâng cấp nhà máy lọc dầu Dung Quất, **(4) điện hạt nhân** (PVS hướng đến việc chuẩn bị năng lực để tham gia các dự án điện hạt nhân Ninh Thuận 1 và 2) và (5) trung tâm công nghiệp & dịch vụ năng lượng tái tạo tại Rạch Dừa - TP.HCM, (6) trung tâm năng lượng công nghiệp và sinh thái của PVN

Cổ đông đã thông qua đề xuất của PVS về việc tham gia các dự án và gói dịch vụ có giá trị lớn trong giai đoạn 2026-2030. Điều này có ý nghĩa quan trọng vì cho phép HĐQT và Ban lãnh đạo chủ động đấu thầu, đàm phán và ký kết hợp đồng cho các dự án mục tiêu có giá trị từ 35% tổng tài sản trở lên, bao gồm các giao dịch với bên liên quan là Petrovietnam và các đơn vị thành viên. Theo chúng tôi, việc thông qua này có thể nâng cao tính linh hoạt và tốc độ triển khai của PVS trong việc nắm bắt các cơ hội dự án quy mô lớn.

Phụ lục 8: Cơ cấu doanh nghiệp

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

Hình 24: 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.)

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.

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, 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 Vĩnh, Chuyên viên cao cấp, ext 584

- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên cao cấp, ext 532

- Nguyễn Thảo Nguyên, Chuyên viên, ext 268

Dầu khí, Điện và Nước

Đinh Thị Thủy Dương

Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên cao cấp, ext 135

- Phạm Phú Lộc, Chuyên viên, ext 549

Bất động sản

Lưu Bích Hồng

Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên cao cấp, ext 174

- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên cao cấp, ext 181

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

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.