

Việt Nam: Ngành Dầu khí
Apr 8, 2026
PVS
NĂM GIỮ - Khả quan

Mức tăng/giảm giá mục tiêu: - 3%

Đóng cửa: 31/03/2026

Giá hiện tại: 41.500 đồng

Giá mục tiêu 12T: 40.200 đồng

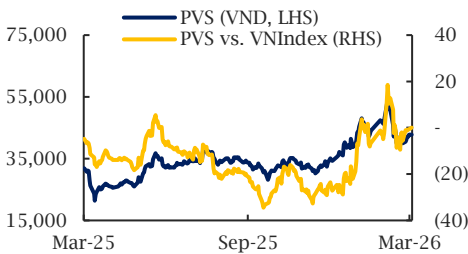
Tiêu điểm

- ▶ Bất chấp quyết định đầu tư cuối cùng (FID) của Lô B chưa được xác nhận, các gói thầu EPC vẫn tiếp tục được triển khai.
- ▶ FSO Lạc Đà Vàng đi vào vận hành hỗ trợ tích cực cho lợi nhuận từ các liên doanh.
- ▶ Nhiều dự án tiềm năng mới đang lộ diện: Hải Sư Vàng và Formosa 6 hiện đang trong quá trình đấu thầu.
- ▶ Chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ trở thành đơn vị chủ chốt trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi tại Đông Nam Á giai đoạn 2027–2030.

Quan điểm

- ▶ Giá cổ phiếu PVS có mức độ tương quan tương đối với giá dầu Brent (hệ số tương quan 0,53).
- ▶ Do đó, biến động của giá dầu có thể gây ảnh hưởng đến hiệu quả đầu tư ngắn hạn của các cổ đông PVS.
- ▶ Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị không nên đưa ra quyết định giao dịch chỉ dựa trên những thay đổi tức thời của giá dầu.
- ▶ PVS hiện đang giao dịch ở mức P/B là 1,5x, cao hơn mức bình quân 3 năm. Chúng tôi cho rằng mức định giá này đã phản ánh đầy đủ triển vọng tăng trưởng ngắn hạn, làm hạn chế khả năng được định giá lại trong thời gian tới.

Hồ sơ doanh nghiệp: PVS là nhà thầu duy nhất tại Việt Nam sở hữu năng lực EPC toàn diện cho các giàn xử lý trung tâm và công trình dầu khí phức tạp. Việc tham gia các dự án điện gió ngoài khơi tại Đà Loan gần đây đã củng cố hồ sơ năng lực, tạo vị thế thuận lợi để PVS nắm bắt các cơ hội từ thị trường điện gió ngoài khơi trong nước trong tương lai.

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường (triệu USD)	830,9
GTGD BQ 6T (triệu USD)	11,7
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	511,4
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do (%)	50,0
Sở hữu nước ngoài (%)	15,8
Cổ đông lớn (%)	51,4
Nợ vay/VCSH 2026E (x)	Tiền mặt ròng
P/E 2026E (x)	9,5
Tỷ suất cổ tức 2026E (%)	2,6
Room ngoại còn lại (%)	33,2

Tình hình tài chính (tỷ đồng)

Đơn vị: tỷ đồng	2024A	2025A	2026E	2027E
Doanh thu	23.770	32.718	37.075	34.734
LN từ HĐKD	-265	481	830	725
LNST	1.070	1.850	2.233	1.978
EPS (đồng)	1.218	3.618	4.367	3.869
+/- EPS (%)	-23%	197%	21%	-11%
P/E (x)	34,1	11,5	9,5	10,7
ROE (%)	8,5	11,8	13,0	10,8
Tỷ suất cổ tức (%)	-	-	2,6	3,2
DPS (đồng)	699	-	1.085	1.310

Nguồn: FiinproX, Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Chuyên viên phân tích:

Kim Ngân

Ngan.Ke@yuanta.com.vn

Bloomberg code: YUTA

<http://yuanta.com.vn>

TCTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)
Một mình một lối

Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy bởi hoạt động xây lắp và các liên doanh. Chúng tôi dự phóng LNST của PVS sẽ tăng trưởng 20% YoY vào 2026, nhờ doanh thu từ mảng xây lắp và đóng góp mạnh mẽ từ các liên doanh. Trong trung hạn (2027–2030), chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ vươn lên thành đơn vị chủ chốt trong mảng xây lắp điện gió ngoài khơi trong khu vực, với lượng backlog tiềm năng khoảng 2,0–3,0 tỷ USD.

Các mảng dịch vụ đóng góp chính vào lợi nhuận. Chúng tôi dự phóng mảng dịch vụ tăng trưởng 18% YoY trong năm 2026, nhờ sự mở rộng của mảng vận hành và bảo dưỡng, cũng như nhu cầu logistics tăng cao từ các hoạt động thăm dò khai thác. Ước tính mảng dịch vụ đóng góp 35% doanh thu nhưng chiếm tới 67% lợi nhuận gộp trong năm 2026, làm nổi bật đặc thù biên lợi nhuận cao của phân khúc này.

Yuanta vs. Các bên. Dự báo LNST công ty mẹ (PATMI) năm 2026 của chúng tôi cao hơn 23% so với mức trung bình của Bloomberg (được theo dõi bởi 13 chuyên viên phân tích tại ngày 30/3), tuy nhiên giá mục tiêu của chúng tôi lại thấp hơn mức trung bình các bên. Điều này có thể bắt nguồn từ sự khác biệt trong phương pháp định giá; trong khi các bên khác thường dựa trên mô hình định giá dòng tiền trong tương lai (DCF), chúng tôi xem xét thận trọng hơn, về tính bất định của khả năng ghi nhận doanh thu các dự án đấu thầu.

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ - Khả quan với PVS tại giá mục tiêu 40.200 đồng, dựa trên phương pháp định giá P/B giữa chu kỳ. Mặc dù giá định ROE dự phóng năm 2026E là 13,0% tương đương mức P/B hợp lý là 1,25x, chúng tôi áp dụng hệ số P/B thấp hơn là 1,16x để phản ánh khả năng ROE bị ảnh hưởng trong ngắn hạn do quá trình mở rộng vốn đang diễn ra.

Rủi ro: Giá dầu duy trì đà tăng mạnh, thời điểm ký kết hợp đồng nhanh hơn và khả năng đạt được FID cho dự án Lô B có thể tạo ra tiềm năng tăng giá vượt mức mục tiêu của chúng tôi. Ngược lại, việc trì hoãn FID kéo dài, các yếu tố địa chính trị và giới hạn về công suất bãi chế tạo có thể tác động tiêu cực đến khả năng thực thi và năng lực bàn giao của PVS.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Mục lục

Luận điểm đầu tư.....	3
Xây lắp là động lực tăng trưởng doanh thu chính	5
2027-2030: Trở thành đơn vị chế tạo trọng điểm tại khu vực Đông Nam Á	7
Các dịch vụ ngoài xây lắp: Có biên LN cao và là động lực chính của lợi nhuận gộp	10
Hợp tác liên doanh – Tạo dòng tiền ổn định	12
Thanh khoản dồi dào củng cố giai đoạn tăng trưởng tiếp theo	14
Định giá & Rủi ro.....	16
Phụ lục	
Miễn trừ trách nhiệm.....	

Luận điểm đầu tư

Chúng tôi dự phóng LNST năm 2026E của PVS đạt 2.304 tỷ đồng, tăng 20% YoY, nhờ vào các động lực chính sau:

- Doanh thu hợp nhất tăng 13% YoY**, trong đó mảng xây lắp tiếp tục là động lực tăng trưởng chính. Sự mở rộng này được hỗ trợ bởi các gói thầu EPC lớn từ các dự án dầu khí trong nước (Lô B, Sư Tử Trắng và Lạc Đà Vàng), cũng như mảng điện gió ngoài khơi – nơi PVS đã khẳng định được năng lực chế tạo vững chắc.
- Đóng góp 138 tỷ đồng từ tàu FSO Lạc Đà Vàng** - sau khi đi vào vận hành từ tháng 2/2026. Chúng tôi kỳ vọng dự án này sẽ thúc đẩy lợi nhuận từ các liên doanh (JVs) tăng trưởng 18% YoY trong năm 2026.

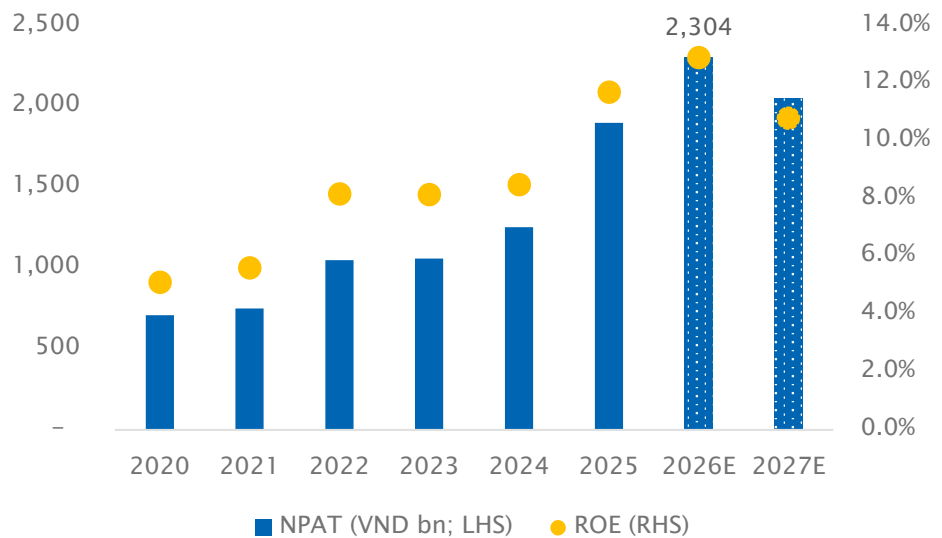
Trong 5 năm tới, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ chuyển mình thành đơn vị chế tạo điện gió ngoài khơi hàng đầu Đông Nam Á, tận dụng sự phát triển nhanh chóng của các dự án năng lượng tái tạo. Với vị thế là đơn vị dẫn đầu tuyệt đối trong lĩnh vực thầu EPC dầu khí trong nước, **chúng tôi dự báo PVS sẽ duy trì lượng backlog khoảng 2,0–3,0 tỷ USD trong giai đoạn 2027–2030.**

Chúng tôi khuyến nghị NĂM GIỮ - Khả quan lần đầu mã cổ phiếu PVS. Mức giá mục tiêu 40.200 đồng được xác định dựa trên hệ số P/B giữa chu kỳ (mid-cycle).

Chúng tôi áp dụng phương pháp này nhằm phản ánh tính chất đặc thù doanh nghiệp xây dựng và lợi nhuận phụ thuộc vào khả năng trúng thầu dự án. Theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp định giá này mang lại sự ổn định hơn so với mô hình DCF, vì nó giảm thiểu rủi ro biến động giá trong bối cảnh bất định toàn cầu đang gia tăng.

ROE dự kiến đạt đỉnh trong năm nay, sau đó giảm lại vào năm 2027. Chúng tôi dự báo ROE của PVS sẽ mở rộng lên 13,0% vào năm 2026 (so với mức 11,8% của năm 2025). Tuy nhiên, khi PVS bước vào giai đoạn cao điểm đầu tư, chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng vốn chủ sở hữu sẽ nhanh hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận. Do đó, ROE dự kiến sẽ bình thường hóa (tức là sẽ giảm xuống) còn 10,8% vào năm 2027.

Hình 1: Lợi nhuận sau thuế dự phóng 2026 (tỷ đồng) tăng 20% YoY



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Tiềm năng tăng giá hạn chế do P/B đã vượt mức bình quân 3 năm. Giá cổ phiếu đã tăng mạnh 17% YTD trong Q1/2026, vượt xa chỉ số VN-Index tới 23 điểm phần trăm. Đà tăng này được thúc đẩy bởi kỳ vọng giá dầu tăng cao kể từ khi cuộc khủng hoảng Vịnh Ba Tư bắt đầu vào cuối tháng 2. Do đó, cổ phiếu hiện đang giao dịch ở mức P/B khoảng 1,5x, tiệm cận vùng biên trên của khung định giá lịch sử.

Theo quan điểm của chúng tôi, điều này cho thấy những yếu tố tích cực về hoạt động kinh doanh trong ngắn hạn đã phản ánh hết vào giá, và chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư không nên mua đuổi ở vùng giá này.

Sự nhạy cảm của giá cổ phiếu đối với giá dầu. Phân tích của chúng tôi cho thấy giá cổ phiếu PVS có sự tương quan đáng kể với giá dầu thô Brent, với hệ số tương quan là 0,53. Do đó, những thay đổi đột ngột của giá dầu trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị đang diễn ra có khả năng sẽ tác động đến diễn biến ngắn hạn của cổ phiếu.

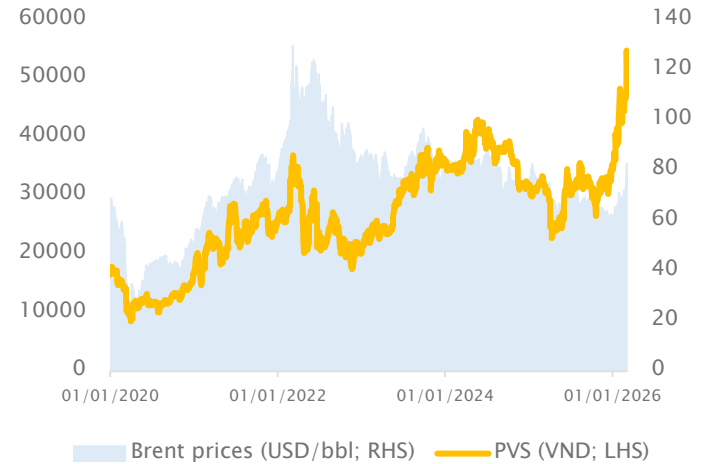
Tuy nhiên, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên duy trì sự thận trọng và tránh các quyết định giao dịch chỉ dựa vào sự biến động của giá dầu.

Hình 2: PVS đang giao dịch trên mức P/B bình quân 3 năm



Nguồn: Fiinpro, Yuanta Việt Nam

Hình 3: Hệ số tương quan 0,53 cho thấy giá dầu có ảnh hưởng đáng kể đến giá cổ phiếu PVS



Nguồn: Bloomberg, Yuanta Việt Nam

Hình 4: Tóm tắt dự phóng KQKD 2026E

Chỉ tiêu	2025A Giá trị	2026E Giá trị	YoY
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	32.718	37.075	13%
<i>Xây lắp dầu khí (M&C)</i>	<i>21.804</i>	<i>24.178</i>	<i>11%</i>
<i>Dịch vụ vận hành & Bảo dưỡng (O&M)</i>	<i>5.984</i>	<i>7.347</i>	<i>23%</i>
<i>Căn cứ cảng dịch vụ</i>	<i>1.994</i>	<i>2.293</i>	<i>15%</i>
<i>Các dịch vụ khác</i>	<i>2.936</i>	<i>3.257</i>	<i>11%</i>
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.870	2.179	
<i>Xây lắp dầu khí (M&C)</i>	<i>628</i>	<i>715</i>	
<i>Dịch vụ vận hành & Bảo dưỡng (O&M)</i>	<i>318</i>	<i>397</i>	
<i>Căn cứ cảng dịch vụ</i>	<i>402</i>	<i>462</i>	
<i>Các dịch vụ khác</i>	<i>522</i>	<i>604</i>	
Biên LN gộp	5,7%	5,9%	
<i>Xây lắp dầu khí (M&C)</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,0%</i>	
<i>Dịch vụ vận hành & Bảo dưỡng (O&M)</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,4%</i>	
<i>Căn cứ cảng dịch vụ</i>	<i>20,2%</i>	<i>20,2%</i>	
<i>Các dịch vụ khác</i>	<i>17,8%</i>	<i>18,6%</i>	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(1.389)	(1.349)	
Lợi nhuận từ HĐKD	481	830	
<i>Biên LN cốt lõi</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,2%</i>	
Thu nhập tài chính thuần	799	832	4%
Lợi nhuận từ các liên doanh	826	971	18%
LNST	1.921	2.304	20%
<i>Biên LN ròng</i>	<i>5,9%</i>	<i>6,2%</i>	
EPS (đồng)	3.618	4.367	

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Xây lắp là động lực tăng trưởng doanh thu chính

Chúng tôi kỳ vọng mảng xây lắp tiếp tục duy trì vị thế đầu tàu dẫn dắt doanh thu trong năm 2026, đóng góp khoảng 65% doanh thu hợp nhất. Cụ thể, chúng tôi dự báo doanh thu mảng này tăng trưởng 11% YoY, qua đó hỗ trợ mức tăng 13% YoY cho doanh thu hợp nhất.

Chúng tôi ước tính 76% doanh thu mảng xây lắp đến từ 03 dự án lớn trong nước bao gồm Lô B, Sư Tử Trắng và Lạc Đà Vàng với tổng giá trị khoảng 700 triệu USD. Song song đó, các dự án điện gió ngoài khơi tại thị trường quốc tế đóng góp 20% vào cơ cấu doanh thu năm 2026.

Hình 5: Các dự án xây lắp trọng điểm

	Tên dự án	Giá trị (triệu USD)	Thời gian triển khai	2025	2026E	2027E	2028 trở đi
Các dự án năng lượng truyền thống	Lô B						
	EPC#1 - Giàn xử lý trung tâm	800	2024-2028	100	100	100	450
	EPC#2 - Bồn giàn đầu giếng	500	2024-2028	50	100	100	250
	Đường ống dẫn khí trên bờ	300	2024-2027	100	100	50	-
	Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B - Giàn xử lý trung tâm	400	2024-2028	-	250	100	50
Lạc Đà Vàng - Giàn xử lý trung tâm	400	2025-2026	200	150	-	-	
Các dự án điện gió ngoài khơi	Baltica 2 OSS - Trạm biến áp ngoài khơi	720	2023-2026	200	80	-	-
	Fengmiao OWF - Trạm biến áp ngoài khơi	200	2024-2026	100	30	-	-
	Formosa 4 - Trạm biến áp ngoài khơi	250	2025-2028	15	50	185	-

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Các dự án năng lượng truyền thống ngoài khơi thường bao gồm các gói thầu EPC tích hợp, từ giàn xử lý trung tâm (CPP), khối nhà ở cho công nhân, đến các giàn đầu giếng.

Lợi thế cạnh tranh và vị thế gần như độc quyền của PVS đối với các dự án dầu khí trong nước được củng cố nhờ mối quan hệ mật thiết với Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), khi phần lớn các hợp đồng xây lắp ngoài khơi nội địa thường được ưu tiên trao cho PVS.

Hình 6: Giàn trung tâm



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 7: Giàn đầu giếng



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

PVS đã bắt đầu tham gia vào lĩnh vực xây lắp dự án năng lượng tái tạo từ năm 2021 với các dự án điện gió ngoài khơi tại nhiều quốc gia. Cột mốc quan trọng của PVS là việc bàn giao thành công *trạm biến áp ngoài khơi* cho Ørsted, đánh dấu bước tiến đáng kể trong hồ sơ năng lực của công ty. Do trạm biến áp là một trong những thành phần quan trọng và phức tạp nhất về mặt kỹ thuật của một trang trại điện gió ngoài khơi, thành tựu này đã khẳng định năng lực chế tạo tiên tiến của PVS.

Hình 8: Trạm biến áp ngoài khơi (Phần thượng tầng)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 9: Chân đế jacket



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

PVS cũng cung cấp dịch vụ xây lắp công nghiệp cho các công ty con khác thuộc PVN. Các dự án tiêu biểu (cùng các khách hàng là đơn vị thành viên của PVN) bao gồm dự án lọc hóa dầu (BSR – Không định giá), nhà máy sản xuất NPK (DPM – Không định giá) và các kho chứa LNG (GAS – Không định giá).

Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng xây lắp tiếp tục duy trì ở mức thấp là 3,0% trong năm 2026, do: 1) khả năng tăng giá hạn chế, vì phần lớn các hợp đồng EPC của PVS được giao bởi Chính phủ (thông qua đại diện là PVN); 2) sự cạnh tranh quốc tế gay gắt trong các dự án năng lượng tái tạo ngoài khơi; và 3) đặc thù công việc tập trung mạnh vào khâu chế tạo, khiến biên lợi nhuận dễ bị ảnh hưởng bởi biến động giá thép.

Mặc dù mảng này có biên lợi nhuận thấp, chúng tôi kỳ vọng **hoạt động xây lắp vẫn sẽ đóng góp khoảng 33% tổng lợi nhuận gộp** nhờ quy mô doanh thu lớn.

2027-2030: Trở thành đơn vị chế tạo trọng điểm tại khu vực Đông Nam Á

Chúng tôi kỳ vọng PVS nhận được backlog từ 2,0–3,0 tỷ USD trong giai đoạn 2027–2030, với phần lớn đến từ các dự án điện gió ngoài khơi.

1. Đài Loan là thị trường mục tiêu chiến lược

Thị trường EPC điện gió ngoài khơi của Đài Loan hiện đang được chi phối bởi một nhóm nhỏ các nhà thầu quốc tế, bao gồm Semco Maritime (Đan Mạch) và Seatrium (Singapore). PVS đã củng cố sự hiện diện tại thị trường điện gió Đài Loan bằng cách hợp tác với Semco dưới hình thức liên danh.

Trong khi Semco và Seatrium thường đóng vai trò dẫn dắt trong các gói thầu EPC trọn gói, PVS đã thiết lập được vị thế là đối tác chế tạo then chốt trong nhiều dự án. Từ một tân binh vào năm 2023, công ty đã phát triển thành nhà thầu chính có khả năng bàn giao một trong những module phức tạp nhất của các dự án điện gió ngoài khơi – **trạm biến áp**.

Hình 10: Dấu ấn của PVS trong lĩnh vực điện gió ngoài khơi tại Đài Loan

Dự án	Công suất (MW)	Vai trò	Khách hàng	Năm xây dựng
Greater Changhua 2b&4	920	EPC Chân đế	Orsted	2024
Hai Long 2&3	1000	Xây lắp trạm biến áp	Northland + Mitsui + Gentari	2023
Fengmiao	500	Xây lắp trạm biến áp	CIP	2024
Formosa 4	495	Xây lắp trạm biến áp	Synera	2026

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Chúng tôi ước tính đối với một trạm biến áp công suất 500 MW (trọng lượng khoảng 3.400 tấn), chi phí chế tạo của PVS rơi vào khoảng 20.000 USD/tấn, so với mức 25.000 USD/tấn của Seatrium. Lợi thế về chi phí này chủ yếu đến từ chi phí thuê đất và nhân công thấp hơn.

Ngoài ra, khoảng cách từ bãi xây lắp của PVS tại Vũng Tàu đến các vị trí điện gió ngoài khơi của Đài Loan là khoảng 1.500 km – chỉ bằng một nửa so với khoảng cách từ Seatrium. Lợi thế về địa lý này càng củng cố thêm ưu thế về chi phí, giúp PVS có vị thế thuận lợi để nắm bắt các cơ hội tại thị trường điện gió ngoài khơi vốn rất nhạy cảm về giá của Đài Loan.

Lộ trình phát triển điện gió ngoài khơi của Đài Loan đặt mục tiêu lắp đặt trung bình 1,5 GW mỗi năm trong vòng 10 năm tới (2026–2035). Hiện tại, kế hoạch triển khai của Đài Loan đang tập trung vào Giai đoạn 3.2 với tổng công suất khoảng 2,7 GW.

Hình 11: Kế hoạch triển khai điện gió ngoài khơi của Đài Loan GD 3.2

Dự án	Công suất (MW)	Nhà đầu tư	Lịch sử hợp tác của PVS
Formosa 6	800	Synera	Có
Youde	700	Shinfox	Không
Fengmiao 2	600	CIP	Có
Formosa 3/Haiding 1	360	Corio + Total Energies	Không
Deshuai	240	Enervest	Không

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Chúng tôi kỳ vọng PVS có thể trúng thầu các hợp đồng chế tạo trạm biến áp ngoài khơi tại dự án **Formosa 6 và Fengmiao 2**, nhờ vào hồ sơ năng lực vững chắc với Synera và CIP qua các dự án tương tự như Fengmiao và Formosa 4. **Chúng tôi dự phóng tổng giá trị hợp đồng ký mới (backlog) từ hai dự án này sẽ đạt khoảng 600 triệu USD.**

2. Xuất khẩu điện gió ngoài khơi Việt Nam - Singapore

PVS đang hợp tác trong dự án quy hoạch phát triển năng lực điện gió ngoài khơi quy mô 2 GW tại miền Nam Việt Nam để xuất khẩu điện sang Singapore, thông qua hệ thống cáp ngầm dưới biển, với chi phí đầu tư giai đoạn 1 ước tính khoảng 10 tỷ USD. PVS kỳ vọng báo cáo nghiên cứu khả thi sẽ được hoàn tất vào năm 2026, tiếp sau đó là quyết định đầu tư cuối cùng vào năm 2027 và bắt đầu vận hành thương mại vào năm 2033.

Dự án này là đánh dấu sự hợp tác giữa PVS và Semcorp Utilities (Singapore), trong đó PVS đóng vai trò quan trọng trong việc thực hiện công tác khảo sát và đảm nhận phạm vi EPC cho các cấu trúc ngoài khơi bao gồm trạm biến áp ngoài khơi, chân đế và cáp ngầm.

Dựa trên phạm vi công việc này, chúng tôi kỳ vọng **PVS có thể duy trì tổng backlog lên đến 2,0 tỷ USD**. Hiện tại, PVS đang triển khai các gói thầu khảo sát được trao từ tháng 8/2024 để xác định các vị trí ngoài khơi phù hợp cho việc phát triển, trong đó Vũng Tàu và Trà Vinh được xác định là hai khu vực tiềm năng .

Hình 12: Minh họa hệ thống cáp ngầm dưới biển



Nguồn: vnexpress

3. Không có đối thủ đối với các dự án dầu khí trong nước

Murphy Oil đã thành công khoan thăm lượng tại mỏ Hải Sư Vàng (nằm tại Bể Cửu Long), với trữ lượng ước tính khoảng 450 triệu thùng dầu thô. Chúng tôi kỳ vọng dự án có thể đạt được quyết định đầu tư cuối cùng vào Q4/2026, mở đường cho các hợp đồng EPC được ký kết.

Dựa trên lịch sử hợp tác trước đây với Murphy Oil, chúng tôi tin rằng PVS đang có vị thế rất thuận lợi để đảm nhận gói thầu giàn xử lý trung tâm. **Chúng tôi dự phóng các gói thầu EPC cho dự án Hải Sư Vàng sẽ có giá trị khoảng 400 – 500 triệu USD.**

Hình 13: Thành công khoan thăm lượng tại mỏ Hải Sư Vàng



Nguồn: Murphy Oil

Các dịch vụ ngoài xây lắp: Có biên lợi nhuận cao và là động lực chính của lợi nhuận gộp

PVS cung cấp đa dạng các loại hình dịch vụ liên quan đến dầu khí. Mảng dịch vụ chiếm khoảng 35% tổng doanh thu nhưng lại đóng góp tới 67% lợi nhuận gộp, cho thấy biên lợi nhuận vượt trội của phân khúc này. Cụ thể:

1. **Vận hành và bảo dưỡng (O&M):** Phân khúc này bao gồm việc vận hành và bảo trì các công trình biển, tàu FSO/FPSO và các nhà máy công nghiệp. Đây là một trong những thế mạnh cốt lõi của PVS, khi công ty thường cung cấp dịch vụ O&M song song với các dự án xây lắp. Chiến lược này cho phép công ty mở rộng phạm vi dịch vụ xuyên suốt vòng đời của dự án.
2. **Căn cứ cảng:** PVS vận hành hệ thống cảng trên toàn quốc với tổng diện tích hơn 320 ha tại Đình Vũ, Nghi Sơn, Hòn La, Sơn Trà, Dung Quất, Phú Mỹ, Sao Mai – Bến Đình, PVShipyards và Căn cứ Cung ứng Dịch vụ Dầu khí PTSC. Các cơ sở này cung cấp hỗ trợ hậu cần cho hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí, đồng thời đóng vai trò là bãi chế tạo các công trình ngoài khơi.
3. **Các dịch vụ khác:** PVS cung cấp dịch vụ khảo sát ngoài khơi và dịch vụ ngầm, trong đó có khảo sát địa chấn bằng thiết bị lặn điều khiển từ xa (ROV). PVS cũng vận hành đội tàu dịch vụ chuyên dụng ngoài khơi như tàu AHTS, OSV/PSV, tàu DP, tàu hỗ trợ, tàu trực và tàu bảo vệ. Đội tàu này hỗ trợ đắc lực cho các hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí.

Hình 14: Căn cứ cảng dịch vụ của PVS



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 15: Thiết bị ROV của PVS



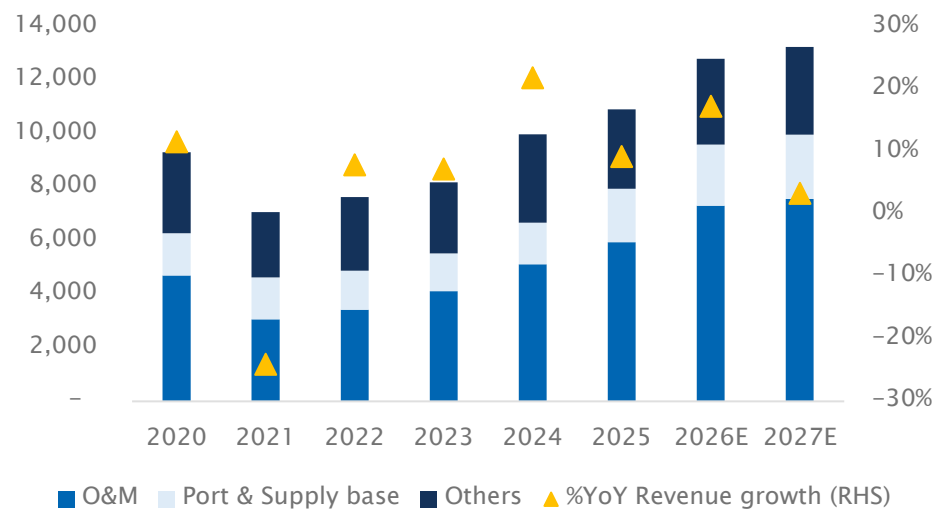
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Các dịch vụ ngoài xây lắp thường ghi nhận mức tăng trưởng ổn định qua các năm (ngoại trừ giai đoạn dịch COVID). **Chúng tôi dự phóng mảng dịch vụ sẽ tăng trưởng 18% YoY trong năm 2026**, nhờ sự phục hồi của các hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) thượng nguồn.

Chi tiết về dự phóng doanh thu các mảng trong năm 2026 như sau:

- **Vận hành và bảo dưỡng (O&M):** Chúng tôi kỳ vọng doanh thu sẽ tăng 23% YoY, từ 6.000 tỷ đồng lên khoảng 7.300 tỷ đồng, nhờ việc vận hành tàu FSO Lạc Đà Vàng mới và nhu cầu bảo trì cao hơn trong bối cảnh lượng backlog xây lắp đang mở rộng
- **Căn cứ cảng:** Chúng tôi dự phóng doanh thu sẽ tăng trưởng 15% YoY lên gần 2.300 tỷ đồng, được hưởng lợi từ nhu cầu hậu cần gia tăng khi các hoạt động xây lắp và thăm dò ngoài khơi nhộn nhịp trở lại.

Hình 16: Doanh thu các dịch vụ ngoài xây lắp duy trì đà tăng trưởng ổn định (tỷ đồng, LHS)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Hợp tác liên doanh – Tạo dòng tiền ổn định

PVS hiện đang vận hành 07 đơn vị FSO/FPSO thông qua các liên doanh với các đối tác nước ngoài bao gồm MISC Berhad, Yinson Production, MODEC và Mitsui & Co -- những cái tên hàng đầu trong ngành đóng tàu tại khu vực. Các mối quan hệ hợp tác này cho phép PVS chia sẻ nhu cầu về vốn và rủi ro vận hành, đồng thời tận dụng chuyên môn kỹ thuật của đối tác trong việc xây dựng FSO/FPSO.

FSO/FPSO (tàu chứa nổi / tàu chứa, xử lý và xuất dầu thô) là các phương tiện nổi ngoại khơi thực hiện nhiệm vụ xử lý dầu / khí khai thác từ các giếng ngầm trước khi chuyển sang các tàu dầu.

Hình 17: FPSO Lam Sơn



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

Hình 18: FSO Orkid



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp

FSO/FPSO có thể là: 1) đóng mới, với chi phí đầu tư thường dao động từ 1-2 tỷ USD, hoặc 2) cải hoán từ thân tàu dầu cũ (loại Aframax, VLCC hoặc VLGC). Chi phí cải hoán thấp hơn đáng kể, thường rơi vào khoảng 150 triệu USD đối với một tàu FSO và khoảng 300 triệu USD đối với một tàu FPSO.

Các hợp đồng FSO/FPSO ký kết với các nhà điều hành mỏ thường tương ứng với tuổi thọ của mỏ dầu khí (khoảng 10-20 năm), với thời hạn thuê ban đầu từ 7-10 năm.

Giá thuê tàu thường bao gồm một khoản phí cố định, dao động từ 25.000 USD đến 30.000 USD/ngày, và một phần biến đổi gắn liền với sản lượng khai thác. Tùy thuộc vào mức sản lượng, doanh thu cho thuê do đó không phải lúc nào cũng đủ để bù đắp chi phí vận hành, điều này có thể dẫn đến việc các liên doanh không ghi nhận lợi nhuận trong một số năm. Ví dụ, tàu FSO Rồng Đồi đã ghi nhận sản lượng khí thấp hơn trong năm 2025 do sản lượng giảm dần sau gần hai thập kỷ khai thác kể từ năm 2007.

Hình 19: Chi tiết về đội tàu FSO/FPSO của PVS và các liên doanh

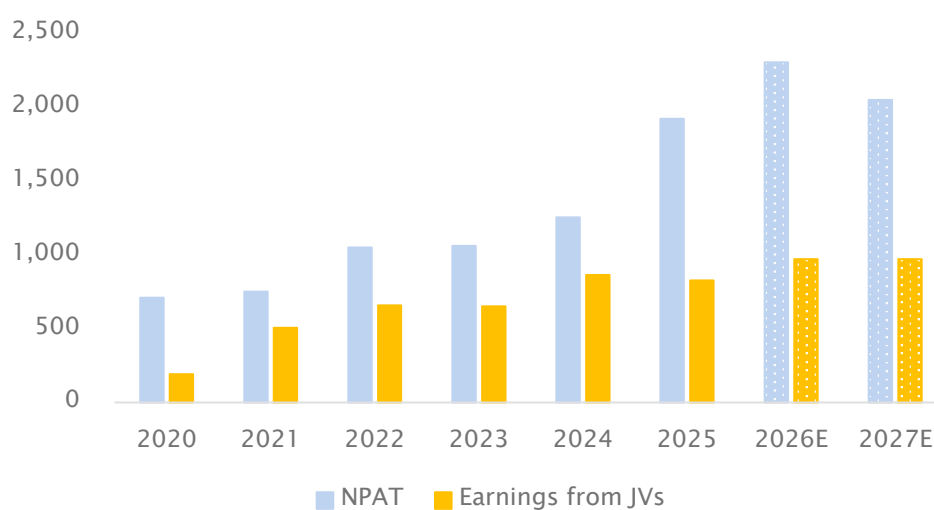
FSO/FPSO	Đối tác liên doanh	% sở hữu của PVS	Mô	Bên điều hành	Lợi nhuận thuộc PVS 2025 (tỷ đồng)	Lợi nhuận thuộc PVS 2026E (tỷ đồng)
FPSO Ruby II (hoán cải)	MISC	60%	Lô 01 & 02	Vietsopetro	450	458
FSO Biển Đông 01 (đóng mới)	Yinson	51%	Lô 05.2 & 05.3	BDPOC	50	50
FPSO Lam Sơn (đóng mới)	Yinson	51%	Lô 01/97 & 02/97	PVN	193	193
FPSO PTSC AP (hoán cải)	Yinson	51%	Lạc Đà Vàng	Murphy Oil	-	138
FSO Orkid (hoán cải)	MISC	49%	PM3-CAA	Repsol	53	53
FSO Golden Star (hoán cải)	MISC	49%	Sao Vàng - Đại Nguyệt	Idemitsu	79	79
FSO Rong Doi MV12 (đóng mới)	Modec & Mitsui&Co	33%	Rồng Đồi - Lô 11-2	Zarubezhnef	-	-
Tổng cộng					826	971

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Lợi nhuận từ các liên doanh liên tục chiếm tỷ trọng lớn (từ 40%–60%) trong tổng lợi nhuận sau thuế của PVS trong những năm gần đây. Nhờ các hợp đồng FSO/FPSO dài hạn, mảng liên doanh mang lại nguồn thu nhập ổn định và định kỳ, tạo đà tăng trưởng vững chắc đối với lợi nhuận hợp nhất toàn doanh nghiệp.

Chúng tôi kỳ vọng tàu FPSO Lạc Đà Vàng, đi vào vận hành từ tháng 2, sẽ đóng góp khoảng 138 tỷ đồng vào lợi nhuận của PVS trong năm 2026. **Do đó, dự phóng lợi nhuận từ các liên doanh sẽ tăng 18% YoY, đạt 971 tỷ đồng.**

Hình 20: Hoạt động liên doanh đóng góp lợi nhuận ổn định (tỷ đồng)



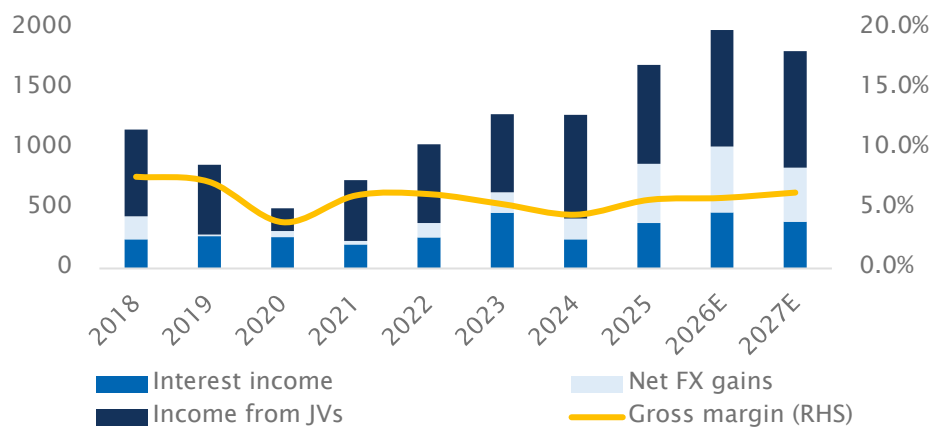
Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Thanh khoản dồi dào củng cố giai đoạn tăng trưởng tiếp theo

Biên lợi nhuận cốt lõi ở mức thấp do khả năng tăng giá hạn chế trong mảng xây lắp và EPC, cụ thể biên lợi nhuận gộp thường dưới 10% và đã bị thu hẹp xuống dưới 6% trong ba năm gần nhất. Lợi nhuận của PVS phần lớn được hỗ trợ bởi các nguồn thu nhập ngoài hoạt động kinh doanh cốt lõi. Các nguồn này bao gồm **lãi tiền gửi từ số dư tiền mặt lớn, lãi chênh lệch tỷ giá** từ doanh thu và các khoản phải thu bằng đồng USD, cùng **nguồn đóng góp ổn định từ các liên doanh**.

Tính đến cuối năm 2025, tổng tiền mặt và tiền gửi đạt gần 16 nghìn tỷ đồng (chiếm 58% tài sản ngắn hạn), mang lại nguồn thu nhập lãi vay ổn định và định kỳ trong giai đoạn 2026–2027, giúp bù đắp sự biến động của lợi nhuận từ mảng EPC cốt lõi. Ngoài ra, lãi chênh lệch tỷ giá cũng tạo ra một vùng đệm lợi nhuận trong bối cảnh đồng Việt Nam tiếp tục mất giá, mặc dù nguồn thu này vốn có tính biến động tự nhiên.

Hình 21: Lợi nhuận được hỗ trợ bởi các nguồn thu nhập không cốt lõi (tỷ đồng; LHS)



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

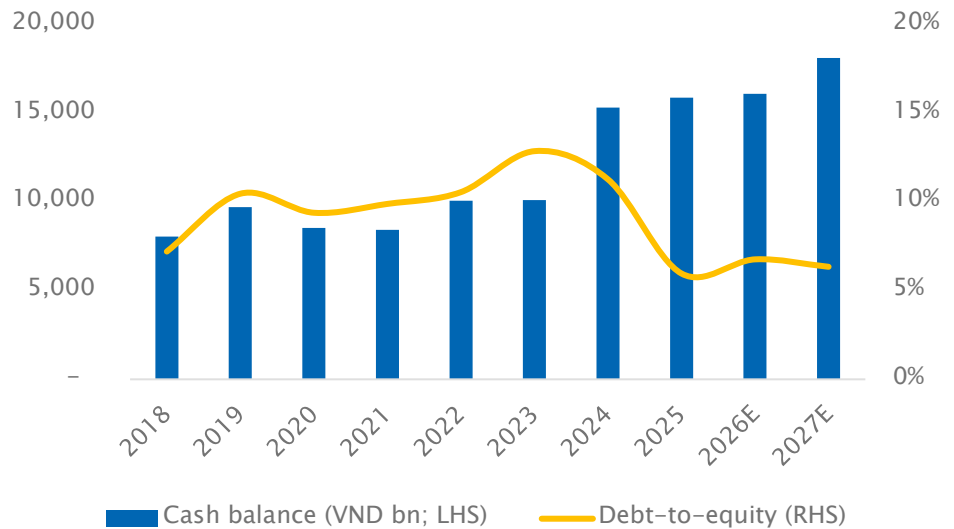
Thanh khoản dồi dào là bộ phận cho năng lực huy động vốn của công ty. Tại kỳ ĐHCĐ gần nhất, PVS đã phác thảo kế hoạch mở rộng sang lĩnh vực cơ sở hạ tầng liên quan đến LNG, điện gió ngoài khơi quy mô lớn, chế tạo cáp ngầm dưới biển và công nghệ trong chuỗi cung ứng điện hạt nhân cho giai đoạn 2026–2030.

Nằm trong chiến lược này, công ty ước tính tổng chi phí đầu tư rơi vào khoảng 32,5 nghìn tỷ đồng, chủ yếu được phân bổ cho việc mở rộng bãi chế tạo, đầu tư cơ sở hạ tầng và thiết bị.

Ban lãnh đạo kỳ vọng tài trợ cho kế hoạch mở rộng này thông qua phát hành thêm cổ phiếu và huy động vốn từ các tổ chức tài chính quốc tế. Đáng chú ý, PVS đã bắt đầu tiếp cận các đối tác chiến lược tiềm năng, bao gồm Tập đoàn Tài chính Mizuho vào tháng 1/2026, điều này cho thấy những tiến triển sớm trong việc đảm bảo các nguồn vốn từ bên ngoài.

Vị thế tiền mặt vững mạnh và đòn bẩy tài chính thấp tạo lợi thế lớn trong việc tiếp cận nguồn vốn vay để thực hiện kế hoạch đầu tư. Tỷ lệ Nợ/VCSH bình quân duy trì ở mức 10% trong những năm gần đây cũng tạo ra dư địa rất lớn để gia tăng thêm các khoản vay mới.

Hình 22: Số dư tiền mặt lớn và đòn bẩy tài chính thấp

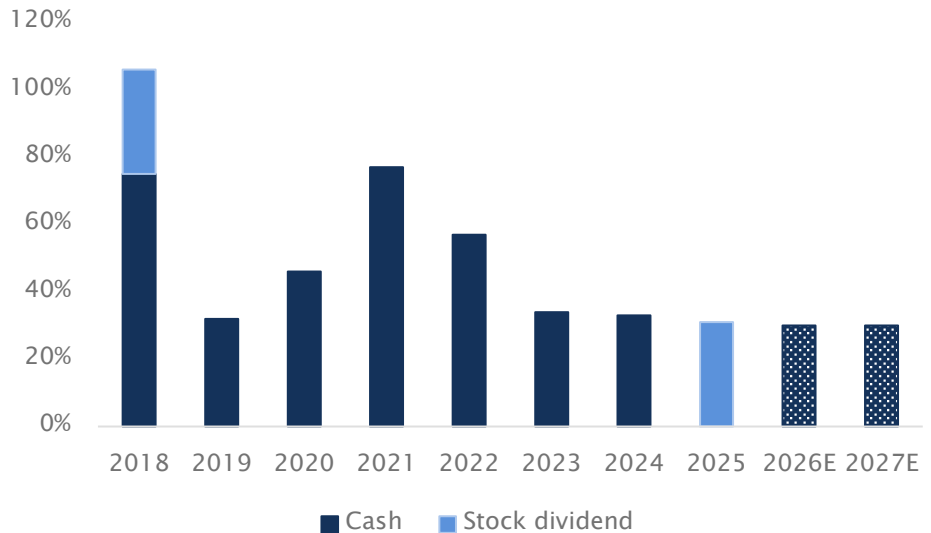


Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Triển vọng cổ tức kém hấp dẫn hơn. Năm 2025, PVS đã chi trả cổ tức bằng cổ phiếu trở lại sau nhiều năm duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức bằng tiền mặt bình quân khoảng 50% (giai đoạn 2019–2024). Dù không được lòng tất cả các nhà đầu tư, nhưng theo quan điểm của chúng tôi, sự thay đổi này là hợp lý trong bối cảnh nhu cầu vốn tăng cao để tài trợ cho các dự án quy mô lớn của công ty.

Chúng tôi kỳ vọng công ty sẽ khôi phục việc chi trả cổ tức bằng tiền mặt trong giai đoạn 2026–2027 với tỷ lệ chi trả thận trọng hơn ở mức 30%, thấp hơn nhiều so với mức trung bình lịch sử. Với mức giá hiện tại, các giả định của chúng tôi tương ứng với tỷ suất cổ tức khiêm tốn khoảng 2,6%, điều này có thể làm giảm sức hút của cổ phiếu đối với các nhà đầu tư chú trọng vào nguồn thu nhập từ cổ tức.

Hình 23: Tỷ lệ chi trả cổ tức



Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

Định giá & Rủi ro

Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** - Khả quan với cổ phiếu PVS tại giá mục tiêu **40.200 đồng**. Giá trị hợp lý ước tính của chúng tôi dựa trên hệ số P/B giữa chu kỳ (mid-cycle) là 1,16x.

Mặc dù giả định ROE kỳ vọng năm 2026E của chúng tôi là 13,0%, tương đương mức P/B hợp lý là 1,25x, chúng tôi vẫn áp dụng hệ số thấp hơn (tại mức P/B 1,16x, tương đương mức chiết khấu 7,2%) để phản ánh kỳ vọng về việc ROE bị pha loãng trong vài năm tới do quá trình mở rộng nguồn vốn đang diễn ra.

Hình 24: Tóm tắt định giá

Metrics		Metrics	VND per share
Beta	0.97	BVPS	34,739
Risk Free Rate	4.3%	Target multiples	1.16
Risk Premium	8.1%	Implied price	40,247
Cost of Equity	12.2%	Weight	100%
ROE	13.0%	Target price	40,200
Payout ratio	30%		
g	9.1%		
Justified P/B	1.25		
Ex-growth P/B	1.06		
Mid-cycle P/B	1.16		

Nguồn: Yuanta Việt Nam

Tiềm năng tăng giá:

- **Tâm lý thị trường diễn biến theo giá dầu và khả năng được trao thầu.** Môi trường giá dầu duy trì ở mức cao có thể cải thiện tâm lý nhà đầu tư và thúc đẩy định giá lại cổ phiếu PVS, do biến động giá cổ phiếu vốn có sự tương quan chặt chẽ với giá dầu trong lịch sử. Đồng thời, việc chuyển đổi các dự án tiềm năng (như đã thảo luận ở trang 8) thành các hợp đồng chính thức sẽ giúp tăng giá trị backlog và hỗ trợ đà tăng giá cổ phiếu vượt mức mục tiêu của chúng tôi.
- **Thời điểm ban hành FID của Lô B là yếu tố thúc đẩy then chốt.** Kịch bản cơ sở của chúng tôi đưa ra các giả định thận trọng về việc ghi nhận doanh thu từ dự án Lô B. Điều này là do sự chậm trễ kéo dài trong việc xác nhận quyết định đầu tư, làm hạn chế khả năng dự báo về tiến độ giải ngân vốn và lộ trình triển khai dự án.

Nếu quyết định đầu tư dự án Lô B được phê duyệt sớm hơn dự kiến – có thể do những gián đoạn đang diễn ra trên thị trường năng lượng toàn cầu bởi cuộc xung đột tại Vịnh Ba Tư – tiến độ giải ngân đầu tư liên quan đến Lô B có khả năng sẽ được đẩy nhanh. Khi đó, PVS có thể triển khai mạnh mẽ hơn các hoạt động xây lắp, từ đó thúc đẩy doanh thu và tạo ra tiềm năng tăng trưởng vượt mức dự báo của chúng tôi.

Rủi ro giảm giá:

- **Khả năng dự báo lợi nhuận vẫn phụ thuộc vào thời điểm ra quyết định đầu tư cuối cùng.** Chúng tôi ghi nhận tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ và vị thế dẫn đầu của PVS trong các dự án dầu khí biển trọng điểm, nhưng lợi nhuận dự phóng phụ thuộc rất lớn vào quy trình phê duyệt quyết định đầu tư vốn kéo dài, phức tạp và nhiều yếu tố bất định.
- **Các dự án ngoài khơi cũng đối mặt với rủi ro địa chính trị và rủi ro hàng hải** có thể gây chậm trễ trong quá trình thực hiện.
- **Số lượng module có thể bàn giao mỗi năm bị giới hạn.** Hiện tại, PVS vận hành bãi chế tạo chính rộng khoảng 90 ha, cho phép công ty chế tạo cùng lúc tối đa 6 cấu trúc lớn (tổng trọng lượng khoảng 90.000 tấn). Điều này vô hình trung tạo ra một mức trần về số lượng module đang trong quá trình xây dựng tại bất kỳ thời điểm nào.

Ngoài ra, năng lực bàn giao còn bị hạn chế bởi cơ sở hạ tầng hạ thủy, do việc vận chuyển các cấu trúc biển khổng lồ đòi hỏi các thiết bị chuyên dụng, thiết bị nâng hạ hạng nặng và sự phối hợp hậu cần hàng hải cực kỳ chặt chẽ.

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Doanh thu	23.770	32.718	37.075	34.734	35.980
Giá vốn hàng bán	(22.705)	(30.848)	(34.896)	(32.537)	(34.046)
Lợi nhuận gộp	1.065	1.870	2.179	2.197	1.934
Chi phí hoạt động	(1.330)	(1.389)	(1.349)	(1.472)	(1.525)
Lợi nhuận hoạt động	(265)	481	830	725	409
Chi phí lãi vay ròng	178	311	307	368	440
Lãi/lỗ từ đầu tư	173	489	525	398	378
Lãi/lỗ từ LDLK	864	826	971	971	1.037
Thu nhập ròng khác	603	99	100	100	50
LNTT	1.553	2.205	2.733	2.562	2.315
Thuế thu nhập	(481)	(600)	(547)	(512)	(463)
Lợi ích CĐTS	185	71	71	71	71
LNST	1.070	1.850	2.233	1.978	1.781
EPS (đồng)	336	1.261	1.635	1.555	1.264

Chỉ số tài chính					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	22,7	37,6	13,3	(6,3)	3,6
Lợi nhuận hoạt động	1.904,4	(281,2)	72,7	(12,7)	(43,6)
EBITDA	(29,9)	275,0	29,7	(4,9)	(18,7)
Lợi nhuận sau thuế	18,4	53,1	19,9	(11,1)	(9,6)
Thay đổi EPS	(22,9)	197,0	20,7	(11,4)	(10,0)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN gộp	4,5	5,7	5,9	6,3	5,4
Biên LN hoạt động	(1,1)	1,5	2,2	2,1	1,1
Biên EBITDA	1,4	3,9	4,4	4,5	3,5
Biên LN ròng	5,3	5,9	6,2	5,9	5,1
ROA	3,7	5,0	5,7	5,0	4,3
ROE	8,5	11,8	13,0	10,8	9,0
Khả năng thanh toán và thanh khoản					
Nợ vay/ VCSH (x)	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng	Tiền mặt ròng
Tỷ lệ bao phủ lãi vay (x)	(4,1)	7,0	9,9	10,1	5,7
Tỷ lệ bao phủ lãi vay và nợ vay ngắn hạn (x)	(0,3)	1,9	2,9	2,7	1,5
Chu kỳ chuyển đổi tiền mặt (ngày)	26,9	4,9	16,6	16,1	7,3
Chỉ số TT hiện hành (X)	1,7	1,6	1,6	1,7	1,8
Chỉ số TT nhanh (X)	1,5	1,4	1,4	1,5	1,6
Tiền mặt/ (nợ vay) ròng (tỷ đồng)	13.648	14.893	14.866	16.887	20.064
Hệ số hiệu quả hoạt động					
Số ngày phải thu	72	49	60	61	57
Số ngày hàng tồn kho	29	38	32	33	29
Số ngày phải trả	75	83	76	78	79

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, Yuanta Việt Nam

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Tổng tài sản	34.077	38.791	40.109	41.387	43.506
Tiền & tương đương tiền	11.422	11.585	11.791	13.812	16.789
Đầu tư ngắn hạn	3.886	4.275	4.275	4.275	4.275
Khoản phải thu	6.244	7.488	8.744	8.422	8.456
Hàng tồn kho	1.830	3.234	3.331	3.297	2.744
TS ngắn hạn khác	500	621	704	659	683
TSCĐ ròng	3.588	4.778	4.401	4.071	3.716
TS khác	6.607	6.810	6.864	6.850	6.842
Nợ phải trả	19.337	22.555	22.294	22.372	22.849
Nợ phải trả ngắn hạn	13.938	17.125	17.714	17.441	17.995
Khoản phải trả	4.654	6.978	7.244	6.928	7.340
Nợ vay ngắn hạn	869	189	200	200	200
Nợ phải trả dài hạn	5.313	5.430	4.580	4.931	4.855
Nợ vay dài hạn	790	777	1.000	1.000	800
Phải trả dài hạn khác	13.024	14.610	13.850	14.243	14.510
Vốn chủ sở hữu	14.740	16.236	17.764	18.942	20.627
Vốn điều lệ	4.780	5.114	5.114	5.114	5.114
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-
VCSH khác	5.878	6.166	6.165	6.165	6.165
Lợi nhuận giữ lại	4.082	4.956	6.486	7.663	9.349
Lợi ích CĐTS	1.171	1.179	1.179	1.179	1.179

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
Dòng tiền từ HĐKD	4.343	1.935	561	2.801	3.302
Lợi nhuận sau thuế	1.255	1.921	2.304	2.049	1.852
Khấu hao	601	780	805	830	855
Thay đổi vốn lưu động	3.038	189	(2.296)	448	1.039
Khác	(551)	(955)	(252)	(526)	(443)
Dòng tiền từ HĐĐT	1.062	(1.100)	(32)	(110)	(125)
Chi phí vốn	(885)	(1.862)	(500)	(500)	(500)
Thay đổi đầu tư dài hạn	443	(399)	-	-	-
Thay đổi TS khác	1.504	1.161	468	390	375
Dòng tiền sau tư	5.405	835	528	2.691	3.177
Dòng tiền từ HĐTC	198	(749)	(322)	(670)	(200)
Thay đổi vốn cổ phần	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ vay	577	(693)	233	-	(200)
Thay đổi nợ phải trả dài hạn khác	(379)	(56)	(555)	(670)	-
Thay đổi dòng tiền ròng	5.603	86	206	2.021	2.977
Số dư đầu kỳ	5.757	11.422	11.585	11.791	13.812
Số dư cuối kỳ	11.422	11.585	11.791	13.812	16.789

Chỉ số tài chính					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
P/E (x)	34,1	11,5	9,5	10,7	11,9
P/E pha loãng (x)	34,1	11,5	9,5	10,7	11,9
P/B (x)	1,3	1,3	1,2	1,1	1,0
EBITDA/ cổ phiếu	703	2.465	3.198	3.041	2.472
DPS	699	-	1.085	1.310	-
Tỷ suất cổ tức (%)	-	-	-	2,6	3,2
EV/EBITDA (x)	7,8	2,1	1,6	0,4	(2,0)
EV/EBIT (x)	(9,9)	5,5	3,2	0,9	(6,2)

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157,
Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA

(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

Ngan Le

Analyst (Steel, O&G)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Nhi Ly

Assistant Analyst

nhi.ly@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Analyst (Consumer)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Giang Hoang

Assistant Analyst

giang.hoang@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Tuan-Anh Nguyen

Manager

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3941)

dat.bui@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3940)

vi.truong@yuanta.com.vn

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (3855)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Jason Lu

Sales Manager

Tel: +84 28 3622 6868

jason.lu@yuanta.com.vn

Phuc Pham

Sales trader

Tel: +84 28 3622 6868

phuc.pham@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

hien.le@yuanta.com.vn

Linh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868

linh.nguyen2@yuanta.com.vn