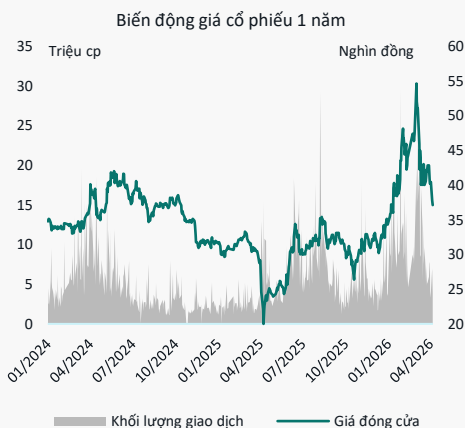


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại	37,800
Giá mục tiêu	51,200
Lợi nhuận kỳ vọng	+35.5%

Thông tin giao dịch	
KLGD TB 3 tháng	7,118 triệu cp
SLCP lưu hành	511,42 triệu cp
Biên độ 52 tuần	20,000 – 54,600
Vốn hóa	22,042.21 tỷ đồng
Beta	0.90



Cổ đông lớn	
Tập Đoàn Công Nghiệp – Năng Lượng Quốc Gia Việt Nam	51.38%
Nhóm cổ đông nước ngoài	7.10%
Khác	41.52%

## TĂNG TRƯỞNG TRONG CHU KỲ MỚI

### Khuyến nghị

Chúng tôi áp dụng kết hợp các phương pháp DCF, EV/EBITDA và P/E để xác định giá trị hợp lý và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS) với mức giá mục tiêu 51,200 đồng/cp (tăng 35.5% so với giá ngày 06/04/2026).

### Triển vọng doanh nghiệp

PVS được kỳ vọng hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ đầu tư mới của ngành dầu khí trong nước. Với vị thế chủ lực trong hệ sinh thái PVN, doanh nghiệp có lợi thế tham gia các gói thầu EPCI giá trị lớn, qua đó duy trì backlog ở mức cao và hỗ trợ tăng trưởng doanh thu trong trung hạn.

Ở góc nhìn dài hạn, xu hướng gia tăng đầu tư điện gió mở ra dư địa tăng trưởng mới cho PVS. Tại khu vực Châu Á – Thái Bình Dương được dự báo chiếm 57.6% công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu vào năm 2030, với CAGR đạt 21.2%/năm, qua đó tạo nền tảng cho các cơ hội mở rộng hoạt động của doanh nghiệp trong tương lai.

### Luận điểm đầu tư

#### ► Mảng M&C vào cao điểm ghi nhận doanh thu

Năm 2026, PVS dự kiến đạt khoảng 17,880 tỷ đồng doanh thu, chủ yếu được dẫn dắt bởi các dự án trọng điểm như chuỗi Lô B - Ô Môn (EPCI #1, #2 và #3), Lạc Đà Vàng, Sư Tử Trắng 2B và Gói thầu 4.9 thuộc dự án sân bay Long Thành, đây là các dự án đã được khởi động giai đoạn 2024 - 2025 và hiện đang được triển khai đúng tiến độ, qua đó đảm bảo mức độ ghi nhận doanh thu ổn định trong kỳ.

Trong đó, dự án Lạc Đà Vàng được trao thầu từ tháng 10/2024 và dự kiến hoàn thành vào quý 3/2026, được xem là động lực tăng trưởng chủ chốt nhờ quy mô lớn và tiến độ thi công rõ ràng. Với danh mục dự án đã được xác lập cụ thể cùng tiến độ triển khai tích cực, mảng cơ khí – xây lắp của PVS được đánh giá có mức độ rủi ro thực thi thấp qua đó tạo nền tảng cho tăng trưởng trong năm 2026.

#### ► Mảng FSO ghi nhận tăng trưởng mạnh 2026 - 2027

FSO Lạc Đà Vàng hạ thủy thành công ngày 6/2/2026 và dự kiến hoàn thiện lắp đặt ngoài khơi vào quý 3/2026, trước khi vận hành thương mại từ quý 4/2026. Với giá trị hợp đồng 416 triệu USD, thời hạn 10 năm và tùy chọn gia hạn thêm 5 năm. Chúng tôi ước tính dự án đóng góp doanh thu khoảng 240 tỷ đồng năm 2026 tăng lên khoảng 650 tỷ đồng/năm từ năm 2027 khi vận hành toàn phần.

Bên cạnh đó, FSO Lô B với trị giá hợp đồng 480 triệu USD và thời hạn 14 năm, dự kiến bắt đầu ghi nhận từ quý 4/2027, mang lại doanh thu khoảng 840 tỷ đồng/năm đến năm 2041. Dòng tiền kép này dự kiến kéo dài ít nhất đến năm 2036, qua đó cung cấp nguồn thu dài hạn và bền vững cho PVS.

#### ► Điện gió ngoài khơi quốc tế: Bàn đạp dài hạn cho PVS

Về dài hạn, điện gió ngoài khơi được kỳ vọng sẽ trở thành động lực tăng trưởng mới của PVS khi doanh nghiệp đang đẩy mạnh mở rộng sang các hạng mục có giá trị gia tăng cao như trạm biến áp ngoài khơi (OSS), với backlog điện gió khoảng 1 tỷ USD thông qua chuỗi dự án Hai Long 2&3, Baltica 2, Feng Miao và Formosa.

Đồng thời, các dự án xuất khẩu điện sang Singapore và Malaysia đang trong giai đoạn khảo sát, công ty kỳ vọng nguồn doanh thu ổn định từ điện gió và OSS sẽ đóng góp liên tục trong giai đoạn 2025 - 2030 tạo động lực tăng trưởng dài hạn, đa dạng hóa dòng thu nhập và giảm sự phụ thuộc vào chu kỳ dầu khí truyền thống.

### Rủi ro

Rủi ro chính đến từ bất ổn địa chính trị tại Trung Đông có thể làm chậm tiến độ triển khai các dự án dầu khí trong khu vực khiến doanh nghiệp trì hoãn quyết định đầu tư làm gia tăng rủi ro đối với triển vọng ổn định của ngành dầu khí toàn cầu.

Bên cạnh đó, biến động giá thép, chi phí logistics và vật tư nhập khẩu làm tăng chi phí dự án, gây áp lực lên biên lợi nhuận mảng M&C và điện gió của PVS, làm ảnh hưởng đến dòng tiền cũng như khả năng hoàn thành kế hoạch lợi nhuận trong giai đoạn 2026 - 2027.

# Tổng quan kết quả kinh doanh 2025

## ► Kết quả hoạt động kinh doanh 2025

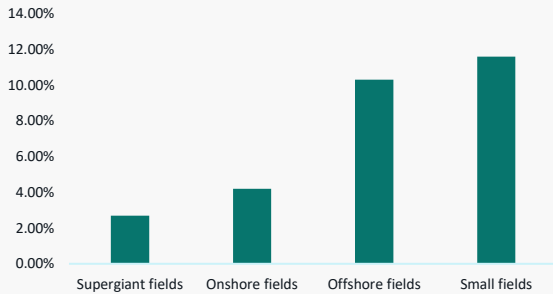
	2024	2025	YoY	Nhận định của Kafi
Doanh thu thuần	23,769	32,556	36.96%	Năm 2025, doanh thu thuần của PVS đạt mức kỷ lục cao nhất từ trước đến nay, được thúc đẩy bởi các hợp đồng EPCI trọng điểm như Lô B - Ô Môn và Lạc Đà Vàng đang triển khai đồng loạt. Ngoài ra, giá dầu phục hồi cuối năm 2025 kéo theo nhu cầu đầu tư và thăm dò gia tăng. Cho thấy PVS đang hưởng lợi trực tiếp từ chu kỳ đầu tư mới của ngành dầu khí.
Giá vốn hàng bán	-22,705	-30,747	35.42%	
Lợi nhuận gộp	1,065	1,809	69.86%	Lợi nhuận gộp tăng mạnh khi hiệu quả thực thi dự án được cải thiện rõ rệt, đồng thời nhiều hợp đồng EPCI bước vào giai đoạn ghi nhận doanh thu với biên lợi nhuận cao hơn so với các năm trước.
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>4.48%</i>	<i>5.56%</i>		
Thu nhập tài chính	569	927	62.92%	Quy mô tiền mặt và tiền gửi kỳ hạn lớn giúp PVS thu về nguồn lãi đáng kể. Trong khi chi phí tài chính giảm mạnh phản ánh cấu trúc vốn lành mạnh, ít phụ thuộc đòn bẩy tài chính.
Chi phí tài chính	-217	-128	-41.01%	
Chi phí bán hàng	-95	-110	15.79%	Chi phí nhân viên tăng khi các hợp đồng EPCI được đẩy mạnh.
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-1,235	-1,275	3.16%	Chi phí dịch vụ mua ngoài tăng từ 322 tỷ lên 438 tỷ đồng (+36% YoY) làm tăng nhu cầu hỗ trợ từ nhà thầu phụ, phục vụ các dự án EPCI quy mô lớn. Cho thấy khối lượng công việc và quy mô hoạt động của PVS đang trên đà mở rộng mạnh mẽ.
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	950	2,106	121.7%	
Thu nhập khác, ròng	603	98	-83.75%	
Lợi nhuận trước thuế	1,553	2,156	38.83%	
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-298	-256	-14.09%	
Lợi nhuận sau thuế	1,254	1,899	51.44%	Lợi nhuận 2025 đã vượt 32% kế hoạch LNST và 36% kế hoạch LNNT

# Tổng quan ngành

## ▶ Ngành dịch vụ dầu khí toàn cầu

Mức suy giảm trung bình của các mỏ dầu toàn cầu

Đơn vị: %/năm - Nguồn: IEA, Kafi Research



Sau khi đạt đỉnh khai thác, các mỏ dầu khí toàn cầu bước vào giai đoạn suy giảm tự nhiên với tốc độ đáng kể, trung bình khoảng 5.6%/năm đối với dầu thô và 6.8%/năm đối với khí tự nhiên. Tuy nhiên, mức suy giảm có sự phân hóa rõ rệt: các mỏ lớn chỉ giảm khoảng 2.7%/năm, trong khi các mỏ nhỏ có thể vượt 11.6%/năm. Đồng thời, xét theo vị trí, onshore duy trì mức giảm thấp hơn (khoảng 4.2%), trong khi offshore nước sâu suy giảm nhanh hơn (khoảng 10.3%), phản ánh đặc thù kỹ thuật phức tạp và vòng đời khai thác ngắn hơn.

Trong khi đó, nhu cầu dầu toàn cầu vẫn tiếp tục tăng, chủ yếu nhờ khối Non-OECD, qua đó bù đắp xu hướng giảm dần của OECD (tỷ trọng còn khoảng 40 - 44% vào 2030F) và đẩy tổng cầu lên vùng 60 - 61 MMBbl/D trong dài hạn. Vì vậy, sự lệch pha giữa cung suy giảm và cầu tăng trưởng buộc ngành phải đẩy mạnh đầu tư upstream nhằm duy trì và bù đắp sản lượng trong trung và dài hạn.

### Giá dầu Brent

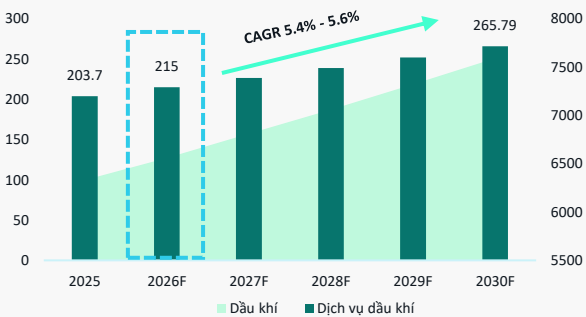
Đơn vị: USD/thùng | Nguồn: Investing, Kafi Research



Xung đột giữa Mỹ và Iran ngày 28/02/2026 đã đẩy giá Brent lên 106–114 USD/thùng, chúng tôi dự phóng giá dầu sẽ neo cao trong vùng 75 - 85 USD/thùng năm 2026, không chỉ phản ánh phần bù rủi ro địa chính trị mà còn được neo bởi cấu trúc chi phí và nguồn cung khí căng thẳng tại Trung Đông vẫn hiện hữu và sẽ hạ nhiệt dần vào 2027 giúp giá dầu về 70 - 75 USD/thùng. Đồng thời, nguồn cung toàn cầu đang gián đoạn 7,4 - 8,2 triệu thùng/ngày, buộc IEA phải xả đến 400 triệu thùng cao hơn đáng kể so với 182 triệu thùng trong xung đột Nga-Ukraine năm 2022. Do đó, khi căng thẳng hạ nhiệt vào 2027, giá dầu điều chỉnh về 70 - 75 USD/ thùng vẫn đủ để kích hoạt chu kỳ CAPEX upstream, dự kiến đạt 504 tỷ USD năm 2026 và tăng lên 738 tỷ USD vào 2030. Đáng chú ý, dòng vốn này đang dịch chuyển sang offshore/deepwater với CAPEX duy trì 250 - 300 tỷ USD và Đông Nam Á nổi lên như điểm đến chiến lược khi CAPEX offshore tăng lên 13 - 15 tỷ USD vào năm 2025.

### Quy mô ngành dịch vụ dầu khí so với ngành dầu khí toàn cầu

Đơn vị: tỷ USD | Nguồn: IEA, globenewswire, Kafi Research

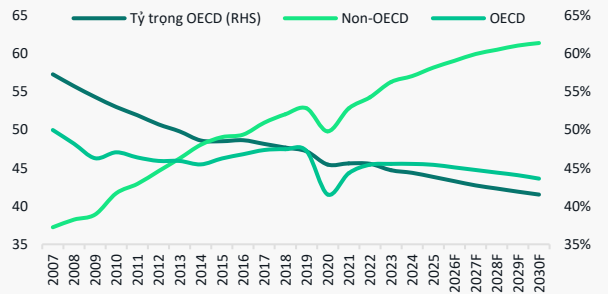


Quy mô thị trường dầu khí toàn cầu năm 2025 ước đạt khoảng 6,33 nghìn tỷ USD và dự kiến lên 8,79 nghìn tỷ USD vào năm 2034 với CAGR khoảng 3.72% cho thấy nhu cầu dầu vẫn duy trì ổn định trong dài hạn. Trên nền đó, phân khúc dịch vụ dầu khí tăng trưởng nhanh hơn, đạt 203,66 tỷ USD năm 2025 và dự kiến lên 265,79 tỷ USD vào năm 2030 với CAGR 5.4–5.6% nhờ sự phục hồi E&P và đặc biệt là dòng vốn chuyển đổi mạnh sang offshore/deepwater.

Đáng chú ý, chính xu hướng offshore này là điểm giao thoa với làn sóng năng lượng tái tạo, khi công suất lắp đặt mới toàn cầu đang tăng tốc lên khoảng 1,950 GW vào năm 2030, trong đó điện gió ngoài khơi trở thành trọng tâm. Đồng thời, làn sóng AI khiến nhu cầu điện từ data center tăng hơn 4 lần đến 2035, kéo theo nhu cầu nguồn điện ổn định. Dù năng lượng tái tạo mở rộng nhanh khí tự nhiên vẫn đóng vai trò điện nền linh hoạt, thúc đẩy mô hình on-site power (đặt nhà máy điện khí cạnh data center) giúp nhu cầu khí dự kiến tăng khoảng 60 TWh năm 2020 lên khoảng 120 TWh năm 2035.

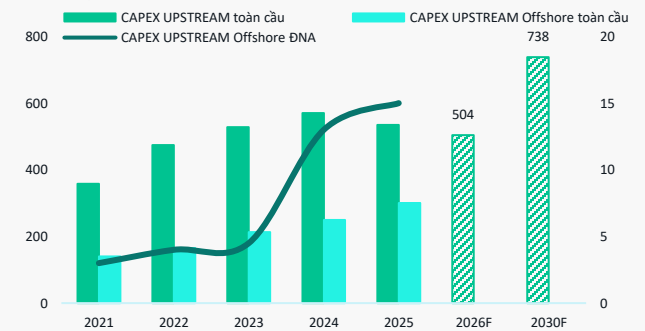
### Nhu cầu năng lượng

Đơn vị: USD/thùng | Nguồn: Investing, Kafi Research



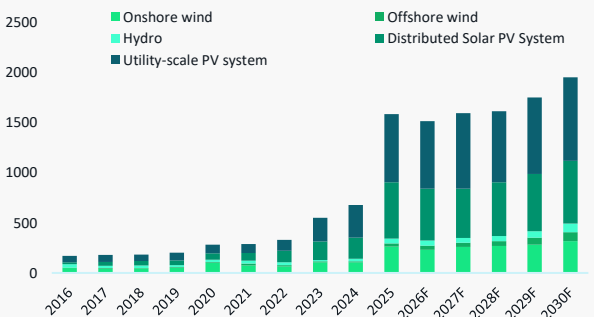
### CAPEX upstream, Offshore toàn cầu và Offshore Đông Nam Á

Đơn vị: tỷ USD | Nguồn: IEA, Kafi Research



### Công suất lắp đặt mới trong năm

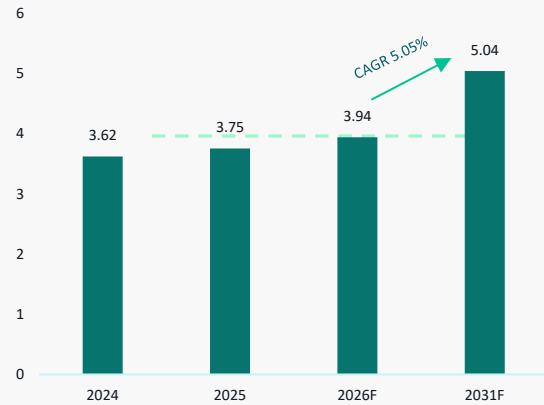
Đơn vị: GW/năm - Nguồn: IEA, Kafi Research



## ► Dịch vụ dầu khí trong nước – Tăng trưởng trong chu kỳ mới

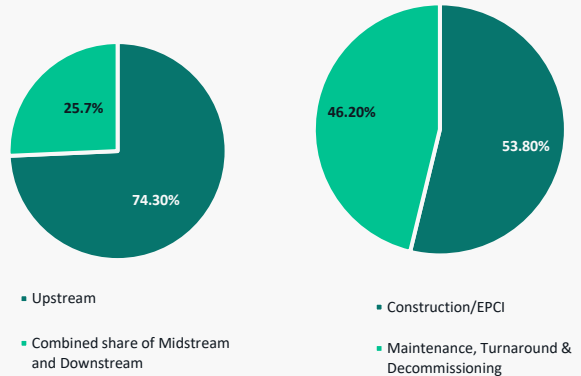
### Quy mô thị trường dầu khí Việt Nam

Đơn vị: tỷ USD | Nguồn: Mordor Intelligent, Kafi Research



### Thị phần theo phân khúc ngành và phân khúc kỹ thuật, năm 2025

Đơn vị: % | Nguồn: Mordor Intelligent, Kafi Research



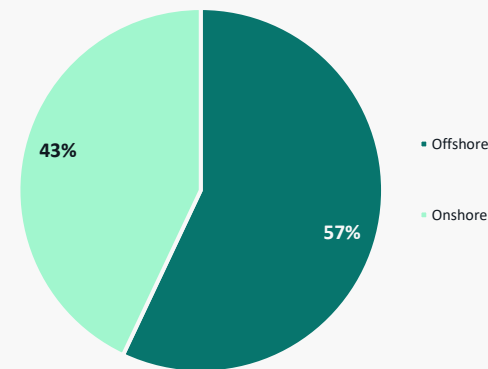
Trong bối cảnh làn sóng đầu tư dịch vụ dầu khí toàn cầu tiếp tục mở rộng, Việt Nam nổi lên không chỉ là một thị trường tăng trưởng mà còn là một thị trường phát triển đúng chu kỳ thượng nguồn với quy mô thị trường dầu khí Việt Nam được ước tính đạt 3,94 tỷ USD năm 2026, tăng từ 3,75 tỷ USD năm 2025 và dự kiến mở rộng lên khoảng 5,04 tỷ USD vào 2031, tương ứng CAGR khoảng 5.05% giai đoạn 2026 - 2031. Động lực chính đến từ sự dịch chuyển chiến lược sang an ninh năng lượng trong bối cảnh sản lượng khai thác nội địa suy giảm, kết hợp với làn sóng đầu tư mạnh vào các dự án điện khí LNG theo định hướng Quy hoạch Điện VIII (PDP8).

Xét theo cơ cấu, mảng xây dựng EPCI tiếp tục giữ vai trò chủ đạo, chiếm khoảng 53.78% thị phần năm 2025 được hậu thuẫn bởi các dự án quy mô lớn như Lô B - Ô Môn và Tổ hợp hóa dầu Long Sơn với tỷ lệ nội địa hóa gần 40% đối với các giàn khoan tự nâng dòng Tam Đảo phản ánh năng lực chế tạo trong nước ngày càng được nâng cao, qua đó tối ưu chi phí và rút ngắn chu kỳ dự án tạo ra lợi thế cạnh tranh rõ rệt cho các nhà thầu nội địa.

Trong khi đó, phân khúc dịch vụ bảo trì và sửa chữa (MRO) được dự báo sẽ ghi nhận tốc độ tăng trưởng nhanh nhất, với CAGR khoảng 5.74% đến năm 2031 khi các nhà vận hành ngày càng ưu tiên tối đa hóa thời gian hoạt động và nâng cao hiệu quả khai thác tài sản hiện hữu, đây là phân khúc mang tính tái hiện doanh thu ổn định giúp cân bằng chu kỳ biến động của các hợp đồng EPCI lớn và đồng thời củng cố tầm nhìn dài hạn về dòng tiền và lợi nhuận bền vững.

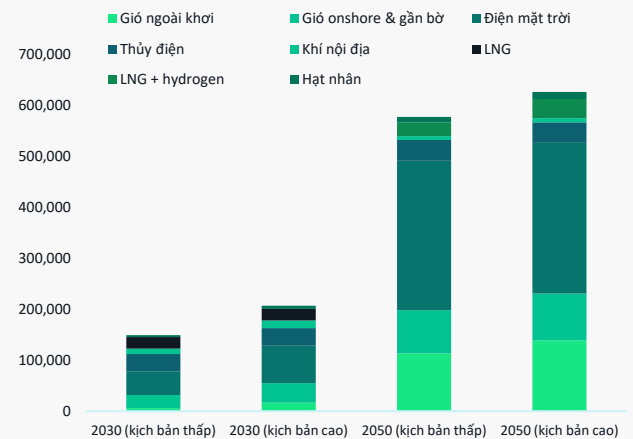
### Thị phần theo vị trí khai thác

Đơn vị: % - Nguồn: Mordor Intelligent, Kafi Research



### Cơ cấu nguồn điện Việt Nam theo PDP8 đến 2030–2035

Nguồn: Bộ Công Thương, Kafi Research



Bức tranh cơ cấu nguồn điện theo QĐ 768 cho thấy Việt Nam không đứng ngoài xu hướng năng lượng toàn cầu mà đang bắt nhịp và thậm chí tăng tốc nhanh hơn kỳ vọng, trong khi thế giới chuyển dịch sang tái tạo dưới tác động của AI và nhu cầu điện từ data center, Việt Nam buộc phải tái cấu trúc hệ thống điện với mức độ cấp bách cao hơn do sản lượng nội địa suy giảm và áp lực an ninh năng lượng gia tăng.

Quy hoạch Điện VIII điều chỉnh vì vậy mang tính bắt buộc, điện gió ngoài khơi sẽ lên 6,000–17,032 MW vào giai đoạn 2030 - 2035 và đến 2050 đạt 113,503 – 139,097 MW, tương đương toàn bộ hệ thống điện Việt Nam hiện tại. LNG được định vị không phải như đích đến mà như cầu nối, 22,524 MW năm 2030 để giữ ổn định hệ thống trong giai đoạn tái tạo trước khi dần chuyển sang hydrogen và sinh khối vào năm 2050.

Chính tại điểm này, cơ hội của ngành dịch vụ dầu khí trở nên rõ nét hơn. Offshore vẫn chiếm khoảng 57% quy mô thị trường dịch vụ dầu khí Việt Nam, nhưng động lực tăng trưởng đang dịch chuyển từ khai thác truyền thống sang hạ tầng năng lượng ngoài khơi và chuỗi LNG - điện khí tích hợp. Với việc nắm giữ khoảng 60 - 70% thị phần kỹ thuật offshore nội địa và mảng EPCI chiếm gần 53.8% toàn ngành, PVS được định vị trực tiếp tại giao điểm của hai làn sóng chu kỳ đầu tư upstream toàn cầu đang phục hồi và quá trình tái cấu trúc hệ thống năng lượng trong nước.

## ► Tiến độ các chuỗi dự án dầu khí tại Việt Nam

### Tiến độ các chuỗi dự án

Nguồn: Kafi Research

Dự án	Chủ đầu tư	Trữ lượng	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Tiến độ	2025	2026	2027
Cá Voi Xanh	Exxon Mobil	150 tỷ m <sup>3</sup> khí	4,500	Theo dõi			
Lô B	PQPOC	107 tỷ m <sup>3</sup> khí	6,600				Dự kiến dòng khí đầu tiên
Lạc Đà Vàng	Murphy	100 triệu thùng dầu	693	Đang triển khai		Dự kiến dòng dầu đầu tiên	
Sư Tử Trắng – giai đoạn 2B	CuuLong JOC	17,05 tỷ m <sup>3</sup> khí và 74 triệu thùng dầu & condensate.	1,317				Dự kiến dòng khí đầu tiên

#### Chuỗi dự án Lô B - Ô Môn:

Chuỗi dự án khí - điện Lô B – Ô Môn đang được thúc đẩy nhằm đảm bảo an ninh năng lượng khu vực Tây Nam Bộ và bổ sung nguồn cung khí trong bối cảnh suy giảm tự nhiên tại các mỏ hiện hữu. Theo kế hoạch, Ô Môn 1 dự kiến đón dòng khí đầu tiên vào quý 3/2027 và chính thức vận hành bằng khí trong cùng năm. Tiếp đến, Ô Môn 4 đã khởi công từ quý 3/2025, với tổng thầu EPC là liên danh TV2 - Doosan, dự kiến đưa vào vận hành trước năm 2028. Đối với Ô Môn 3, Bộ Công Thương và PVN cần phối hợp xử lý các vướng mắc liên quan vốn ODA, rút ngắn thời gian thực hiện. Riêng Ô Môn 2, Chính phủ yêu cầu các bên khẩn trương đàm phán hợp đồng mua bán khí và điện theo đúng quy định pháp luật, không để chậm tiến độ. Các địa phương phải hoàn tất bàn giao mặt bằng sạch cho tuyến ống dẫn khí quý 1/2026, bảo đảm tính đồng bộ toàn chuỗi.

#### Dự án Lạc Đà Vàng:

Dự án Lạc Đà Vàng có trữ lượng ước tính khoảng 100 triệu thùng dầu, với tổng mức đầu tư gần 700 triệu USD. Sau khi đạt quyết định đầu tư cuối cùng (FID), dự án đã bước vào giai đoạn phát triển mỏ, với phương án khai thác sử dụng giàn đầu giếng không người (WHP) kết nối với tàu FPSO hiện hữu giúp tối ưu chi phí và rút ngắn thời gian triển khai. Dự kiến mỏ sẽ đón dòng dầu đầu tiên vào quý 4/2026, qua đó góp phần bù đắp sản lượng suy giảm tự nhiên tại bể Cửu Long, hoạt động phát triển mỏ dự kiến kéo dài đến năm 2029.

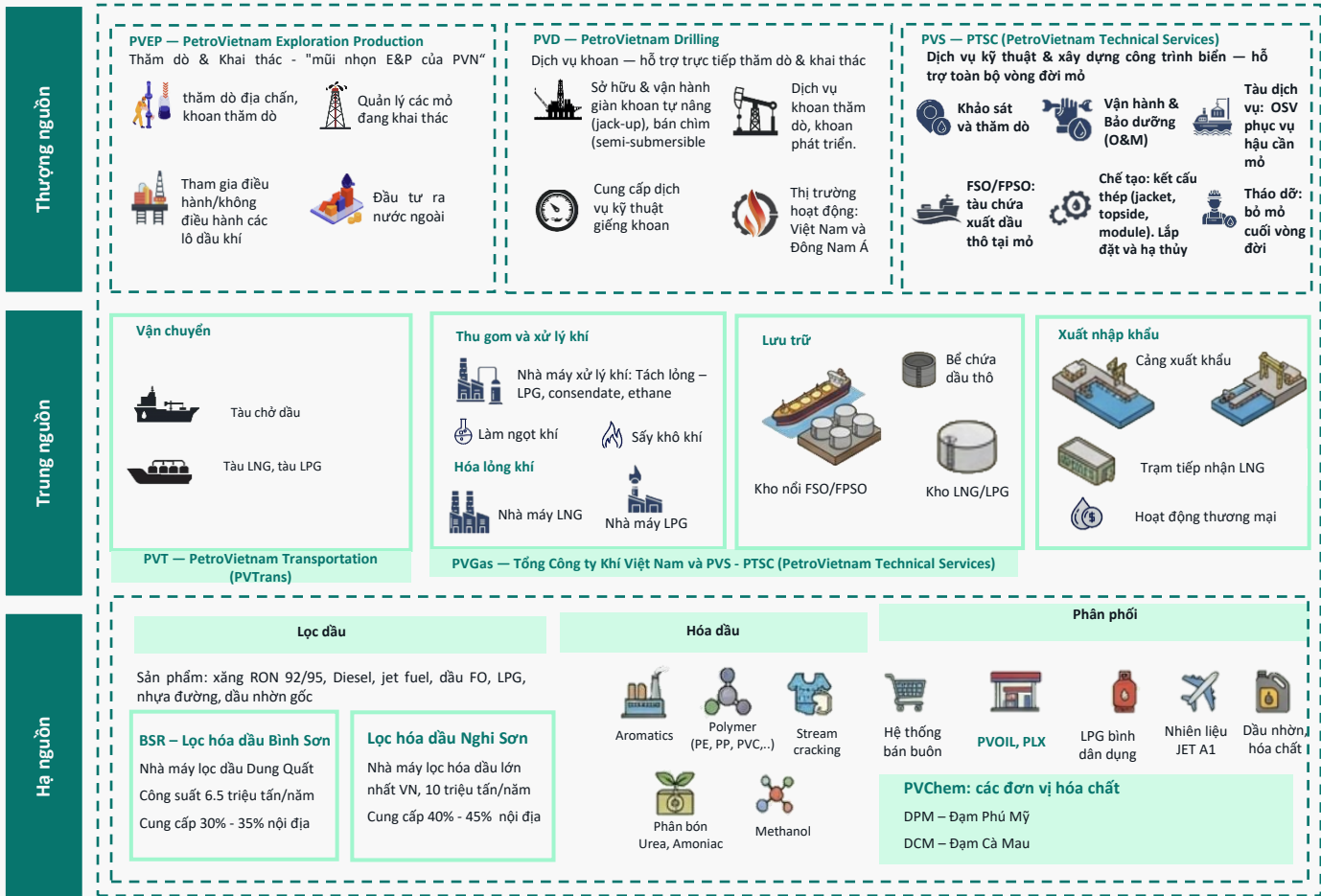
#### Dự án Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2B:

Giai đoạn phát triển tiếp theo mỏ khí - condensate Sư Tử Trắng, với trữ lượng khoảng 17 tỷ m<sup>3</sup> khí và hàng chục triệu thùng condensate, tổng mức đầu tư khoảng 1,3 tỷ USD. Dự án bao gồm xây dựng giàn xử lý trung tâm (CPP), khoan bổ sung giếng và kết nối vào hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 để đưa khí vào bờ phục vụ điện và công nghiệp khu vực Đông Nam Bộ. Năm 2025, các hợp đồng EPCI lớn đã được trao và đang triển khai. Dự kiến dòng khí đầu tiên vào quý 3/2027.

#### Dự án Cá Voi Xanh:

Mỏ khí lớn nhất từng phát hiện tại Việt Nam, với trữ lượng ước tính khoảng 150 tỷ m<sup>3</sup> khí tự nhiên cùng condensate đi kèm với mức đầu tư khoảng 4,5 tỷ USD. Kế hoạch gồm xây dựng giàn khai thác ngoài khơi, đường ống dẫn khí vào bờ và nhà máy xử lý khí tại Quảng Nam - Quảng Ngãi, khí từ mỏ dự kiến cung cấp cho chuỗi nhà máy điện khí công suất khoảng 3,000 MW. Chính phủ chỉ đạo đẩy nhanh tiến độ với mục tiêu đón dòng khí đầu tiên vào quý 4/2026. Tuy nhiên, dự án gặp khó khăn do ExxonMobil tái cơ cấu chiến lược, việc khai thác khí chưa triển khai như kế hoạch.

## ► Chuỗi giá trị của ngành



### PVS đóng vai trò quan trọng trong chuỗi toàn ngành

PVS được định vị như một mắt xích chiến lược trong chuỗi giá trị dầu khí và năng lượng ngoài khơi, vừa cung cấp các dịch vụ kỹ thuật thượng nguồn có giá trị cao, vừa duy trì dòng doanh thu ổn định từ FSO/FPSO và mở rộng sang năng lượng tái tạo, mang lại tầm nhìn lợi nhuận rõ ràng, dòng tiền dài hạn và tiềm năng tăng trưởng bền vững.

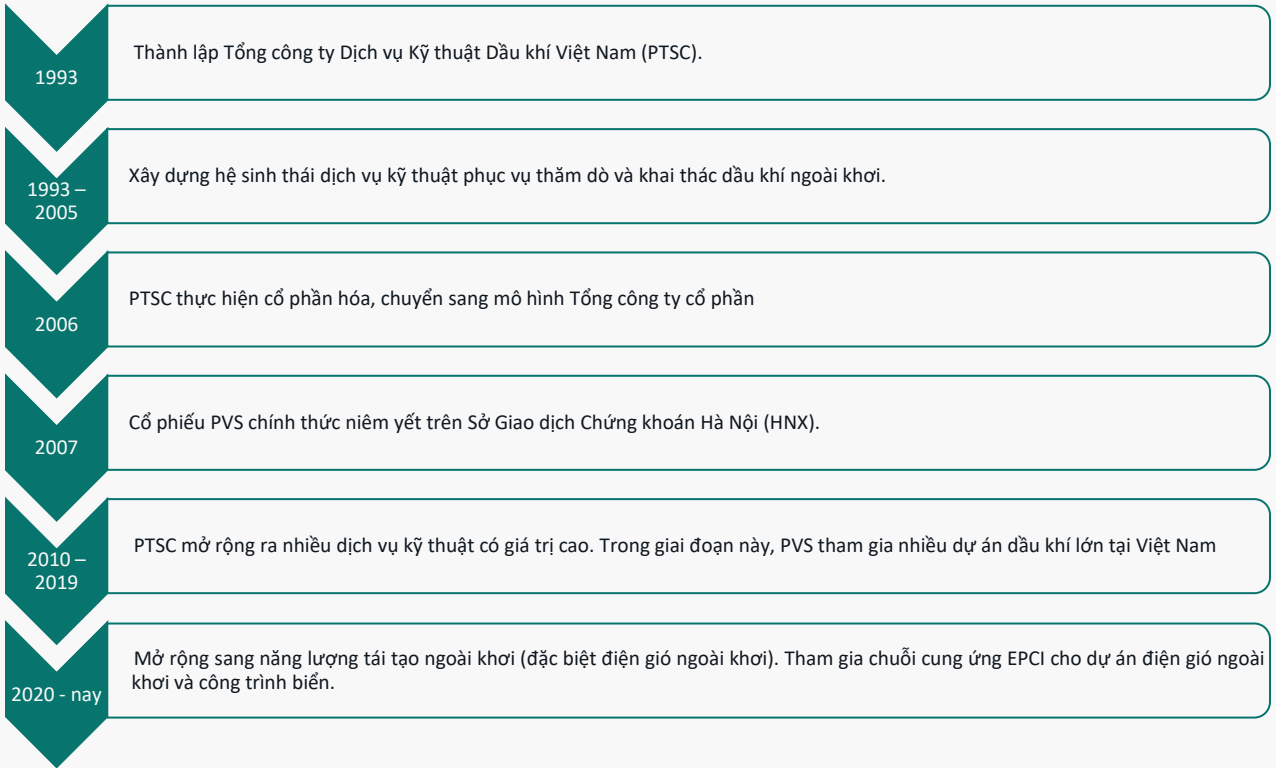
**Khâu thượng nguồn:** PVS là đơn vị chủ lực triển khai các gói thầu EPCI (Engineering, Procurement, Construction and Installation) cho các công trình biển bao gồm giàn khai thác, chân đế và hệ thống đường ống. Với sở hữu hệ thống bãi chế tạo, cảng dịch vụ và đội tàu chuyên dụng, công ty không chỉ đảm nhận các hợp đồng kỹ thuật quy mô lớn mà còn cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn, lắp đặt công trình biển và hỗ trợ kỹ thuật cho hoạt động thăm dò. Nhờ đó, công ty đóng vai trò trọng yếu trong việc duy trì vận hành liên tục của các mỏ dầu khí ngoài khơi, đồng thời tối đa hóa hiệu quả khai thác cho các chủ mỏ.

**Khâu trung nguồn:** PVS tham gia trực tiếp vào FSO/FPSO (Floating Storage and Offloading/Floating Production Storage and Offloading), đầu tư, vận hành và cho thuê các tàu nổi để lưu trữ và xử lý dầu thô trước khi vận chuyển vào bờ. Đây là nguồn doanh thu ổn định, dài hạn, giúp doanh nghiệp cân bằng tính chu kỳ của các dịch vụ kỹ thuật thượng nguồn, đồng thời nâng cao tầm quan trọng của công ty trong chuỗi cung ứng dầu khí ngoài khơi.

Bên cạnh đó, mảng năng lượng tái tạo ngoài khơi dựa trên nền tảng kinh nghiệm lâu năm trong thiết kế, chế tạo và lắp đặt kết cấu ngoài khơi, PVS đang mở rộng sang điện gió ngoài khơi, đồng thời tham gia các dự án trạm biến áp ngoài khơi (OSS) và xuất khẩu điện sang thị trường quốc tế như Singapore, Malaysia và châu Âu. Điều này không chỉ đa dạng hóa nguồn thu nhập mà còn giúp doanh nghiệp mở rộng chuỗi cung ứng năng lượng biển, tạo dư địa tăng trưởng dài hạn với rủi ro vận hành tương đối thấp.

# Tổng quan doanh nghiệp

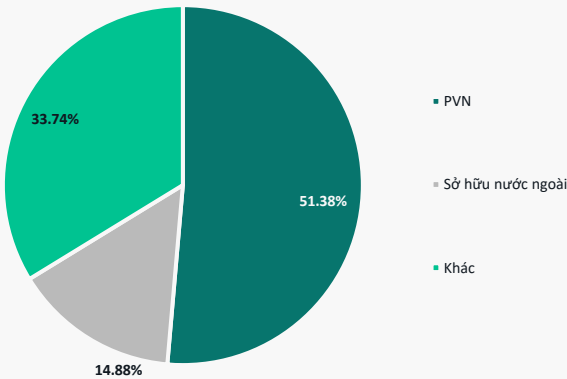
## ► Lịch sử hình thành



## ► Cơ cấu cổ đông

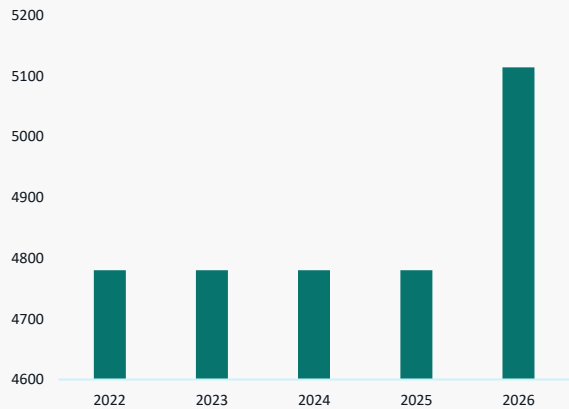
### Tỷ lệ sở hữu lớn của doanh nghiệp nhà nước

Đơn vị: % | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



### Vốn điều lệ

Đơn vị: tỷ đồng | Nguồn: Fiinpro, Kafi Research



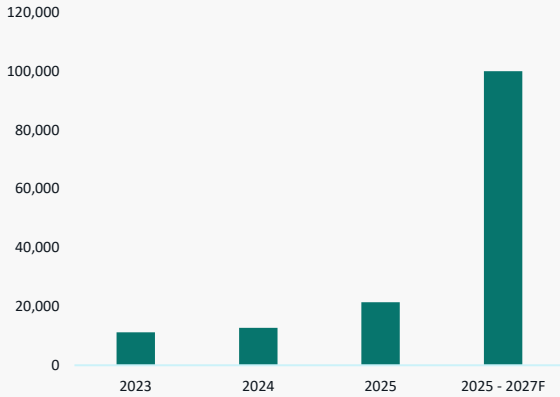
PVN hiện nắm quyền chi phối tại PVS với tỷ lệ sở hữu 51.38%, phản ánh đặc thù của một doanh nghiệp thuộc hệ sinh thái Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam với cơ cấu này, PVS có lợi thế được ưu tiên tham gia các hợp đồng nội bộ trong PVN, tuy nhiên đồng thời cũng khiến các quyết định chiến lược và chính sách cổ tức chịu ảnh hưởng đáng kể từ cổ đông nhà nước.

Về vốn điều lệ, PVS duy trì mức ổn định 4,780 tỷ đồng đến tháng 11/2025, PVS dự kiến phát hành gần 33,5 triệu cổ phiếu để trả cổ tức năm 2024 với tỷ lệ 100:7, tức cổ đông sở hữu 100 cổ phiếu nhận thêm 7 cổ phiếu mới. Tổng giá trị phát hành theo mệnh giá khoảng 334,6 tỷ đồng được sử dụng từ lợi nhuận sau thuế chưa phân phối năm 2024, đợt phát hành được thực hiện trong năm 2025 sau khi Ủy ban Chứng khoán Nhà nước chấp thuận.

## ► Hoạt động kinh doanh của PVS trong chu kỳ mới

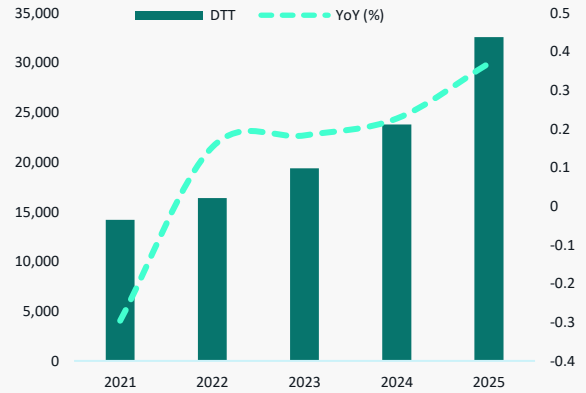
### Backlog của PVS qua các năm

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: Kafi Research



### Doanh thu thuần của PVS

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: PVS, Kafi Research

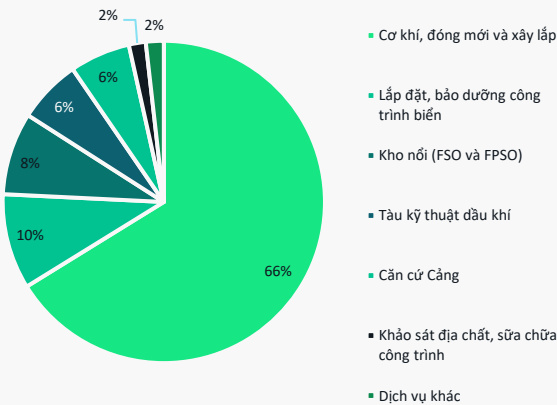


Tổng backlog giai đoạn 2023 - 2025 ước đạt khoảng 1,41 tỷ USD, tăng 21% so với giai đoạn 2020–2022 cho thấy công ty không chỉ bắt nhịp với chu kỳ upstream toàn cầu mà còn gia tăng đáng kể mức độ tham gia vào các dự án quy mô lớn, với backlog năm 2024 đạt khoảng 12,7 nghìn tỷ đồng (+14% YoY) và được chuyển hóa hiệu quả vào kết quả kinh doanh khi doanh thu thuần đạt 23,769 tỷ đồng (+22.7% YoY), phản ánh chất lượng backlog cao và khả năng thực thi vượt trội khi PVS duy trì được tốc độ triển khai dự án nhanh và kiểm soát tốt tiến độ, trong bối cảnh thị trường dầu khí khu vực đang phục hồi mạnh sau giai đoạn trầm lắng. Bước sang năm 2025, backlog ghi nhận mức tăng đột biến lên hơn 21,4 nghìn tỷ đồng (+68% YoY), chủ yếu đến từ các hợp đồng EPCI quy mô lớn thuộc chuỗi dự án Lô B - Ô Môn và Lạc Đà Vàng.

Đáng chú ý, với đặc thù các dự án M&C có vòng đời triển khai kéo dài 2 - 3 năm, phần lớn backlog kỳ mới trong năm 2024 sẽ được ghi nhận vào doanh thu giai đoạn 2025 - 2026. Điều này giúp kết quả kinh doanh của PVS bước vào pha tăng tốc rõ rệt trong năm 2025 và 2026, với năm 2027 sẽ là điểm rơi lợi nhuận cao nhất trong chu kỳ khi các hợp đồng lớn dần được thực hiện xong, phản ánh đúng tính chất chu kỳ của ngành.

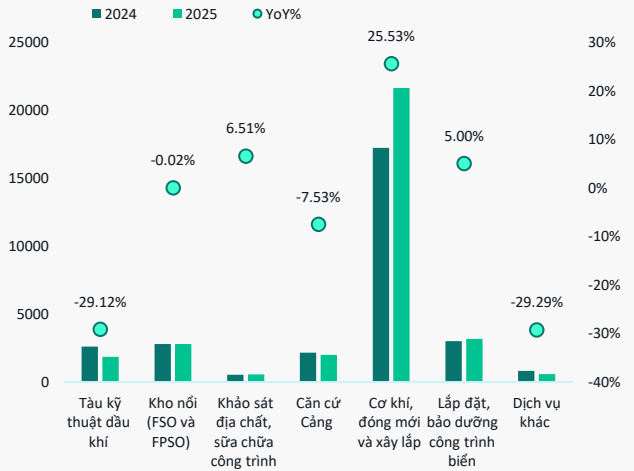
### Tỷ trọng doanh thu của PVS

Đơn vị: % - Nguồn: PVS, Kafi Research



### Doanh thu từng mảng của PVS

Đơn vị: tỷ đồng, % - Nguồn: PVS, Kafi Research



Trong cơ cấu doanh thu 2025, mảng cơ khí, đóng mới và xây lắp (EPCI) tiếp tục giữ vai trò trụ cột khi chiếm 66.2% tổng doanh thu tăng mạnh +25.53% YoY, động lực tăng trưởng chủ yếu đến từ việc đẩy mạnh triển khai các gói thầu quy mô lớn thuộc chuỗi dự án Lô B - Ô Môn và Lạc Đà Vàng qua đó củng cố vị thế của PVS trong mảng M&C offshore.

Ở chiều ổn định hơn, mảng FSO/FPSO đóng góp khoảng 8.3% doanh thu duy trì biên lợi nhuận cao và dòng tiền ổn định nhờ các hợp đồng cho thuê dài hạn. Tuy nhiên, tăng trưởng trong năm 2025 gần như đi ngang (-0.02% YoY) phản ánh giai đoạn “chờ” trước khi các dự án mới đi vào vận hành. Việc hạ thủy FPSO Lạc Đà Vàng vào tháng 2/2026 được kỳ vọng sẽ là động lực quan trọng, giúp tái tăng tốc doanh thu và lợi nhuận từ năm 2026 trở đi, đồng thời nâng cao dòng tiền dài hạn cho PVS.

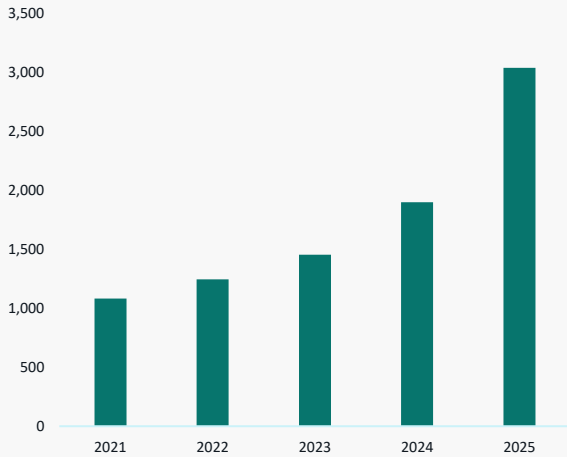
Các mảng tàu kỹ thuật đầu khí và lắp đặt, bảo dưỡng công trình biển (O&M offshore) ghi nhận mức giảm mạnh nhất, lần lượt -29.12% và -29.29% YoY do chu kỳ bảo dưỡng các mỏ hiện hữu chậm lại và cạnh tranh gia tăng trong phân khúc tàu dịch vụ khí các mỏ mới đi vào vận hành giúp nhu cầu O&M và tàu hỗ trợ dự kiến sẽ phục hồi.

Khảo sát địa chất ghi nhận mức tăng trưởng +6.51% YoY phản ánh hoạt động chuẩn bị cho các dự án mới đang được đẩy mạnh trong bối cảnh chu kỳ đầu tư quay trở lại. Trong khi đó, mảng cảng giảm nhẹ -7.53% YoY, chủ yếu do lưu lượng hàng hóa chưa có sự bứt phá đáng kể trong năm dù triển vọng trung hạn vẫn tích cực nhờ nhu cầu logistics phục vụ các dự án năng lượng quy mô lớn.

## ► Hoàn nhập bảo hành các dự án

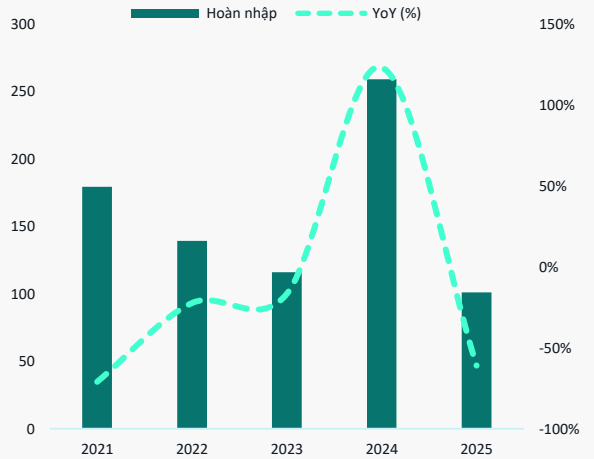
### Dự phòng bảo hành các công trình xây dựng dài hạn

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: Kafi Research



### Hoàn nhập dự phòng bảo hành các dự án

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: PVS, Kafi Research

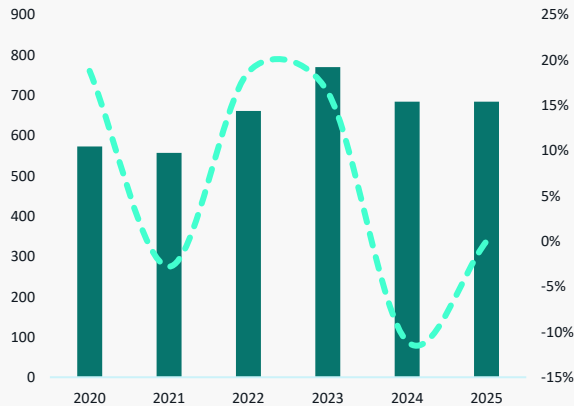


Năm 2025, dự phòng bảo hành tăng mạnh lên 3.039 tỷ đồng, tăng khoảng 60% YoY, phản ánh việc PVS bước sâu vào giai đoạn triển khai các dự án EPCI quy mô lớn, qua đó chủ động trích lập chi phí từ sớm theo đặc thù ngành. Ngược lại, hoàn nhập dự phòng giảm đáng kể xuống 101 tỷ đồng do phần lớn các dự án đủ điều kiện hoàn nhập đã được ghi nhận trong năm trước, trong khi các dự án mới vẫn đang trong giai đoạn thi công nên chưa bước vào chu kỳ hoàn nhập.

Do đó, diễn biến này cho thấy rõ đặc trưng của mô hình EPCI khi chi phí dự phòng được ghi nhận trước, còn lợi ích tài chính sẽ dần hiện thực hóa ở các kỳ sau. Do đó, việc trích lập mạnh trong giai đoạn hiện tại không phải tín hiệu tiêu cực, mà ngược lại phản ánh nền backlog lớn đang được triển khai, qua đó tạo dư địa cải thiện biên lợi nhuận và dòng tiền trong các năm tiếp theo.

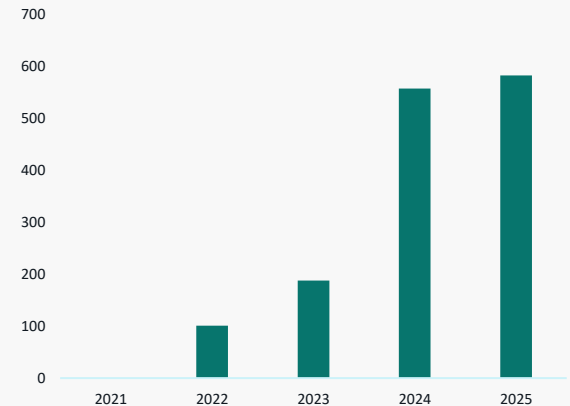
### Dự phòng bảo hành dự án Sao Vàng Đại Nguyệt

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: PVS, Kafi Research



### Dự phòng bảo hành dự án Gallaf – Giai đoạn 3

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: PVS, Kafi Research



Đối với dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt (SVĐN) dòng khí đầu tiên được ghi nhận vào tháng 11/2020 và toàn bộ hạng mục đã được bàn giao trong năm 2021, với đặc thù hợp đồng EPCI quốc tế có thời hạn bảo hành 3 đến 4 năm sau bàn giao, nghĩa vụ bảo hành của dự án về lý thuyết đã bước vào giai đoạn kết thúc trong 2024–2025. Trên thực tế, năm 2024, PVS đã hoàn nhập khoảng 85 tỷ đồng sau khi đối tác Idemitsu Kosan xác nhận hoàn tất một phần nghĩa vụ, tuy nhiên, khoảng 683,75 tỷ đồng vẫn được duy trì sang năm 2025 do một số hạng mục kỹ thuật phức tạp chưa hoàn tất nghiệm thu cuối cùng. Theo kịch bản cơ sở, toàn bộ khoản này sẽ được hoàn nhập trong năm 2026, trong khi kịch bản thận trọng chia đều hoàn nhập 50% năm 2026 và 50% năm 2027.

Ở chiều khác, Gallaf Giai đoạn 3 (GLF3) – hợp đồng EPCI ký với North Oil Company (QatarEnergy) vào tháng 7/2021 tiếp tục ghi nhận mức trích lập dự phòng tăng mạnh theo tiến độ bàn giao, cụ thể, dự phòng tích lũy gần gấp 3 lần trong năm 2024 lên khoảng 556 tỷ đồng, trước khi tăng chậm lại lên 581 tỷ đồng trong năm 2025 phản ánh phần lớn khối lượng thi công chính đã hoàn tất. Hiện tại, các hạng mục còn lại chủ yếu liên quan đến O&M (GLF3 CPP Phase A2 và Phase B1) đồng nghĩa với dự án đang dần chuyển từ giai đoạn thi công sang vận hành.

# Luận điểm đầu tư

## ► Luận điểm 1: Mảng M&C tiến vào cao điểm ghi nhận doanh thu

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng EPCI đạt khoảng 17,880 tỷ đồng trong năm 2026, trong bối cảnh PVS bước vào giai đoạn cao điểm triển khai đồng loạt các dự án lớn như Lô B – Ô Môn, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng 2B. Bên cạnh đó, biên lợi nhuận gộp mảng này dự kiến đạt 2.53% năm 2026, chỉ giảm nhẹ khoảng 0.2 điểm % so với năm 2025 vì cả 2 năm này đều là khoản thời gian thi công cao điểm và một vài dự án đã gần đến cuối giai đoạn thi công. Dù vậy, mức biên này vẫn cải thiện đáng kể so với 0.9% của năm 2024, khi các hợp đồng hoàn thành ký kết và bắt đầu khởi công, phản ánh hiệu quả vận hành và chất lượng hợp đồng đang dần được nâng lên.

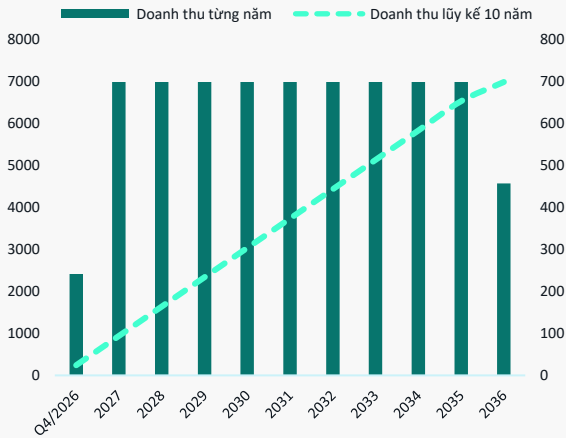
Hợp đồng	Phạm vi công việc	Tiến độ	Giá trị hợp đồng ước tính (tỷ đồng)	Ước tính ghi nhận doanh thu 2026 (tỷ đồng)	Cơ sở ước tính
Gói EPCI#1	Thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt giàn xử lý trung tâm, giàn nhà ở và tháp đuốc	<ul style="list-style-type: none"><li>- PQPOC đã trao LLOA theo thầu hạn chế cho liên danh PVS – McDermott International vào 10/2023, trước khi chính thức ký hợp đồng đầy đủ vào 9/2024.</li><li>- Giàn xử lý trung tâm (CPP) được khởi công chế tạo vào đầu 9/2024; đến cuối năm 2025, phần chân đế (jacket) đã hoàn tất chế tạo và được hạ thủy, vận chuyển và lắp đặt ngoài khơi.</li><li>- Giàn tiện ích và giàn nhà ở bắt đầu thi công chế tạo từ 8/2025.</li></ul>	14,575	5,830	Tiến độ đến cuối tháng 6/2025 như sau: (thiết kế, mua sắm, thi công, lắp đặt giàn công nghệ trung tâm, giàn nhà ở, tháp đuốc) đạt 26%. Do đó, chúng tôi ước tính tiến độ đến hết 2025 là khoảng 40% và đến cuối 2026 là khoảng 90%.
Gói EPCI#2	Thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt giàn thu gom, giàn dầu giếng và hệ thống đường ống nội mô.	<ul style="list-style-type: none"><li>- Bắt đầu thi công 4 chân đế và 4 khối thượng tầng giàn dầu giếng và các giàn thu gom vào ngày 18/09/2024; Gói SWEPC)</li><li>- Hoàn thành chế tạo và lắp đặt ngoài khơi các hạng mục: chân đế và khối thượng tầng các giàn thu gom KLWA, KLWB, CVWA và giàn dầu giếng AQWA, đường ống nội mô.</li></ul>	10,600	3,180	Tiến độ đến tháng 2/2025 đạt 34%. Tháng 6/2025 đạt 55%. Chúng tôi ước tính đến hết năm 2025 khoảng 60% và cuối năm 2026 khoảng 95%
Gói EPCI#3	Thiết kế chi tiết cho toàn bộ dự án, mua sắm, thi công lắp đặt tuyến ống bờ, các trạm và chạy thử cho toàn bộ dự án	<ul style="list-style-type: none"><li>- Khởi công hạng mục tuyến ống trên bờ thuộc dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn vào ngày 02/7/2025</li></ul>	6,810.5	2,383.7	Tính đến cuối 2025, tiến độ lũy kế khoảng 32%. Chúng tôi ước tính cuối năm 2026 đạt khoảng 80%
Lạc Đà Vàng	Đã ký kết hợp đồng tổng thầu EPCIC giàn xử lý trung tâm LDV-A với PTSC M&C	<ul style="list-style-type: none"><li>- Dự án EPCIC được ký ngày 31/5/2024 và chính thức khởi công vào 16/10/2024.</li><li>- Phần jacket hoàn thành và hạ thủy vào tháng 9/2025, sau đó tiến hành lắp đặt ngoài khơi trong cùng thời điểm</li></ul>	2,650	1,060	Khởi công chính thức ngày 16/10/2024 tại yard PTSC M&C Vũng Tàu. Sau gần một năm, jacket hoàn thành và hạ thủy vào 9/2025. Lắp đặt ngoài khơi triển khai cùng tháng. Dự án dự kiến hoàn thành và bàn giao vào cuối năm 2026 ( tiến độ đạt 95%).
Sư Tử Trắng – giai đoạn 2B	- Đã ký kết thỏa thuận chung (HOA) bao gồm thỏa thuận mua bán khí Sư Tử Trắng 2B ngày 22/4/2025	<ul style="list-style-type: none"><li>- Đã trao thầu cho PTSC M&amp;C vào tháng 7/2025, đánh dấu chuyển sang giai đoạn thi công</li></ul>	10,000	5,000	Giai đoạn thi công bắt đầu từ tháng 7/2025. Và dự kiến dòng đầu đầu tiên vào quý 3/2027. Vì vậy, chúng tôi ước tính đến cuối 2026 dự án đạt 60% hoàn thành.
Gói thầu 4.9	Thi công xây dựng, lắp đặt thiết bị và lập bản vẽ thiết kế thi công (EPC) cho Gói thầu 4.9 – Hệ thống cung cấp nhiên liệu tàu bay cho ACV	<ul style="list-style-type: none"><li>Tuyến ống nhiên liệu dài 31km, 6 bồn chứa nhiên liệu với tổng dung tích 36.000 m<sup>3</sup>; 176 họng tiếp nạp nhiên liệu; 14 hố van nạp tiếp liệu; bồn chứa cháy dung tích 1.500 m<sup>3</sup> và 13 tòa nhà phụ trợ.</li><li>Thời gian thực hiện hợp đồng khoảng 20 tháng, được rút ngắn 2 tháng so với kế hoạch ban đầu để đẩy nhanh tiến độ dự án.</li></ul>	3,287	427.31	Khởi công vào cuối tháng 10/2024. Tính đến cuối năm 2025, sản lượng thi công gói thầu 4.9 đạt 82% hợp đồng đã ký, sẽ hoàn thành vào tháng 6/2026

Các dự án tiềm năng Cá Voi Xanh, Nam Du U Minh, Khánh Mỹ Đầm Dơi sẽ lựa chọn nhà thầu vào năm 2026 để kịp tiến độ dòng khí đầu tiên giai đoạn 2027 - 2028. Chúng tôi cho rằng PVS sẽ trúng thầu các dự án nhờ năng lực thiết kế, chế tạo và lắp đặt cho các hạng mục phức tạp.

## ► Luận điểm 2: FSO kích hoạt dòng tiền, định hình tăng trưởng dài hạn

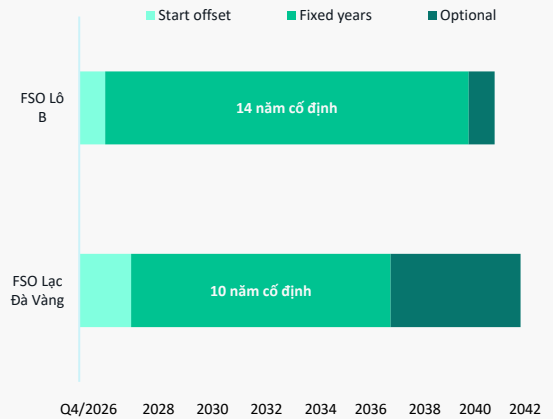
### Tỷ trọng doanh thu của PVS

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: Ước tính, Kafi Research



### Vòng đời hợp đồng FSO LDV và FSO Lô B

Nguồn: PVS, Kafi Research



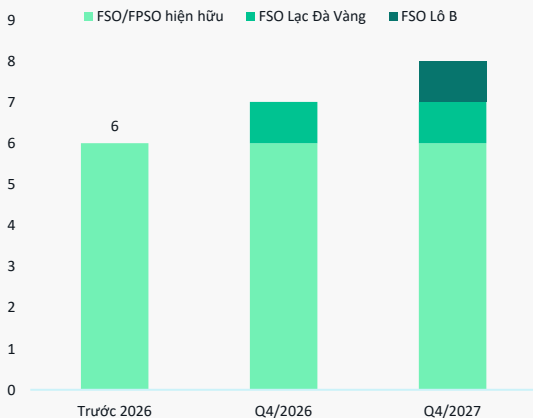
FSO Lạc Đà Vàng được ký kết vào tháng 12/2024 với tổng giá trị khoảng 416 triệu USD, thời hạn cố định 10 năm kể từ quý 4/2026 cùng tùy chọn gia hạn thêm 5 năm. Tàu đã hạ thủy thành công vào ngày 06/02/2026 và hiện đang trong giai đoạn hoàn thiện, lắp đặt ngoài khơi, dự kiến vận hành thương mại từ quý 4/2026 qua đó trở thành nguồn doanh thu FSO mới đầu tiên sau giai đoạn tăng trưởng chững, đồng thời đánh dấu sự khởi đầu cho chu kỳ dòng tiền ổn định tiếp theo của PVS.

Trong khi đó, FSO Lô B với giá trị 480 triệu USD và thời hạn 14 năm (Q4/2027 - Q4/2041), kèm tùy chọn gia hạn thêm 9 năm, được kỳ vọng sẽ nối tiếp động lực tăng trưởng của mảng này. Giai đoạn Q4/2026 - Q4/2027 vì vậy đóng vai trò bước chuyển quan trọng khi Lạc Đà Vàng bắt đầu ghi nhận doanh thu, trước khi bước sang giai đoạn Q4/2027 - Q4/2036 khi cả hai FSO vận hành song song và đưa doanh thu mảng này lên khoảng 1.500 tỷ đồng/năm.

Giai đoạn này cũng trùng với cao điểm triển khai mảng M&C từ các dự án lớn như Lô B - Ô Môn, Lạc Đà Vàng và Sư Tử Trắng tạo ra sự cộng hưởng giữa dòng tiền ổn định từ FSO và tăng trưởng theo chu kỳ của EPCI, hình thành mô hình tăng trưởng kép vừa hỗ trợ lợi nhuận, vừa cải thiện chất lượng dòng tiền của PVS.

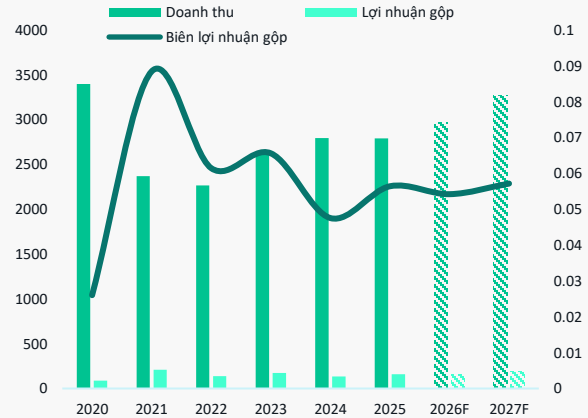
### Mở rộng đội tàu

Đơn vị: tàu - Nguồn: PVS, Kafi Research



### Doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng FSO/FPSO

Đơn vị: tỷ đồng, % - Nguồn: PVS, Ước tính, Kafi Research



Năm 2024, doanh thu đạt khoảng 2,791 tỷ đồng, gần như đi ngang so với cùng kỳ trong khi biên lợi nhuận gộp thu hẹp về khoảng 4.8% phản ánh rõ tác động của chi phí vận hành gia tăng trên đội tàu hiện hữu.

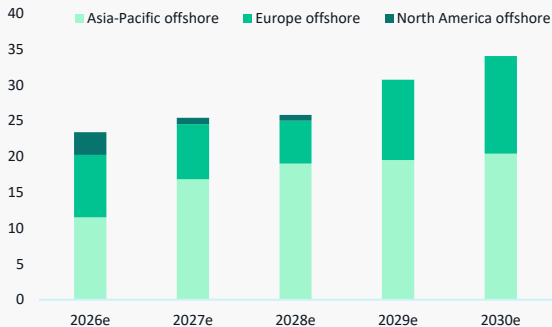
Sang năm 2025, doanh thu phục hồi lên khoảng 2,791 tỷ đồng nhờ mặt bằng giá thuê cải thiện trong bối cảnh thị trường FSO/FPSO dần sôi nổi trở lại. Tuy nhiên, việc đội tàu hiện tại bước vào chu kỳ già hóa, kéo theo chi phí bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ tăng lên, làm “ăn mòn” hiệu quả vận hành trong ngắn hạn.

Tuy vậy, triển vọng bắt đầu cải thiện từ Q4/2026 khi FSO Lạc Đà Vàng đi vào vận hành, dù đóng góp ban đầu còn hạn chế, nhưng vẫn đóng vai trò giúp biên gộp cải thiện lên khoảng 5.4% - 5.8% nhờ hiệu suất vận hành tốt hơn. Xa hơn, đến Q4/2027, khi FSO Lô B chính thức hoạt động và quy mô đội tàu mở rộng, tỷ trọng tài sản mới gia tăng trong khi áp lực từ đội tàu cũ dần được pha loãng, qua đó hỗ trợ biên lợi nhuận gộp cải thiện lên khoảng 5.7% - 6%.

### ► Luận điểm 3: Điện gió ngoài khơi quốc tế: Bàn đạp dài hạn cho PVS

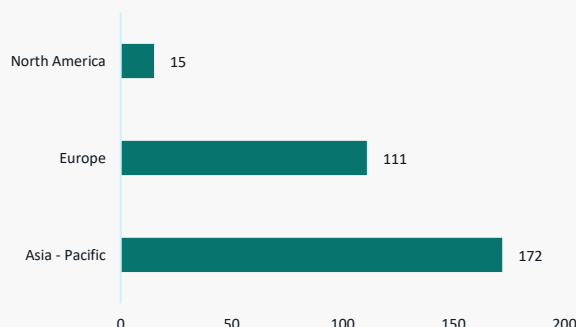
#### Công suất điện gió ngoài khơi lắp đặt mới toàn cầu

Đơn vị: GW - Nguồn: GWEC 2025, Kafi Research



#### Công suất điện gió ngoài khơi toàn cầu 2030E

Đơn vị: GW - Nguồn: GWEC 2024, Kafi Research

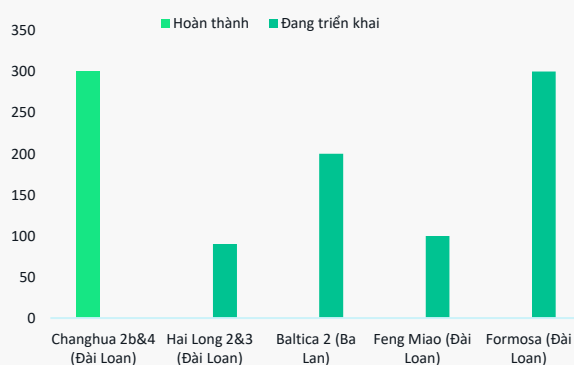


Trong giai đoạn 2026 - 2030, thị trường điện gió ngoài khơi toàn cầu ghi nhận sự phân hóa rõ rệt về động lực tăng trưởng; trong đó, châu Á - Thái Bình Dương nổi lên là khu vực dẫn dắt khi công suất lắp đặt mới dự kiến tăng từ 11,5 GW lên 20,4 GW, gần gấp đôi chỉ trong 5 năm, qua đó phản ánh xu hướng mở rộng mang tính cấu trúc. Ngược lại, Bắc Mỹ có dấu hiệu chững lại do rào cản chính sách và chi phí, trong khi Châu Âu duy trì ổn định ở mức 6 - 13 GW/năm nhưng thiếu động lực bứt phá trong ngắn hạn.

Theo đó, đến năm 2030, châu Á - Thái Bình Dương dự kiến đạt khoảng 172 GW công suất tích lũy, vượt xa châu Âu (111 GW) và gấp hơn 11 lần Bắc Mỹ (15 GW) qua đó trở thành thị trường trọng tâm của ngành. Trong bối cảnh đó, việc PVS hiện diện tại các dự án lớn như Changhua, Hai Long, Feng Miao và Formosa giúp doanh nghiệp tận dụng xu hướng tăng trưởng, đồng thời mở rộng đáng kể backlog và dư địa phát triển dài hạn.

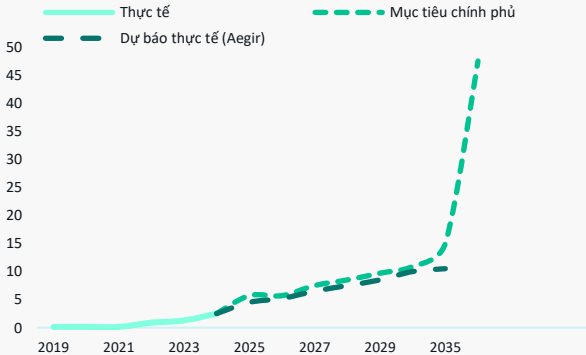
#### Danh mục hợp đồng điện gió ngoài khơi của PVS

Đơn vị: triệu USD - Nguồn: PVS, Kafi Research



#### Mục tiêu lắp đặt điện gió ngoài khơi của Đài Loan

Đơn vị: GW - Nguồn: GWEC 2024, Aegir, STIC, Kafi Research



Đài Loan đặt mục tiêu phát triển điện gió ngoài khơi đạt 10,9 GW vào năm 2030 và 45 - 47,5 GW vào năm 2050, qua đó tạo ra dòng vốn đầu tư lớn và trở thành thị trường tăng trưởng trọng điểm tại châu Á - Thái Bình Dương, đồng thời mở ra cơ hội chiến lược cho PVS. Trong bối cảnh đó, PVS đã sớm hiện diện qua Changhua 2b & 4, tiếp tục mở rộng sang Hai Long 2 & 3, cũng như vươn ra quốc tế với Baltica 2 và Feng Miao. Đáng chú ý, hợp đồng Formosa ký kết vào 08/2025 đã nâng backlog điện gió khoảng 1 tỷ USD. Bên cạnh đó, dự án điện gió 2,3 GW tại Việt Nam với tổng vốn 8 - 10 tỷ USD, riêng mảng EPCI khoảng 2 - 3,5 tỷ USD cùng kế hoạch mở rộng sang Malaysia, tiếp tục củng cố tiềm năng backlog và dư địa tăng trưởng cho PVS.

#### Tiến độ các dự án điện gió

Nguồn: Kafi Research

Hợp đồng	Phạm vi công việc	Giá trị hợp đồng ước tính (tỷ đồng)	Ước tính ghi nhận doanh thu 2026 (tỷ đồng)	Cơ sở ước tính
Baltica 2 và Feng Miao	Ký kết tháng 10/2023, cung cấp 4 trạm biến áp ngoài khơi (OSS) và 2 OSS tổng trị giá khoảng 300 triệu USD. Thời gian thi công từ 11/2024 - cuối 2027	10,600	2,120	Năm 2024, dự án hoàn tất thiết kế chi tiết và mua sắm thiết bị. Sang đầu năm 2025, bước vào giai đoạn chế tạo topside OSS, với mốc quan trọng ngày 24/10/2025 khi lắp đặt thiết bị chính (máy biến áp). Theo đó, chúng tôi dự kiến tiến độ đạt khoảng 50% vào cuối năm 2025 và khoảng 80% cuối năm 2026.
Hai long OSS	Ký kết tổng thầu ECPI vào cuối năm 2022 với giá trị hợp đồng 90 triệu USD	2,385	119.25	Đã hoàn tất lắp đặt từ tháng 05/2024 và hoàn thiện toàn bộ vào Q2/2025; sang năm 2026, PVS chủ yếu thực hiện vận hành thử, nghiệm thu và bàn giao. Theo đó, chúng tôi ước tính tiến độ đạt khoảng 85% cuối 2025 và 95% vào cuối 2026.
Formosa 4OSS	Được trao hợp đồng EPC vào cuối tháng 8/2025 và dự kiến bàn giao vào cuối năm 2027, với giá trị hợp đồng 300 triệu USD	7,950	3,976	Ngày 29/1/2026, đây là giai đoạn chuyển giao từ thiết kế sang thi công. Vì bàn giao cuối 2027, nên chúng tôi cho rằng năm 2026 là cao điểm thi công và cuối năm tiến độ đạt khoảng 60% và cuối 2027 sẽ là 95%.

# ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

## ► Tổng hợp định giá

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu Khí Việt Nam (HNX: PVS). Mức giá mục tiêu **51,200 đồng** (tăng 35.5% so với ngày 06/04/2026) theo phương pháp DCF, EV/EBITDA và P/E. Mức giá này đã được chúng tôi cân nhắc dựa trên những tiềm năng về tăng trưởng lợi nhuận từ mảng M&C, FPSO và điện gió ngoài khơi, cùng với các khoản hoàn nhập bảo hành dự án.

Ngoài ra, các dự án Nam Du U Minh, Khánh Mỹ Đầm Dơi vẫn chưa có thông tin ghi nhận về hợp đồng FID và nhà thầu chính thức nên chúng tôi chưa tính vào dự phóng năm 2027.

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng
DCF	49,800	70%
EV/EBITDA	58,900	15%
P/E	49,700	15%
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>51,200</b>	
<b>Giá ngày 06/04/2026</b>	<b>37,800</b>	
Tiềm năng tăng giá	<b>35.5%</b>	

## ► Phương pháp DCF

### CAPM

Lãi suất phi rủi ro	3.11%
Beta	0.90
Phần bù rủi ro thị trường	9.63%
Chi phí sử dụng VCSH	11.8%
Chi phí sử dụng nợ	8.00%
Thuế suất	25.00%
Chi phí nợ vay sau thuế	6.00%

### WACC

VCSH/Nguồn vốn	94.37%
Nợ vay/Nguồn vốn	5.63%
WACC	11.45%

	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
<b>Dòng tiền tự do doanh nghiệp - FCFF</b>						
Tỷ lệ tăng trưởng vĩnh viễn	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
Giá trị hiện tại của FCFF	-206.57	650.95	1,637.87	2,051.09	1,096.50	2,037.75
<b>Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng</b>						<b>5,402.02</b>

	FCFF
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>14,914.80</b>
Tiền mặt và tiền gửi ngân hàng	11,584.69
Vay nợ	966.98
Cổ đông thiểu số	78.76
Giá trị VCSH	25,453.76
Số cổ phiếu lưu hành (triệu cp)	511.42
<b>Giá cổ phiếu - đến cuối 2026F</b>	<b>49,800</b>
Giá hiện tại	37,800
Tiềm năng tăng giá	<b>31.75%</b>

### Độ nhạy trong kết quả từ FCFF

Nguồn: Kafi Research

WACC		Terminal growth					
		2.40%	2.60%	2.80%	3.00%	3.20%	3.40%
10.85%	50,155	50,615	51,098	51,606	52,140	52,703	53,297
11.05%	49,590	50,026	50,483	50,963	51,467	51,997	52,556
11.25%	49,051	49,465	49,898	50,352	50,828	51,329	51,856
11.45%	48,538	48,930	49,341	49,771	50,222	50,695	51,192
11.65%	48,047	48,420	48,810	49,218	49,645	50,093	50,563
11.85%	47,578	47,933	48,304	48,691	49,096	49,520	49,965
12.05%	47,130	47,468	47,820	48,188	48,573	48,975	49,396

## ► Dự phóng theo từng mảng hoạt động

### Ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp theo từng mảng hoạt động

Đơn vị: tỷ đồng - Nguồn: Kafi Research

	2023	2024	2025	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>19,324</b>	<b>23,770</b>	<b>32,556</b>	<b>35,595</b>
Tàu kỹ thuật dầu khí	1,992	2,596	1,840	1,957
Kho nổi (FSO và FPSO)	2,618	2,792	2,791	2,966
Khảo sát địa chất, sửa chữa công trình	458	525	559	612
Căn cứ Cảng	1,683	2,156	1,994	2,049
Cơ khí, đóng mới và xây lắp	11,552	17,227	21,624	24,095
Lắp đặt, bảo dưỡng công trình biển	1,997	3,016	3,167	3,325
Dịch vụ khác	881	822	581	591
<b>Doanh thu thuần (YoY %)</b>	<b>18%</b>	<b>23%</b>	<b>37%</b>	<b>9%</b>
Tàu kỹ thuật dầu khí	2%	30%	-29%	6%
Kho nổi (FSO và FPSO)	16%	7%	0%	6%
Khảo sát địa chất, sửa chữa công trình	-10%	15%	7%	9%
Căn cứ Cảng	4%	28%	-8%	3%
Cơ khí, đóng mới và xây lắp	26%	49%	26%	11%
Lắp đặt, bảo dưỡng công trình biển	5%	51%	5%	5%
Dịch vụ khác	5%	-7%	-29%	2%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,039</b>	<b>1,065</b>	<b>1,809</b>	<b>1,935</b>
Tàu kỹ thuật dầu khí	213.25	223.36	299.46	318.44
Kho nổi (FSO và FPSO)	171.73	132.69	157.41	167.26
Khảo sát địa chất, sửa chữa công trình	52.17	57.99	108.60	118.82
Căn cứ Cảng	257.72	313.53	398.40	409.45
Cơ khí, đóng mới và xây lắp	152.01	155.40	591.36	658.94
Lắp đặt, bảo dưỡng công trình biển	70.39	153.89	131.47	138.04
Dịch vụ khác	172.51	144.78	122.21	124.38
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>5.36%</b>	<b>4.48%</b>	<b>5.56%</b>	<b>5.44%</b>
Tàu kỹ thuật dầu khí	10.70%	8.60%	16.27%	16.27%
Kho nổi (FSO và FPSO)	6.56%	4.75%	5.64%	5.64%
Khảo sát địa chất, sửa chữa công trình	11.39%	11.05%	19.43%	19.43%
Căn cứ Cảng	15.31%	14.54%	19.98%	19.98%
Cơ khí, đóng mới và xây lắp	1.32%	0.90%	2.73%	2.73%
Lắp đặt, bảo dưỡng công trình biển	3.52%	5.10%	4.15%	4.15%
Dịch vụ khác	19.58%	17.62%	21.03%	21.03%

Lưu ý: Chúng tôi kết hợp doanh thu ghi nhận từ hợp đồng EPCI và gia công điện gió ngoài khơi để dự phóng mảng cơ khí, đóng mới và xây lắp.

### Ước tính doanh thu cho mảng FPSO/FSO

Nguồn: Kafi Research

Tài sản	Thời gian thuê	Giá thuê/ngày ước tính (USD)*	Doanh thu ghi nhận ước tính năm 2026 (tỷ VND)
FSO Orkid	2018-2027 (có thể gia hạn thêm 3 năm)	45,000	413.8
FPSO Lam Sơn	Hết hạn vào 2024 và gia hạn thêm vào ngày 1/1/2025 đến 31/12/2026	49,000	450.3
FSO Biển Đông 01	2023 – hết 2028	41,000	376.7
FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt	2021 - hết 2027	68,900	633.1
FPSO Ruby II	Hết hạn năm 2024 và gia hạn thêm đến 31/12/2027	92,500	849.47
FSO Lạc Đà Vàng	Dự kiến vận hành thương mại vào Q4/2026	76,000	241.68
FSO Lô B	Dự kiến vận hành thương mại vào Q4/2027	92,000	0
<b>Tổng</b>			<b>2,965.55</b>

\* Giá thuê/ngày được chúng tôi ước tính trên cơ sở các biến động chi phí thuê, đồng thời có thể điều chỉnh linh hoạt theo diễn biến cung - cầu và điều kiện kinh tế vĩ mô tại từng thời điểm.

## ► Phương pháp EV/EBITDA

2025 2026F

### EV/EBITDA

EBITDA dự phóng	3,017.5	4,069.08
Giá trị doanh nghiệp		24,414.48
Giá trị VCSH		30,470.09
Trung vị ngành		6x
Số cổ phiếu lưu hành		511.42
<b>Giá cổ phiếu - đến cuối 2026F</b>		<b>58,900</b>
Giá hiện tại		37,800
Tiềm năng tăng giá		<b>55.82%</b>

Lưu ý: tiền mặt của PVS phục vụ nhiều mục đích bao gồm tài trợ cho chi phí vốn lưu động ngắn hạn, nên chúng tôi tiến hành điều chỉnh vào mô hình để phù hợp với đặc trưng của doanh nghiệp.

### EV/EBITDA và chỉ số liên quan của những đối thủ được so sánh với PVS

Nguồn: Kafi Research

PVS đang giao dịch ở mức EV/EBITDA **10.29x**, so với nhóm dịch vụ tàu thuyền tủy (DOF 6.07x, BW Offshore 5.6x, Shelf Drilling 5.2x), PVS định giá cao hơn, vì mô hình kinh doanh đa dạng hơn, bao gồm kỹ thuật, căn cứ cảng và vận hành. Mức ngang bằng SBM Offshore (9.2x) và Tidewater (9.1x) nhưng PVS có thêm lợi thế sân nhà tại thị trường dầu khí Việt Nam, giúp giảm rủi ro tỷ giá và chi phí huy động hợp đồng. Ngoài ra, vẫn rẻ hơn đáng kể so với nhóm FPSO/EPC tích hợp như Yinson (13x) và Seatrium (14.5x), cho thấy PVS đang được chiết khấu mức giá hợp lý.

Mã	Tên doanh nghiệp	Sàn	Quốc gia	EV/EBITDA (TTM)
<b>PVS</b>	<b>CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu Khí Việt Nam</b>	<b>HNX</b>	<b>Vietnam</b>	<b>10.29x</b>
DOFG	DOF Group	Oslo Børs	Na Uy	6.07x
TE	Technip Energies	Euronext Paris	Pháp	5.4x
SBMO	SBM Offshore	Euronext Amsterdam	Hà Lan	9.2x
TDW	Tidewater Inc.	NYSE	Mỹ	9.1x
SHLF	Shelf Drilling Ltd.	Oslo Børs	Na Uy	5.2x
BWO	BW Offshore Ltd.	Oslo Børs	Na Uy	5.6x
YINSON	Yinson Holdings Berhad	Bursa Malaysia	Malaysia	13x
<b>Trung vị EV/EBITDA peers</b>				<b>6x</b>

## ► Phương pháp P/E

2025 2026F

### P/E

EPS dự phóng	3,560	5,260
Trung bình ngành		9.45x
Số cổ phiếu lưu hành		511.42
<b>Giá cổ phiếu - đến cuối 2026F</b>		<b>49,700</b>
Giá hiện tại		37,800
Tiềm năng tăng giá		<b>31.48%</b>

### P/E và chỉ số liên quan của những đối thủ của PVS

Nguồn: Kafi Research

Mã	Tên doanh nghiệp	Sàn	Quốc gia	P/E
<b>PVS</b>	<b>CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu Khí Việt Nam</b>	<b>HNX</b>	<b>Vietnam</b>	<b>11.5x</b>
DOFG	DOF Group	Oslo Børs	Na Uy	6.9x
TE	Technip Energies	Euronext Paris	Pháp	16.7x
SBMO	SBM Offshore	Euronext Amsterdam	Hà Lan	7.7x
TDW	Tidewater Inc.	NYSE	Mỹ	11.5x
BWO	BW Offshore Ltd.	Oslo Børs	Na Uy	6.9x
<b>Trung bình P/E peers</b>				<b>9.45x</b>

# Phụ lục báo cáo tài chính

## ► Kết quả hoạt động kinh doanh

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Doanh thu thuần</b>	16,372.51	19,373.56	23,769.89	32,556.27	35,595.11	23,175.22
Giá vốn hàng bán	(15,352.54)	(18,334.53)	(22,704.78)	(30,747.10)	(33,659.77)	(21,503.37)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	1,013.88	1,039.03	1,065.10	1,809.17	1,953.33	1,644.86
Chi phí bán hàng	(79.33)	(85.41)	(95.20)	(110.35)	(106.79)	(69.53)
Chi phí QLDN	(827.75)	(966.86)	(1,235.18)	(1,274.83)	(1,067.85)	(695.24)
Lợi nhuận từ HDKD	1,090.44	1,211.26	950.35	2,106.02	2,892.26	2,459.76
Chi phí lãi vay	(50.65)	(73.04)	(64.05)	(68.46)	(104.44)	(127.59)
Lợi nhuận trước thuế	1,275.92	1,277.31	1,553.31	2,156.01	3,182.80	2,750.30
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	1,050.66	1,060.01	1,254.65	1,899.39	2,769.04	2,392.77
<i>LNST cổ đông công ty mẹ</i>	989.42	1,026.46	1,069.77	1,820.64	2,690.28	2,314.01

## ► Bảng cân đối

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
Tài sản Ngắn hạn	16,469.9	16,289.9	23,882.3	27,017.9	29,032.15	27,987.77
Tiền và tương đương tiền	5,219.4	5,757.1	11,421.5	11,584.7	13,997.08	16,756.40
Đầu tư tài chính ngắn hạn	4,837.3	4,329.4	3,886.1	4,275.0	4,275.0	4,275.0
Phải thu ngắn hạn	5,047.0	4,185.0	6,243.9	7,303.3	7,495.66	4,873.92
Hàng tồn kho	1,089.7	1,470.4	1,830.3	3,233.8	3,264.45	2,082.48
Tài sản ngắn hạn khác	276.4	547.9	500.5	621.2	630.7	630.9
Tài sản Dài hạn	9,454.2	10,126.1	10,194.5	11,548.0	10,938.5	10,614.1
Phải thu dài hạn	123.8	122.8	97.1	30.5	30.5	30.5
Tài sản cố định	3,048.3	3,391.4	3,587.8	4,777.2	4,327.1	4,002.7
Tài sản dở dang dài hạn	172.0	373.1	429.9	462.2	462.2	462.2
Tài sản dài hạn khác	1,023.2	1,129.8	1,189.6	1,250.24	1,250.24	1,250.24
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	25,924.0	26,416.0	34,076.8	38,565.9	39,970.67	38,601.88
Nợ phải trả	12,869.2	12,871.8	19,337.3	22,357.0	17,666.71	14,416.57
Nợ ngắn hạn	9,191.7	9,060.0	13,938.5	16,334.9	14,093.15	9,992.62
Nợ dài hạn	3,677.6	3,811.8	5,398.8	6,022.1	3,573.56	4,423.95
Vốn chủ sở hữu	13,054.8	13,544.2	14,739.5	16,208.9	22,303.96	24,185.31
Vốn điều lệ	4,779.7	4,779.7	4,779.7	5,114.2	5,114.2	5,114.2
Vốn và quỹ khác	-	-	-	-	-	-
Lãi chưa phân phối	3,896.8	4,048.3	4,081.8	4,927.4	7,185.06	9,066.40
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	730.5	709.9	1,170.9	1,186.2	-	-
<b>NGUỒN VỐN</b>	25,924.0	26,416.0	34,076.8	38,565.9	39,970.67	38,601.88

## ► Lưu chuyển tiền tệ – Phương pháp gián tiếp

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Lưu chuyển thuần từ HĐKD</b>	1,497.7	(284.5)	4,342.7	1,643.5	910.80	1,994.82
LNST công ty mẹ	989.4	1,026.5	1,069.8	1,820.6	2,690.28	2,314.01
Khấu hao TSCD	471.3	493.0	601.5	796.2	793.03	781.84
Thay đổi vốn lưu động	1,005.3	880.26	1,978.8	2,383.9	3,975.84	3,532.14
<b>Lưu chuyển thuần từ HĐĐT</b>	(1,727.4)	817.61	1,062.3	(973.3)	1,522.89	968.36
Capex	(498.4)	(899.1)	(885.2)	(1,621.4)	(338.2)	(452.2)
Cổ tức nhận được	905.09	1,203.95	1,499.97	1,158.1	1,861.08	1,421.01
<b>Lưu chuyển thuần từ HĐTC</b>	(321.3)	(32.2)	197.6	(582.7)	(21.31)	(222.11)
Tiền thu từ đi vay	266.1	508.8	2,130.5	1,073.5	897.81	942.07
Tiền trả các khoản vay	(157.7)	(163.3)	(1,553.6)	(1,617.6)	(407.70)	(652.75)
Cổ tức đã trả	(429.7)	(377.7)	(379.2)	(38.63)	(511.4)	(511.4)
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	(551.04)	(500.9)	5,602.6	87.42	2,412.39	2,759.31

► Các chỉ số chính

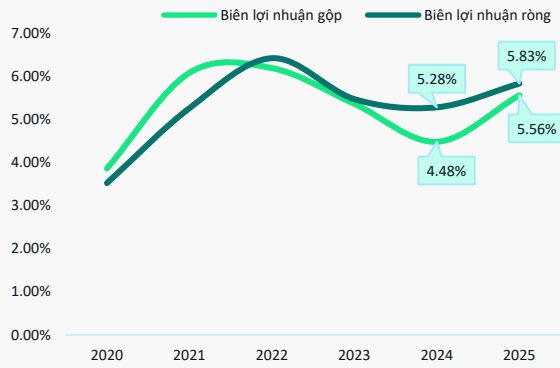
	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
<b>Tăng trưởng</b>						
Doanh thu	15.3%	18.3%	22.7%	37.0%	9.3%	-34.9%
LNST	40.0%	0.9%	18.4%	51.5%	45.8%	-13.58%
Tổng tài sản	4.2%	1.9%	28.9%	13.2%	-2.80%	-5.62%
Tổng VCSH	3.6%	3.8%	8.8%	10.0%	11.07%	10.54%
<b>Khả năng sinh lời</b>						
Tỷ suất lãi gộp	6.2%	5.4%	4.5%	5.6%	5.4%	7.1%
Tỷ suất LNST	6.4%	5.5%	5.3%	5.8%	7.78%	10.32%
ROE	8.0%	7.8%	8.5%	11.7%	12.42%	9.89%
ROA	4.1%	4.0%	3.7%	4.9%	6.93%	6.2%
Vòng quay tổng tài sản	0.63x	0.73x	0.70x	0.84x	0.91x	0.59x
<b>Hiệu quả hoạt động</b>						
Số ngày phải thu	90.8	68.3	60.0	51.1	48.2	64.8
Số ngày tồn kho	38.0	25.6	26.7	30.2	35.4	45.6
Số ngày phải trả	113.9	87.7	65.6	68.9	72.2	88.3
Thời gian luân chuyển tiền	14.9	6.1	21.0	12.4	11.4	22.1
<b>Thanh khoản</b>						
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.79x	1.80x	1.71x	1.65x	2.06x	2.80x
Chỉ số thanh toán nhanh	1.67x	1.64x	1.58x	1.46x	1.83x	2.59x
Chỉ số thanh toán tức thời	0.57x	0.64x	0.82x	0.71x	0.99x	1.68x
Nợ/VCSH	0.99x	0.95x	1.31x	1.38x	0.79x	0.6x
Khả năng thanh toán lãi vay	26.19x	18.49x	25.25x	32.49x	31.47x	22.56x

# Phụ lục về tình hình tài chính

## ▶ Hoạt động kinh doanh

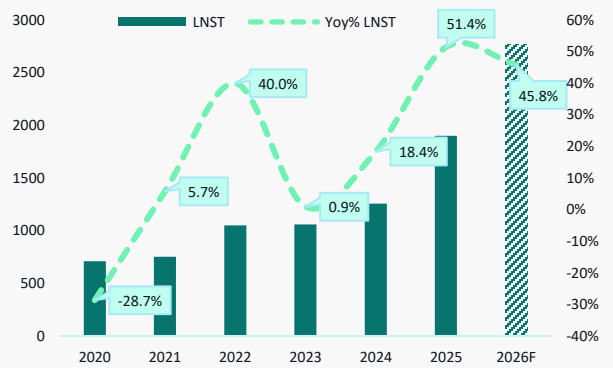
### Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng

Đơn vị: % | Nguồn: PVS, Kafi Research



### Lợi nhuận sau thuế

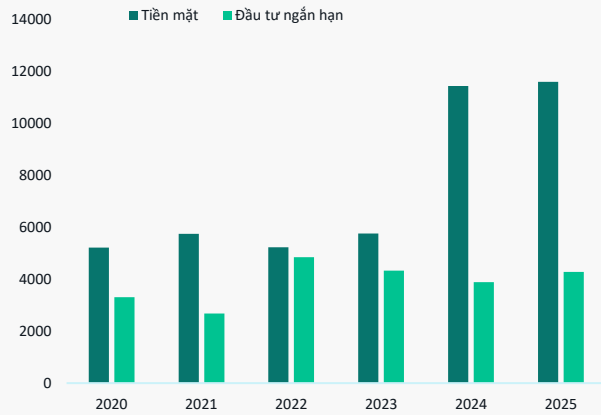
Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: PVS, Kafi Research



## ▶ Hoạt động tài chính

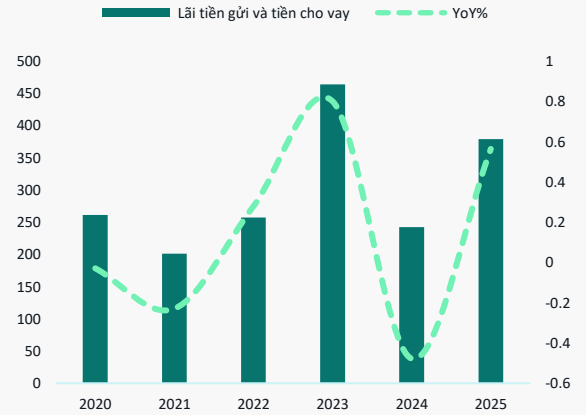
### Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn

Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: PVS, Kafi Research



### Lãi tiền gửi và lãi tiền cho vay

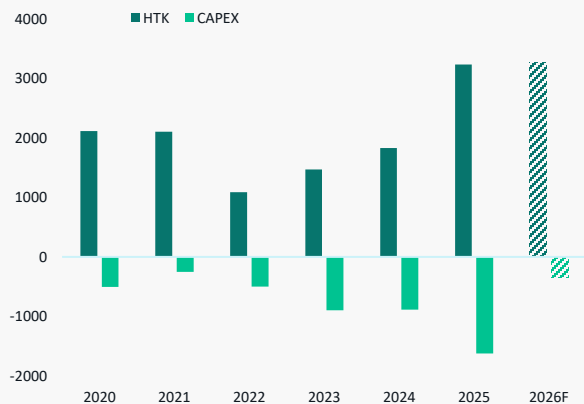
Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: PVS, Kafi Research



## ▶ Hoạt động đầu tư và khả năng thanh toán

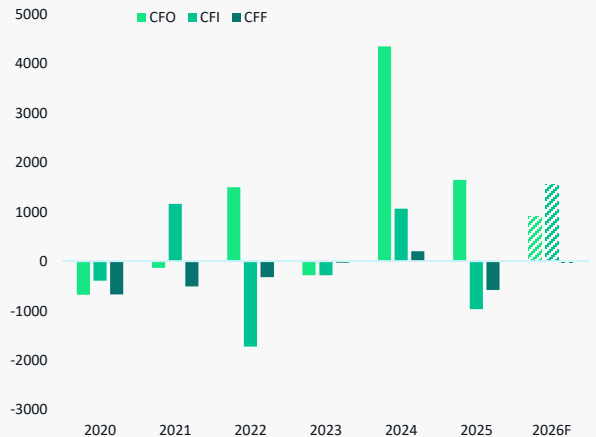
### Khả năng đầu tư vào hàng tồn kho và CAPEX

Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: PVS, Kafi Research



### Lưu chuyển dòng tiền thuần

Đơn vị: Tỷ đồng | Nguồn: PVS, Kafi Research

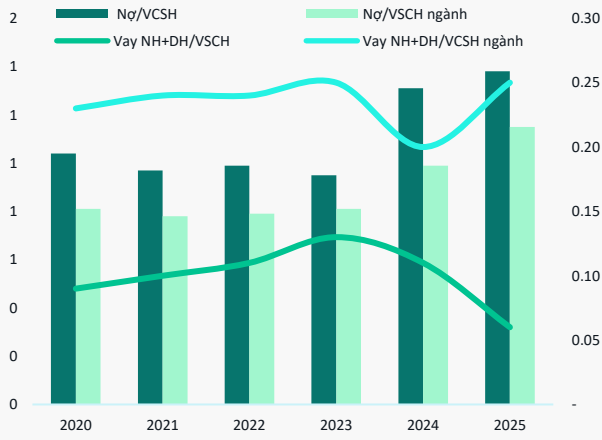


# Phụ lục về tình hình tài chính

## ► Tương quan so với trung bình ngành

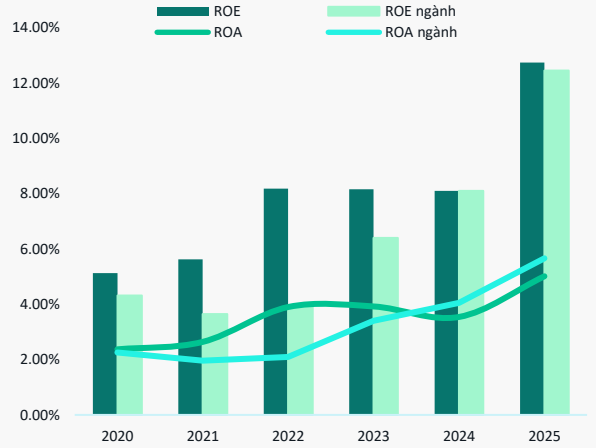
### Tỷ lệ nợ vay/VCSH của PVS so với trung bình ngành

Đơn vị: lần | Nguồn: PVS, Kafi Research



### ROE và ROA của PVS so với trung bình ngành

Đơn vị: % | Nguồn: PVS, Kafi Research



# Phụ lục thông tin

## ► Danh mục từ viết tắt

Viết tắt	Ý nghĩa
CFO	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh
CFI	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư
CFF	Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính
FSO LDV	FSO Lạc Đà Vàng
LNST	Lợi nhuận sau thuế
LNTT	Lợi nhuận trước thuế
HTK	Hàng tồn kho
VCSH	Vốn chủ sở hữu
TSCĐ	Tài sản cố định
TS	Tài sản
HĐKD	Hoạt động kinh doanh
HĐĐT	Hoạt động đầu tư
HĐTC	Hoạt động tài chính
QLDN	Quản lý doanh nghiệp
WACC	Chi phí vốn

# TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

## Khuyến nghị

Khuyến nghị đầu tư của Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI") được xây dựng trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (1) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố, (2) tỷ suất cổ tức dự kiến

Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

**Mua:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên

**Nắm giữ:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%.

**Bán:** Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%.

Trong một số trường hợp, khuyến nghị dựa trên tiềm năng tăng giá 1 năm có thể được điều chỉnh lại theo ý kiến của chuyên viên phân tích sau khi cân nhắc một số yếu tố thị trường có thể làm ảnh hưởng đến giá cổ phiếu trong ngắn hạn và trung hạn.

## Tuyên bố miễn trừ

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán KAFI ("KAFI"). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố theo nhận thức tốt nhất của KAFI. KAFI không chịu trách nhiệm về tính chính xác, đầy đủ hay tính cập nhật của những thông tin này. Một số đường dẫn báo cáo này có thể liên kết với những trang web khác do các bên thứ ba quản lý, không thuộc quyền kiểm soát của KAFI. KAFI không đưa ra phát biểu nào về tính chính xác hoặc về bất kỳ khía cạnh nào khác của những thông tin đăng tải trên các trang web đó.

Các quan điểm, khuyến nghị trong báo cáo này được KAFI đưa ra sau khi xem xét kỹ càng, cẩn thận và dựa trên nhận thức tốt nhất cũng như trên cơ sở nỗ lực đem lại một quan điểm mang tính chất tham khảo cho nhà đầu tư. Những quan điểm, khuyến nghị này có thể thay đổi mà KAFI không cần thông báo trước hay có trách nhiệm cập nhật liên tục các thay đổi này.

Không một thông tin cũng như khuyến nghị nào trong báo cáo này được trình bày nhằm mục đích mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Việc sử dụng bất kỳ nội dung, thông tin nào trong báo cáo này sẽ do các nhà đầu tư toàn quyền quyết định và tự chịu hoàn toàn trách nhiệm và rủi ro. Các nhà đầu tư cần hiểu rõ kết quả đầu tư có thể phụ thuộc vào rất nhiều yếu tố khách quan và hoàn toàn nằm ngoài khả năng nhận biết, dự đoán hoặc kiểm soát của KAFI. Do vậy, các nhà đầu tư nên xem xét mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về vấn đề tài chính, thuế, pháp lý và các khía cạnh khác trước khi thực hiện giao dịch đối với bất kỳ chứng khoán nào của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này.

KAFI không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ hoặc liên quan đến các sai sót, bỏ sót hoặc hệ quả nào từ việc sử dụng các thông tin, áp dụng các khuyến nghị trong báo cáo này. Trong mọi trường hợp, KAFI cùng các đơn vị hợp danh hoặc pháp nhân hoặc thành viên, đại lý hoặc nhân viên của KAFI sẽ không chịu trách nhiệm đối với các nhà đầu tư hoặc bất kỳ tổ chức, cá nhân nào từ bất kỳ quyết định hoặc hành động nào được thực hiện dựa vào những thông tin, khuyến nghị trong báo cáo này hoặc bất kỳ thiệt hại mang tính hệ quả, cụ thể hoặc thiệt hại tương tự thậm chí trong trường hợp KAFI đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại đó.

Báo cáo này là sản phẩm thuộc quyền sở hữu của KAFI, không bên nào được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông (toàn bộ hoặc một phần) nội dung báo cáo mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KAFI.