

## Mua vào (giữ nguyên)

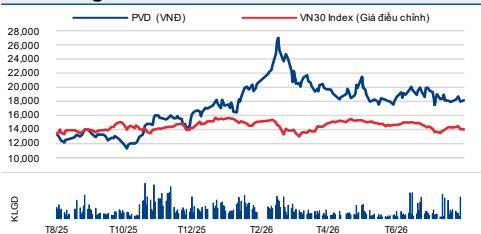
Giá mục tiêu: VNĐ22,500 (từ VNĐ27,861)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.0%

|                                        |               |
|----------------------------------------|---------------|
| <b>Giá cổ phiếu (đồng) (17/8/2026)</b> | <b>18,150</b> |
| Mã Bloomberg                           | PVD VN        |
| Giá cao/thấp 52 tuần (đ)               | 11,325-26,964 |
| GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)               | 18,133        |
| Vốn hóa thị trường (tỷ đ)              | 16,839        |
| Vốn hóa trị trường (tr.USD)            | 642           |
| Slg CP lưu hành (tr.đv)                | 928           |
| Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)          | 455           |
| Slg CP NN được mua (tr.đv)             | 343           |
| Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN               | 49.0%         |
| Tỷ lệ sở hữu của NN                    | 12.0%         |
| Tỷ lệ freefloat                        | 49.5%         |
| Cổ đông lớn                            | PVN (50.5%)   |

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

## Biểu đồ giá



| Giá cổ phiếu (%) | -1 thg | -3 thg | -12 thg |
|------------------|--------|--------|---------|
| Cổ phiếu thường  | (7.16) | (10.1) | 36.2    |
| So với chỉ số    | (4.49) | (1.84) | 29.3    |
| So với ngành     | -      | -      | -       |

Nguồn: Công ty, FactSet

## HSC và trung bình thị trường

| EPS ĐC (đồng) | HSC   | Thị trường | % ch.lệch |
|---------------|-------|------------|-----------|
| 2026F         | 872   | 1,444      | (39.6)    |
| 2027F         | 1,313 | 1,710      | (23.3)    |
| 2028F         | 1,479 | 1,851      | (20.1)    |

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Mô tả doanh nghiệp

PV Drilling, một trong những công ty hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực khoan dầu khí, chuyên cung cấp dịch vụ khoan cả trong nước và quốc tế.

## Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Hoàng Nam, CFA**  
 Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
 nam.nhoang@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 190

**Diệp Lê Hoàng Phúc**  
 Chuyên Viên Phân Tích, Ngành Năng  
 phuc.dlh@hsc.com.vn  
 +84 28 3823 3299 Ext. 271

## Giảm giá mục tiêu do giá thuê ngày suy yếu và dự án Sông Đốc kéo dài ngoài dự kiến

- Việc Saudi Aramco tạm dừng hoạt động các giàn khoan đã khiến nguồn cung giá rẻ tràn vào các thị trường trong khu vực. Do tác động này, giá thuê ngày tại Đông Nam Á vẫn ở mức thấp mặc dù công suất hoạt động của giàn khoan đang phục hồi. HSC giảm 36-51% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 do hạ giả định giá thuê ngày và chi phí tăng khi PVD 9 đi vào hoạt động và công tác dọn dẹp mỏ Sông Đốc kéo dài ngoài dự kiến. Tác động này được bù đắp phần nào nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan tăng.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, PVD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 17,6 lần – mức định giá không đắt. Giá mục tiêu mới sau khi giảm 19% đang tương ứng tiềm năng tăng giá 24%.

## Sự kiện: Giá thuê ngày thấp hơn dự báo

Việc Saudi Aramco tạm dừng hoạt động khoảng 37 giàn khoan kể từ đầu năm 2024 đã đẩy các giàn khoan nhân rồi sang Tây Phi, Đông Nam Á và những khu vực khác với giá thuê thấp, qua đó hạn chế khả năng tăng giá dù giá dầu Brent đã phục hồi. Tại Đông Nam Á, công suất hoạt động của giàn khoan tiếp tục tăng từ mức 81% vào tháng 12/2025 lên 89,8% vào tháng 7/2026, nhưng giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng cao cấp lại giảm từ 105.000 USD xuống 95.000 USD trong cùng kỳ. Xu hướng này đã lan sang thị trường Việt Nam khi giá trúng thầu thấp hơn mức cùng kỳ năm trước.

## Tác động: Giảm mạnh dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028

HSC giảm mạnh lần lượt 50,7%, 41,2% và 36% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 xuống 809 tỷ đồng (giảm 22,1%), 1,2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 50,6%) và 1,4 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 12,7%), đều thấp hơn đáng kể so với bình quân dự báo thị trường. Mức điều chỉnh này chủ yếu là do HSC hạ giả định giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng, trong đó năm 2026 giảm từ 116.900 USD xuống 91.500 USD, và đưa thêm vào phần chi phí tăng mang tính cơ cấu khi PVD 9 đi vào hoạt động. Tác động này được bù đắp phần nào nhờ mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan cải thiện, khi HSC nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này thêm 300 điểm cơ bản lên mức 28%.

Các dự báo mới của HSC tương ứng doanh thu và lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm tới (giai đoạn 2025-2028) đạt lần lượt 5,8% và 9,7% (đối với lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi: 17,4%).

## Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, PVD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,7 lần, thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 17,6 lần. HSC giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) xuống 22.500đ, để phản ánh việc giá thuê ngày giảm kéo dài và chi phí tăng mang tính cơ cấu khi PVD 9 đi vào hoạt động trong toàn bộ giai đoạn dự báo, bao gồm cả giai đoạn cuối. Với tiềm năng tăng giá 24%, HSC duy trì khuyến nghị Mua vào. HSC ưa thích PVD nhờ mức độ tham gia ngày càng lớn vào thị trường khoan trong nước, giúp Công ty cung cấp thêm các gói dịch vụ tích hợp trong bối cảnh hoạt động thăm dò và khai thác tại các mỏ dầu cận biên gia tăng. Rủi ro chính đối với PVD gồm giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng giảm mang tính cơ cấu và giá dầu Brent giảm mạnh, có thể khiến các doanh nghiệp cắt giảm vốn đầu tư vào các mỏ dầu khí.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/8.

| Cuối năm: Tháng 12        | 12-24A | 12-25A | 12-26F  | 12-27F   | 12-28F   |
|---------------------------|--------|--------|---------|----------|----------|
| EBITDA ĐC (tỷ đồng)       | 2,020  | 2,268  | 2,500 ▼ | 2,879 ▼  | 2,900 ▼  |
| Lợi nhuận thuần (tỷ đồng) | 698    | 1,039  | 809 ▼   | 1,218 ▼  | 1,373 ▼  |
| EPS ĐC (đồng)             | 752    | 1,119  | 872 ▼   | 1,313 ▼  | 1,479 ▼  |
| DPS (đồng)                | -      | 303    | 0       | 0        | 0        |
| BVPS (đồng)               | 28,406 | 30,274 | 19,016  | 20,329 ▼ | 21,808 ▼ |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.42   | 5.59   | 7.99    | 6.13     | 5.39     |
| P/E ĐC (lần)              | 24.1   | 16.2   | 20.8    | 13.8     | 12.3     |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | 1.67   | 0       | 0        | 0        |
| P/B (lần)                 | 0.64   | 0.60   | 0.95    | 0.89     | 0.83     |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 19.3   | 48.8   | (22.1)  | 50.6     | 12.7     |
| ROAE (%)                  | 4.58   | 6.36   | 4.69    | 6.67     | 7.02     |

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Chờ giá thuê theo ngày phục hồi

PVD đang điều chuyển thêm các giàn khoan tự nâng, gồm cả giàn sở hữu và giàn thuê, về hoạt động tại Việt Nam. Điều này giúp hỗ trợ mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan (có tỷ suất lợi nhuận cao hơn) dù HSC giảm dự báo chung của Tập đoàn. Chúng tôi giảm mạnh dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 do hạ giả định giá thuê ngày và bổ sung phần chi phí tăng mang tính cơ cấu khi PVD 9 đi vào hoạt động. Xung đột Trung Đông và việc Saudi Aramco tạm dừng hoạt động các giàn khoan tiếp tục gây sức ép lên quá trình phục hồi giá thuê ngày trên toàn cầu, nhưng đồng thời cũng cổ vũ ưu tiên dài hạn về an ninh năng lượng của các nước nhập khẩu, trong đó có Việt Nam. HSC cũng giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 22.500đ nhưng duy trì khuyến nghị Mua vào với tiềm năng tăng giá 24% tại giá mục tiêu mới.

### Giá thuê giàn khoan tự nâng phục hồi chậm hơn giá dầu

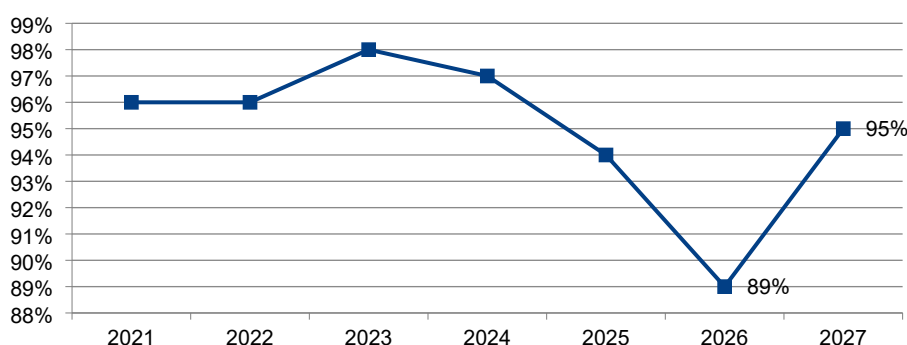
#### Saudi Aramco tạm hoãn thuê nhiều giàn khoan khiến giá thuê ngày phục hồi chậm

Mặc dù giá dầu Brent có xu hướng tăng trong năm 2026 nhưng giá thuê ngày bình quân của giàn khoan tự nâng không tăng tương ứng do làn sóng tạm dừng hoạt động giàn khoan của Saudi Aramco làm suy yếu khả năng định giá ngay từ nguồn cung. Vào tháng 1/2024, chính phủ Ả Rập Saudi yêu cầu Aramco duy trì công suất bền vững tối đa ở mức 12 triệu thùng/ngày thay vì tăng lên 13 triệu thùng/ngày. Quyết định này dẫn đến nhiều đợt tạm dừng hợp đồng từ đầu năm 2024, khiến tổng cộng 37 giàn khoan ngừng hoạt động, tương đương khoảng 9% đội giàn khoan khả dụng trên toàn cầu.

HSC lưu ý đây là các điều khoản “tạm dừng theo nhu cầu”: Aramco không phải trả tiền phạt, giá thuê ngày giảm về 0 (hoặc xuống mức chờ thấp) trong tối đa 12 tháng, còn thời điểm hết hạn ban đầu của hợp đồng được lùi tương ứng với thời gian tạm dừng nhằm bảo toàn tổng giá trị hợp đồng còn lại. Chủ sở hữu giàn khoan phải chịu rủi ro doanh thu và công suất hoạt động của giàn khoan trong ngắn hạn. Chính vì vậy, 17 trong số 37 giàn bị tạm dừng đã nhanh chóng tìm việc tại Tây Phi, Đông Nam Á, Qatar, Ai Cập và Brazil thay vì nằm chờ. Nguồn cung bổ sung này tràn vào các thị trường giao ngay trong khu vực và kéo giảm giá thuê ngày trên toàn cầu, ngay cả khi giá dầu Brent phục hồi.

#### Biểu đồ 1: Hiệu suất cam kết của giàn khoan tự nâng tại Trung Đông

Hiệu suất được kỳ vọng sẽ phục hồi trong năm 2027



Nguồn: [Westwood Riglogix](#)

#### Tâm lý thận trọng trong chi tiêu vốn khiến hoạt động khoan không còn tăng theo giá dầu

Yếu tố bất lợi thứ hai là dù giá dầu Brent ở quanh mức 87 USD/thùng nhưng các nhà sản xuất dầu không sử dụng tiền từ việc giá dầu tăng vào việc khoan thêm. Mỗi quan hệ cũ “giá dầu cao thì khoan nhiều hơn” không còn đúng. Kể từ giai đoạn suy giảm 2014-2020, nhà đầu tư đã gây sức ép buộc các nhà sản xuất hoàn trả dòng tiền dư thừa dưới hình thức cổ tức và mua lại cổ phiếu thay vì theo đuổi tăng trưởng sản lượng. Vì vậy, chênh lệch lớn giữa giá dầu hiện nay (87 USD/thùng đối với Brent) và giá hòa vốn của dự án (khoảng 60 USD/thùng đối với dầu đá phiến Mỹ và 50

USD/thùng đối với trữ lượng ngoài khơi) chủ yếu được chuyển cho cổ đông thay vì tài trợ cho các giàn khoan mới.

Ngoài ra, các nhà sản xuất dầu còn xây dựng ngân sách dựa trên giả định thận trọng về giá dài hạn thay vì giá thị trường hiện tại, trong khi các cam kết ngoài khơi lại cố định chi phí trong nhiều năm. Do đó, một đợt tăng giá tạm thời hầu như không làm thay đổi kế hoạch chi tiêu. [Clarkson Research](#), đơn vị tư vấn hàng đầu về thị trường giàn khoan, dự báo chi tiêu cho thăm dò và khai thác ngoài khơi giảm 24% trong năm 2026. Giá trị các dự án ngoài khơi mới được phê duyệt cũng giảm từ 87 tỷ USD trong năm 2024 xuống khoảng 70 tỷ USD trong năm 2025. Diễn biến này tác động trực tiếp đến giá thuê ngày vì ngân sách này làm hạn chế cả khả năng đưa các giàn bị tạm dừng trở lại hoạt động. Saudi Aramco hiện đang đánh giá lại những giàn khoan nào có thể hoạt động trở lại thay vì mời thầu hợp đồng mới. Vì vậy, tiến độ tái vận hành của các giàn khoan tự nâng phụ thuộc vào ngân sách và kế hoạch của Aramco chứ không phụ thuộc vào mong muốn quay lại thị trường của các chủ giàn.

### Công suất hoạt động ổn định nhưng giá thuê ngày vẫn phục hồi chậm

Công suất hoạt động của các giàn khoan đang phục hồi nhanh hơn các chỉ tiêu khác. [Westwood](#), đơn vị nghiên cứu và cung cấp thông tin thị trường năng lượng ngoài khơi, dự báo số giàn khoan tự nâng đang hoạt động trên toàn cầu tăng từ 395 giàn trong năm 2025 (tương ứng công suất 89%) lên 405 giàn trong năm 2026 (tương ứng công suất 90%). Trong đó, Aramco dự kiến đưa 6-9 giàn trở lại hoạt động từ đầu năm 2026. Tại Đông Nam Á, công suất giàn khoan tự nâng cũng phục hồi từ mức 81% vào tháng 12/2025 lên 89,8% vào tháng 7/2026.

Quan trọng hơn, giá thuê ngày phục hồi chậm hơn công suất hoạt động do các giàn bị Saudi Aramco tạm dừng đã nhận những công việc tạm thời với giá thấp, qua đó gây sức ép lên giá thuê ngày bình quân của thị trường. Thị trường kỳ vọng năm 2027 sẽ là thời điểm giá thuê ngày bắt kịp công suất hoạt động và giá dầu, sau khi toàn bộ giàn khoan tạm dừng quay lại hoạt động và Aramco cùng Kuwait Oil Company hoàn tất trao thầu cho các gói thầu đã trì hoãn. Dù triển vọng sáng hơn nhưng tốc độ phục hồi giá thuê ngày vẫn phụ thuộc vào diễn biến địa chính trị tại Trung Đông.

### Tiến độ các dự án Lô B và Cá Voi Xanh

Chiến lược khoan trong nước sẽ phụ thuộc vào một số dự án tại Việt Nam. Đáng chú ý:

- **Giai đoạn 1B của Lô B** dự kiến triển khai từ tháng 3 đến tháng 8/2027, dù vẫn xuất hiện thông tin về khả năng chậm tiến độ. PVD đã trúng một hợp đồng giàn khoan cho Lô B, dự kiến bắt đầu từ giữa năm 2027. Công ty có kế hoạch điều chuyển PVD VI sang Malaysia, sau đó thuê riêng một giàn khoan để thực hiện hợp đồng tại Lô B.
- **Ngày ra quyết định đầu tư cuối cùng (ngày công bố FID) của Cá Voi Xanh** dự kiến được đưa ra trong giai đoạn 2028-2030 và mục tiêu đón dòng khí đầu tiên vào năm 2031; thêm thông tin chi tiết dự kiến được công bố từ cuối năm 2027. Trước đây, PVD từng đánh giá phương án đầu tư giàn khoan tiếp trợ (TAD) hoặc giàn khoan bán chìm cho Cá Voi Xanh, nhưng chưa đưa ra quyết định cuối cùng.
- **Mỏ Đại Hùng**, được chuyển giao cho PVEP (một pháp nhân Việt Nam) với giá trị chuyển nhượng bằng 0, đang được tái khởi động và sẽ bổ sung sản lượng khai thác trong nước.

### PV Drilling X: Giàn khoan thứ tám thuộc sở hữu của PVD

Vào ngày 28/7/2026, tại chi nhánh Ngân hàng Mizuho TP.HCM, PVD đã nhận bàn giao quyền sở hữu giàn khoan tự nâng mới nhất Giàn khoan dự kiến mang tên PV Drilling 10, hiện được định danh là Valaris 109 (trước đây là Ensco 109) và đang nằm tại Namibia.

Đây là giàn khoan thuộc thiết kế Keppel Fels Mod V Super B và đã được Cơ quan Đăng kiểm Mỹ (ABS) đăng kiểm, có độ sâu khoan tối đa 35.000 foot (hơn 10.000m) và độ sâu mực nước hoạt động tối đa 350 foot (hơn 100m). Đáng chú ý, giàn có cùng thiết kế với PVD 1, 2, 3, 6 và 8 trong đội giàn hiện hữu, qua đó giúp luân chuyển nhân sự thuận lợi hơn và rút ngắn đáng kể thời gian làm quen vận hành đối với tài sản mới.

Đây là năm thứ ba liên tiếp PVD mở rộng đội giàn khoan (trong giai đoạn 2024-2026), nâng tổng số giàn khoan ngoài khơi mà Công ty sở hữu lên 8 giàn.

**Quá trình tái khởi động** gồm 2 giai đoạn. Giai đoạn 1 kéo dài khoảng 45 ngày tại Namibia ngay sau khi hoàn tất chuyển giao quyền sở hữu. Đây là yêu cầu của các tổ chức đăng kiểm quốc tế và là điều kiện để vận chuyển giàn khoan an toàn. Sau đó, giàn sẽ được đưa về cảng PTSC tại TP.HCM, dự kiến đến nơi vào cuối tháng 10/2026. Giai đoạn 2 gồm tái vận hành toàn diện, nâng cấp toàn bộ hệ thống, thay thế thiết bị và thử nghiệm, được thực hiện tại PTSC. Giàn dự kiến bắt đầu vận hành thương mại trong Q2/2027.

**Vốn đầu tư cho PVD 10 vào khoảng 80 triệu USD.** Theo BLĐ, tỷ suất hoàn vốn nội bộ (IRR) đạt 13-16% với giả định giá thuê 90.000 USD/ngày và thời gian khấu hao 15 năm. PVD 10 dự kiến bắt đầu làm việc cho Vietsovpetro với giá thuê ngày thấp hơn nhưng công suất hoạt động ổn định. HSC chưa đưa PVD 10 vào các dự báo hiện tại. Vì vậy, PVD X nên được xem là yếu tố tạo tiềm năng tăng chưa được phản ánh trong dự báo và giá mục tiêu thay vì là cơ sở hỗ trợ định giá hiện tại.

## Dự báo lợi nhuận mới

HSC giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 lần lượt 50,7%, 41,2% và 36%. Theo đó, tốc độ tăng trưởng kép hàng năm của lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi trong 3 năm của PVD đạt 17,4% (so với mức 27,4% trước đây). Các giả định chính gồm:

- Giảm giả định giá thuê ngày bình quân 3 năm của giàn khoan tự nâng từ 120.000 USD xuống 93.200 USD do giá thuê trong các hợp đồng của PVD thấp hơn dự báo.
- Ước tính dự án tháo dỡ mỏ Sông Đốc sẽ kéo dài thêm 93 ngày. Do đây là hợp đồng trọn gói nên PVD không ghi nhận thêm doanh thu cho số ngày làm việc phát sinh. Điều này khiến Công ty ghi nhận khoản lỗ không thường xuyên 107 tỷ đồng trong năm 2026.
- Giảm số ngày hoạt động của đội giàn khoan để phản ánh kế hoạch bảo dưỡng lớn (PVD 1 dự kiến bảo dưỡng trong 50 ngày vào năm 2027 sau 20 năm hoạt động). HSC cũng dự báo PVD 2 và PVD 3 mỗi giàn sẽ trải qua 50 ngày bảo dưỡng lớn trong năm 2029.
- Đồng thời nâng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp giai đoạn 2026-2028 thêm 300 điểm cơ bản, từ mức 25% lên 28%, do có thêm nhiều giàn khoan tự nâng do PVD quản lý (gồm cả giàn sở hữu và giàn thuê) hoạt động tại Việt Nam. Các công ty con cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan của PVD (như PVD Well) cũng ghi nhận lợi nhuận thuần tăng mạnh.
- Giảm 6,2% giả định chi phí HĐKD trong giai đoạn 2026-2028 nhờ kiểm soát chi phí hiệu quả.
- HSC chưa đưa doanh thu của PVD 10 vào dự báo.

**Bảng 2: Dự báo mới, dự báo cũ và các giả định, PVD**

Nâng 33,6% dự báo lợi nhuận gộp bình quân giai đoạn 2026-2028

| Tỷ đồng                           | 2025A         | Dự báo mới    |               |               | Dự báo cũ     |               |               | Điều chỉnh    |               |               |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                   |               | 2026          | 2027          | 2028          | 2026          | 2027          | 2028          | 2026          | 2027          | 2028          |
| <b>Doanh thu thuần</b>            | <b>10,897</b> | <b>11,553</b> | <b>12,260</b> | <b>12,891</b> | <b>13,443</b> | <b>14,628</b> | <b>15,319</b> | <b>-14.1%</b> | <b>-16.2%</b> | <b>-15.8%</b> |
| Khoan                             | 6,006         | 6,350         | 6,797         | 7,155         | 8,035         | 8,949         | 9,356         | -21.0%        | -24.0%        | -23.5%        |
| Dịch vụ liên quan đến giếng khoan | 4,221         | 4,432         | 4,654         | 4,886         | 4,643         | 4,875         | 5,119         | -4.5%         | -4.5%         | -4.5%         |
| Thương mại                        | 670           | 770           | 809           | 849           | 765           | 804           | 844           | 0.7%          | 0.7%          | 0.7%          |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>              | <b>2,082</b>  | <b>2,128</b>  | <b>2,599</b>  | <b>2,700</b>  | <b>3,331</b>  | <b>3,890</b>  | <b>3,944</b>  | <b>-36.1%</b> | <b>-33.2%</b> | <b>-31.5%</b> |
| Khoan                             | 1,197         | 810           | 1,215         | 1,247         | 2,132         | 2,631         | 2,622         | -62.0%        | -53.8%        | -52.4%        |
| Dịch vụ liên quan đến giếng khoan | 849           | 1,241         | 1,303         | 1,368         | 1,161         | 1,219         | 1,280         | 6.9%          | 6.9%          | 6.9%          |
| Thương mại                        | 36            | 77            | 81            | 85            | 38            | 40            | 42            | 101.4%        | 101.4%        | 101.4%        |

Nguồn: HSC

**Bảng 3: Dự báo mới và dự báo cũ, PVD**

Điều chỉnh nâng 42,6% dự báo lợi nhuận bình quân giai đoạn 2026-2028, lợi nhuận thuần 3 năm tăng trưởng với CAGR là 9,7%

| Tỷ đồng                                  | 2025<br>A  | Dự báo mới |              |              | Dự báo cũ    |              |              | Điều chỉnh   |              |              | CAGR<br>(‘25A-<br>28F) |
|------------------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------------|
|                                          |            | 2026       | 2027         | 2028         | 2026         | 2027         | 2028         | 2026         | 2027         | 2028         |                        |
| Doanh thu thuần                          | 10,897     | 11,553     | 12,260       | 12,891       | 13,443       | 14,628       | 15,319       | 14.1%        | 16.2%        | 15.8%        | 5.8%                   |
| Lợi nhuận gộp                            | 2,082      | 2,128      | 2,599        | 2,700        | 3,331        | 3,890        | 3,944        | 36.1%        | 33.2%        | 31.5%        | 9.1%                   |
| Lợi nhuận HĐ                             | 1,409      | 1,331      | 1,753        | 1,811        | 2,410        | 2,888        | 2,894        | 44.8%        | 39.3%        | 37.4%        | 8.7%                   |
| Thu nhập tài chính                       | 197        | 176        | 259          | 381          | 100          | 155          | 246          | 75.0%        | 66.5%        | 55.0%        | 24.5%                  |
| Chi phí tài chính                        | 363        | 625        | 631          | 610          | 546          | 553          | 552          | 14.4%        | 14.1%        | 10.6%        | 18.9%                  |
| Thu nhập từ cty LD, LK                   | 143        | 171        | 206          | 206          | 171          | 206          | 206          | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 12.9%                  |
| Lợi nhuận thuần                          | 1,039      | 809        | 1,218        | 1,373        | 1,640        | 2,070        | 2,146        | 50.7%        | 41.2%        | 36.0%        | 9.7%                   |
| <b>Lợi nhuận thuần ‘cốt lõi’</b>         | <b>848</b> | <b>916</b> | <b>1,218</b> | <b>1,373</b> | <b>1,640</b> | <b>2,070</b> | <b>2,146</b> | <b>44.1%</b> | <b>41.2%</b> | <b>36.0%</b> | <b>17.4%</b>           |
| Giá cho thuê giàn khoan (nghìn USD/ngày) | 89.0       | 91.5       | 94.0         | 94.0         | 116.9        | 122.7        | 122.7        | 21.7%        | 23.4%        | 23.4%        | 1.8%                   |
| Chi phí HĐ (USD/ngày)                    | 53.3       | 54.3       | 55.4         | 56.5         | 57.1         | 59.1         | 61.1         | -4.8%        | -6.2%        | -7.6%        | 2.0%                   |
| Giá cho thuê giàn TAD (USD/ngày)         | 90.0       | 90.0       | 90.0         | 90.0         | 90.0         | 90.0         | 90.0         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%         | 0.0%                   |
| TSLNG của dịch vụ giếng/màng khác        | 20.1%      | 28.0%      | 28.0%        | 28.0%        | 25.0%        | 25.0%        | 25.0%        | 300bps       | 300bps       | 300bps       |                        |
| Thuế TNDN                                | 24.1%      | 20.0%      | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 20.0%        | 0bps         | 0bps         | 0bps         |                        |
| <b>Tăng trưởng</b>                       |            |            |              |              |              |              |              |              |              |              |                        |
| Doanh thu thuần                          | 17.3%      | 6.0%       | 6.1%         | 5.2%         | 23.4%        | 8.8%         | 4.7%         |              |              |              |                        |
| Lợi nhuận gộp                            | 18.5%      | 2.4%       | 22.1%        | 3.9%         | 60.4%        | 16.8%        | 1.4%         |              |              |              |                        |
| Lợi nhuận HĐ                             | 23.9%      | -5.5%      | 31.7%        | 3.3%         | 71.3%        | 19.8%        | 0.2%         |              |              |              |                        |
| Lợi nhuận thuần                          | 48.8%      | 22.1%      | 50.6%        | 12.7%        | 58.1%        | 26.2%        | 3.6%         |              |              |              |                        |

Nguồn: HSC

**Bảng 4: Số ngày hoạt động của giàn khoan, PVD**

|                                  | 2025A        | Dự báo mới   |              |              | Dự báo cũ    |              |              | Điều chỉnh |             |          |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|-------------|----------|
|                                  |              | 2026         | 2027         | 2028         | 2026         | 2027         | 2028         | 2026       | 2027        | 2028     |
| <b>Số ngày hoạt động</b>         | <b>1,762</b> | <b>2,259</b> | <b>2,327</b> | <b>2,417</b> | <b>2,259</b> | <b>2,377</b> | <b>2,417</b> | <b>0</b>   | <b>(50)</b> | <b>0</b> |
| PVD 1 (Jack-up)                  | 357          | 345          | 295          | 345          | 345          | 345          | 345          | 0          | (50)        | 0        |
| PVD 2 (Jack-up)                  | 341          | 352          | 352          | 352          | 352          | 352          | 352          | 0          | 0           | 0        |
| PVD 3 (Jack-up)                  | 325          | 349          | 349          | 349          | 349          | 349          | 349          | 0          | 0           | 0        |
| PVD 6 (Jack-up)                  | 257          | 340          | 340          | 340          | 340          | 340          | 340          | 0          | 0           | 0        |
| PVD 5 (Tender assisted drilling) | 360          | 340          | 340          | 340          | 340          | 340          | 340          | 0          | 0           | 0        |
| PVD 8 (Jack-up)                  | 122          | 332          | 350          | 350          | 332          | 350          | 350          | 0          | 0           | 0        |
| PVD 9 (jack-up)                  | 0            | 200          | 300          | 340          | 200          | 300          | 340          | 0          | 0           | 0        |

Nguồn: HSC

## Định giá và khuyến nghị

### Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 19% giá mục tiêu theo phương pháp DCF từ 27.861đ xuống 22.500đ. Giá mục tiêu mới này phản ánh việc giá thuê ngày giảm kéo dài và chi phí tăng mang tính cơ cấu khi giàn khoan tự nâng PVD 9 đi vào hoạt động, được áp dụng trong toàn bộ giai đoạn dự báo và giai đoạn dài hạn sau đó. Chi tiết định giá được trình bày dưới đây:

- HSC tiếp tục sử dụng phương pháp DCF để định giá PVD.
- Các giả định về lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và beta 0,9 đều không thay đổi, tương ứng giả định WACC là 10,2%.
- Chúng tôi tiếp tục áp dụng tốc độ tăng trưởng dài hạn 0%, dựa trên triển vọng nhu cầu dầu thô toàn cầu trong 10 năm tới.

- Thời điểm định giá tiếp tục là giữa năm 2027.

**Bảng 5: Giả định DCF, PVD**

| Tỷ đồng                | 2026F        | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F |
|------------------------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| EBIT                   | 1,434        | 1,981 | 2,169 | 2,256 | 2,418 |
| Thuế trên EBIT @ 18,0% | (287)        | (396) | (434) | (451) | (484) |
| NOPAT                  | 1,147        | 1,585 | 1,735 | 1,805 | 1,934 |
| Khấu hao               | 1,169        | 1,126 | 1,089 | 1,059 | 1,031 |
| Thay đổi vốn lưu động  | 710          | (53)  | (47)  | (12)  | (39)  |
| Chi phí đầu tư TSCĐ    | (2,522)      | (363) | (348) | (348) | (348) |
| Dòng tiền HĐ khác      | (9)          | (18)  | (16)  | (4)   | (13)  |
| UFCF                   | 495          | 2,276 | 2,413 | 2,498 | 2,565 |
| Khấu hao               | 1.10         | 1.22  | 1.34  | 1.48  | 1.63  |
| Thay đổi vốn lưu động  | 449          | 1,873 | 1,801 | 1,692 | 1,575 |
| Chi phí đầu tư TSCĐ    | <b>7,390</b> |       |       |       |       |

Nguồn: HSC

**Bảng 6: Tính toán WACC, PVD**

|                          | Giá trị      |
|--------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro      | 4.0%         |
| Beta                     | 0.9          |
| Phần bù rủi ro vốn CSH   | 8.75%        |
| <b>Chi phí vốn CSH</b>   | <b>11.6%</b> |
| Chi phí nợ trước thuế    | 7.5%         |
| Thuế suất theo luật định | 20.0%        |
| <b>Chi phí nợ</b>        | <b>6.0%</b>  |
| Tỷ trọng vốn CSH         | 75.0%        |
| Tỷ trọng nợ              | 25.0%        |
| <b>WACC</b>              | <b>10.2%</b> |

Nguồn: HSC

**Bảng 7: Định giá, PVD**

|                                          | Giá trị       |
|------------------------------------------|---------------|
| Tốc độ tăng trưởng dài hạn               | 0.0%          |
| EV/EBITDA                                | 6.9x          |
| Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn     | 15,392        |
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai | 7,390         |
| <b>Giá trị hiện tại của doanh nghiệp</b> | <b>22,782</b> |
| Cộng: Tiền                               | 2,510         |
| Trừ: Tổng nợ                             | (4,409)       |
| <b>Giá trị vốn CSH</b>                   | <b>20,883</b> |
| Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)  | 928.2         |
| <b>Giá mục tiêu 12 tháng</b>             | <b>22,500</b> |

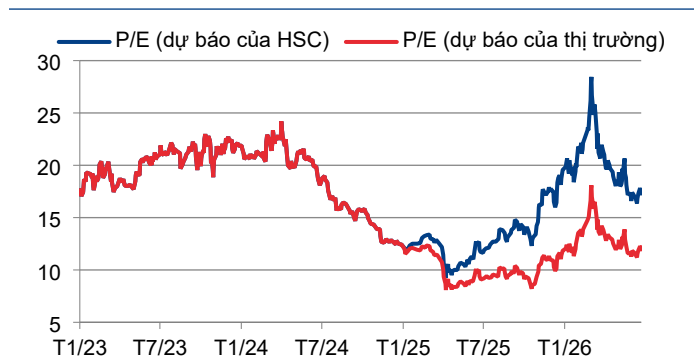
Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 10% trong 3 tháng qua, PVD đang giao dịch ở mức P/E trượt dự phóng 1 năm là 15,7 lần, so với bình quân quá khứ ở mức 17,6 lần. PVD cũng đang giao dịch ở mức EV/EBITDA dự phóng năm 2026 là 7,9 lần, nhỏ hơn 17% so với các doanh nghiệp quốc tế cùng ngành.

**Biểu đồ 8: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVD**

Hiện là 15,7 lần...



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 9: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PVD**

...thấp hơn 0,5 độ lệch chuẩn so với giá trị bình quân quá khứ là 17,6 lần



Nguồn: HSC

**Bảng 10: So sánh định giá với các công ty cùng ngành, PVD**

PVD hiện đang giao dịch ở mức giá chiết khấu so với các công ty cùng ngành trong khu vực xét theo EV/EBITDA và P/B

| DN                           | Quốc gia        | Vốn hóa (triệu USD) | EV/EBITDA 2026 | EV/EBITDA 2027 | P/E 2026    | P/E 2027    | P/B 2026   | CAGR lợi nhuận thuần 3 năm (2025A-28F) |
|------------------------------|-----------------|---------------------|----------------|----------------|-------------|-------------|------------|----------------------------------------|
| Velesto Energy Bhd           | Malaysia        | 548.3               | 5.1            | 5.1            | 17.3        | 16.6        | 1.1        | -8.5%                                  |
| Abraj Energy Services SAOG   | Oman            | 788.2               | 8.7            | 8.7            | 14.9        | 13.0        | 2.0        | 22.9%                                  |
| Paratus Energy Services Ltd  | Na Uy           | 891.2               | 13.9           | 5.6            | 14.4        | 12.3        | 5.2        | 6.1%                                   |
| Action Energy Co KSCC        | Kuwait          | 504.8               | 10.5           | 10.2           | 13.0        | 10.0        |            | 49.3%                                  |
| <b>Trung vị - quốc tế</b>    |                 |                     | <b>9.6</b>     | <b>7.2</b>     | <b>14.6</b> | <b>12.6</b> | <b>2.0</b> | <b>14.5%</b>                           |
| BSR                          | Việt Nam        | 4,854.4             | 1.4            | 1.4            | 2.6         | 4.6         | 1.2        | 20.7%                                  |
| GAS                          | Việt Nam        | 7,013.2             | 8.6            | 8.4            | 11.4        | 11.7        | 2.5        | 10.9%                                  |
| PVS                          | Việt Nam        | 630.6               | 3.9            | 4.5            | 10.5        | 11.3        | 1.1        | 2.7%                                   |
| <b>Trung vị - trong nước</b> |                 |                     | <b>3.9</b>     | <b>4.5</b>     | <b>10.5</b> | <b>11.3</b> | <b>1.2</b> | <b>9.6%</b>                            |
| <b>Trung vị - tổng thể</b>   |                 |                     | <b>8.6</b>     | <b>5.6</b>     | <b>13.0</b> | <b>11.7</b> | <b>1.6</b> |                                        |
| <b>PVD</b>                   | <b>Việt Nam</b> | <b>636.9</b>        | <b>7.9</b>     | <b>6.1</b>     | <b>20.7</b> | <b>13.7</b> | <b>0.9</b> | <b>9.6%</b>                            |
| So với các DN nước ngoài     |                 |                     | -17%           | -15%           | 41%         | 8%          | -52%       |                                        |
| So với các DN trong nước     |                 |                     | 102%           | 35%            | 97%         | 21%         | -18%       |                                        |
| So với bình quân tổng thể    |                 |                     | -7%            | 8%             | 59%         | 17%         | -40%       |                                        |

Nguồn: HSC

## BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

| Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)           | 12-24A       | 12-25A       | 12-26F       | 12-27F       | 12-28F       |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu                           | 9,288        | 10,897       | 11,553       | 12,260       | 12,891       |
| Lợi nhuận gộp                       | 1,754        | 2,078        | 2,128        | 2,599        | 2,700        |
| Chi phí BH&QL                       | (635)        | (855)        | (797)        | (846)        | (889)        |
| Thu nhập khác                       | 77.6         | 315          | 0            | 0            | 0            |
| Chi phí khác                        | (59.8)       | (130)        | 0            | 0            | 0            |
| <b>EBIT</b>                         | <b>1,137</b> | <b>1,409</b> | <b>1,331</b> | <b>1,753</b> | <b>1,811</b> |
| Lãi vay thuần                       | (248)        | (165)        | (449)        | (372)        | (229)        |
| Lãi/lỗ trong Cty LD,LK              | 48.7         | 143          | 171          | 206          | 206          |
| Lợi nhuận khác                      | -            | -            | -            | -            | -            |
| LN không thường xuyên               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>LNTT</b>                         | <b>937</b>   | <b>1,386</b> | <b>1,054</b> | <b>1,586</b> | <b>1,787</b> |
| Chi phí thuế TNDN                   | (239)        | (335)        | (211)        | (317)        | (357)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số            | (0.12)       | (12.9)       | (33.7)       | (50.8)       | (57.2)       |
| LNST không thường xuyên             | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>Lợi nhuận thuần</b>              | <b>698</b>   | <b>1,039</b> | <b>809</b>   | <b>1,218</b> | <b>1,373</b> |
| <b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>           | <b>698</b>   | <b>1,039</b> | <b>809</b>   | <b>1,218</b> | <b>1,373</b> |
| <b>EBITDA ĐC</b>                    | <b>2,020</b> | <b>2,268</b> | <b>2,500</b> | <b>2,879</b> | <b>2,900</b> |
| EPS (đồng)                          | 1,254        | 1,867        | 1,090        | 1,313        | 1,479        |
| EPS ĐC (đồng)                       | 752          | 1,119        | 872          | 1,313        | 1,479        |
| DPS (đồng)                          | -            | 303          | 0            | 0            | 0            |
| Slg CP bình quân (triệu đv)         | 556          | 556          | 742          | 928          | 928          |
| Slg CP cuối kỳ (triệu đv)           | 556          | 556          | 928          | 928          | 928          |
| Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv) | 556          | 556          | 928          | 928          | 928          |

| Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)  | 12-24A        | 12-25A        | 12-26F        | 12-27F        | 12-28F        |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền & tương đương tiền         | 2,203         | 1,821         | 2,309         | 4,459         | 6,291         |
| Đầu tư ngắn hạn                 | 770           | 689           | 1,386         | 981           | 1,031         |
| Phải thu khách hàng             | 3,469         | 5,320         | 5,199         | 5,517         | 5,801         |
| Hàng tồn kho                    | 1,216         | 1,537         | 1,733         | 1,839         | 1,934         |
| Các tài sản ngắn hạn khác       | 124           | 290           | 347           | 368           | 387           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>    | <b>7,782</b>  | <b>9,657</b>  | <b>10,973</b> | <b>13,163</b> | <b>15,443</b> |
| TSCĐ hữu hình                   | 12,861        | 14,608        | 14,072        | 13,618        | 13,233        |
| TSCĐ vô hình                    | -             | -             | -             | -             | -             |
| Bất động sản đầu tư             | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Đầu tư dài hạn                  | 1,222         | 2,204         | 4,093         | 3,784         | 3,428         |
| Đầu tư vào Cty LD,LK            | 681           | 770           | 801           | 833           | 867           |
| Tài sản dài hạn khác            | 1,068         | 1,071         | 1,098         | 1,165         | 1,225         |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>     | <b>15,832</b> | <b>18,653</b> | <b>20,064</b> | <b>19,400</b> | <b>18,752</b> |
| <b>Tổng cộng tài sản</b>        | <b>23,614</b> | <b>28,310</b> | <b>31,037</b> | <b>32,564</b> | <b>34,196</b> |
| Nợ ngắn hạn                     | 507           | 821           | 846           | 871           | 896           |
| Phải trả người bán              | 1,173         | 2,593         | 2,311         | 2,452         | 2,578         |
| Nợ ngắn hạn khác                | 2,235         | 2,907         | 4,044         | 4,291         | 4,512         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>         | <b>4,124</b>  | <b>6,619</b>  | <b>7,489</b>  | <b>7,920</b>  | <b>8,309</b>  |
| Nợ dài hạn                      | 2,541         | 3,588         | 4,588         | 4,388         | 4,188         |
| Thuế TNDN hoãn lại phải trả     | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Nợ dài hạn khác                 | 897           | 1,004         | 1,040         | 1,103         | 1,160         |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>          | <b>3,438</b>  | <b>4,592</b>  | <b>5,628</b>  | <b>5,492</b>  | <b>5,348</b>  |
| <b>Tổng nợ phải trả</b>         | <b>7,562</b>  | <b>11,212</b> | <b>13,117</b> | <b>13,412</b> | <b>13,657</b> |
| Vốn chủ sở hữu                  | 15,802        | 16,841        | 17,650        | 18,868        | 20,241        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số        | 250           | 257           | 270           | 284           | 298           |
| <b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>      | <b>16,052</b> | <b>17,098</b> | <b>17,920</b> | <b>19,152</b> | <b>20,539</b> |
| <b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b> | <b>23,615</b> | <b>28,310</b> | <b>31,037</b> | <b>32,564</b> | <b>34,196</b> |
| BVPS (đ)                        | 28,406        | 30,274        | 19,016        | 20,329        | 21,808        |
| Nợ thuần/(tiền mặt)             | 846           | 2,588         | 3,125         | 800           | (1,206)       |

| Báo cáo LCTT (tỷ đồng)                     | 12-24A        | 12-25A         | 12-26F         | 12-27F       | 12-28F       |
|--------------------------------------------|---------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| EBIT                                       | 1,137         | 1,409          | 1,331          | 1,753        | 1,811        |
| Khấu hao                                   | (884)         | (860)          | (1,169)        | (1,126)      | (1,089)      |
| Lãi vay thuần                              | (248)         | (165)          | (449)          | (372)        | (229)        |
| Thuế TNDN đã nộp                           | (281)         | (354)          | (220)          | (335)        | (373)        |
| Thay đổi vốn lưu động                      | 1,512         | 1,576          | 866            | 919          | 967          |
| Khác                                       | (1,977)       | (1,868)        | (321)          | (1,055)      | (1,000)      |
| <b>LCT thuần từ HKKD</b>                   | <b>1,037</b>  | <b>1,432</b>   | <b>2,445</b>   | <b>2,014</b> | <b>2,113</b> |
| Đầu tư TS dài hạn                          | (1,842)       | (3,588)        | (2,522)        | (363)        | (348)        |
| Góp vốn & đầu tư                           | 0             | 0              | 0              | 0            | 0            |
| Thanh lý                                   | 0             | 0              | 0              | 0            | 0            |
| Khác                                       | 1,084         | 719            | 87.9           | 1,209        | 795          |
| <b>LCT thuần từ HĐĐT</b>                   | <b>(758)</b>  | <b>(2,869)</b> | <b>(2,434)</b> | <b>846</b>   | <b>447</b>   |
| Cổ tức trả cho CSH                         | (3.49)        | (281)          | 0              | 0            | 0            |
| Thu từ phát hành CP                        | 0             | 0              | 1,285          | 0            | 0            |
| Tăng/giảm nợ                               | (292)         | 1,361          | 1,025          | (175)        | (175)        |
| Khác                                       | (36.0)        | (24.6)         | (1,833)        | (535)        | (553)        |
| <b>LCT thuần từ HĐTC</b>                   | <b>(332)</b>  | <b>1,055</b>   | <b>476</b>     | <b>(710)</b> | <b>(728)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 2,256         | 2,203          | 1,821          | 2,309        | 4,459        |
| <b>LCT thuần trong kỳ</b>                  | <b>(52.8)</b> | <b>(382)</b>   | <b>488</b>     | <b>2,150</b> | <b>1,832</b> |
| Ảnh hưởng của tỷ giá                       | -             | -              | -              | -            | -            |
| <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>2,203</b>  | <b>1,821</b>   | <b>2,309</b>   | <b>4,459</b> | <b>6,291</b> |
| <b>Dòng tiền tự do</b>                     | <b>(805)</b>  | <b>(2,156)</b> | <b>(76.7)</b>  | <b>1,651</b> | <b>1,765</b> |

| Các chỉ số tài chính      | 12-24A | 12-25A | 12-26F | 12-27F | 12-28F |
|---------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Chỉ số hoạt động</b>   |        |        |        |        |        |
| Tỷ suất LN gộp (%)        | 18.9   | 19.1   | 18.4   | 21.2   | 20.9   |
| Tỷ suất EBITDA ĐC (%)     | 21.8   | 20.8   | 21.6   | 23.5   | 22.5   |
| Tỷ suất LNT (%)           | 7.51   | 9.53   | 7.00   | 9.94   | 10.6   |
| Thuế TNDN hiện hành (%)   | 25.5   | 24.1   | 20.0   | 20.0   | 20.0   |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | 60.0   | 17.3   | 6.02   | 6.12   | 5.15   |
| Tăng trưởng EBITDA ĐC (%) | 18.4   | 12.3   | 10.2   | 15.2   | 0.75   |
| Tăng trưởng LNT ĐC (%)    | 19.3   | 48.8   | (22.1) | 50.6   | 12.7   |
| Tăng trưởng EPS (%)       | 19.3   | 48.8   | (41.6) | 20.4   | 12.7   |
| Tăng trưởng EPS ĐC (%)    | 19.3   | 48.8   | (22.1) | 50.6   | 12.7   |
| Tăng trưởng DPS (%)       | -      | -      | (100)  | nm     | nm     |
| Tỷ lệ LN thuần trả CT (%) | -      | 16.2   | 0      | 0      | 0      |
| <b>Chỉ số lợi nhuận</b>   |        |        |        |        |        |
| ROAE (%)                  | 4.58   | 6.36   | 4.69   | 6.67   | 7.02   |
| ROACE (%)                 | 5.99   | 6.84   | 5.89   | 7.27   | 7.17   |
| Vòng quay tài sản (lần)   | 0.41   | 0.42   | 0.39   | 0.39   | 0.39   |
| Tiềm mặt HD/EBIT (lần)    | 0.91   | 1.02   | 1.84   | 1.15   | 1.17   |
| Số ngày tồn kho           | 58.9   | 63.6   | 67.1   | 69.5   | 69.3   |
| Số ngày phải thu          | 168    | 220    | 201    | 208    | 208    |
| Số ngày phải trả          | 56.8   | 107    | 89.5   | 92.6   | 92.3   |
| <b>Cơ cấu vốn</b>         |        |        |        |        |        |
| Nợ thuần*/VCSH (%)        | 6.37   | 16.6   | 18.7   | 5.22   | (5.00) |
| Nợ/tài sản (%)            | 13.6   | 16.3   | 18.1   | 16.7   | 15.4   |
| EBIT/lãi vay (lần)        | 4.58   | 8.52   | 2.96   | 4.71   | 7.90   |
| Nợ/EBITDA (lần)           | 1.59   | 2.04   | 2.24   | 1.89   | 1.82   |
| Chỉ số TT hiện thời (lần) | 1.89   | 1.46   | 1.47   | 1.66   | 1.86   |
| <b>Định giá</b>           |        |        |        |        |        |
| EV/doanh thu (lần)        | 1.18   | 1.16   | 1.73   | 1.44   | 1.21   |
| EV/EBITDA ĐC (lần)        | 5.42   | 5.59   | 7.99   | 6.13   | 5.39   |
| P/E (lần)                 | 14.5   | 9.72   | 16.7   | 13.8   | 12.3   |
| P/E ĐC (lần)              | 24.1   | 16.2   | 20.8   | 13.8   | 12.3   |
| P/B (lần)                 | 0.64   | 0.60   | 0.95   | 0.89   | 0.83   |
| Lợi suất cổ tức (%)       | -      | 1.67   | 0      | 0      | 0      |

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)