

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

Bước vào chu kỳ đầu tư mới

- Nhiều mỏ dầu khí mới đang được phát triển tại Việt Nam, tạo điều kiện thuận lợi cho các công ty dịch vụ dầu khí gia tăng khối lượng công việc trong ngắn hạn. Ngành dầu khí đang bước vào một chu kỳ đầu tư vốn mới, được hỗ trợ bởi định hướng tăng sản lượng khai thác dầu khí trong trung hạn.
- Sau khi điều chỉnh giảm dự báo giá dầu Brent, chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận đối với GAS, BSR và PVS, trong khi giữ nguyên dự báo cho PVD, đồng thời chuyển cơ sở định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.
- Trong nhóm cổ phiếu ngành dầu khí, HSC ưa thích PVS và PVD, tiếp theo là GAS.

Triển vọng: Các mỏ dầu khí mới đang được triển khai

Dự án khí Lô B – Ô Môn bị trì hoãn từ lâu nay đang có tiến triển tích cực trước ngày ra quyết định đầu tư cuối cùng (ngày công bố FID) với sản lượng khí đầu tiên dự kiến đạt được vào năm 2027, cung cấp 5 tỷ m³/năm trong hơn 20 năm cho 3,8 GW công suất điện tại Cần Thơ. Dự án này sẽ mang lại lợi ích cho PVS thông qua hợp đồng EPC và FSO, trong khi PV Drilling (PVD) dự kiến sẽ bắt đầu khoan từ năm 2026. Cùng lúc đó, dự án mỏ dầu Lạc Đà Vàng cũng đang được triển khai với kỳ vọng đạt sản lượng dầu đầu tiên vào Q4/2026 và sản lượng cao nhất đạt 30.000–40.000 thùng/ngày, mang lại lợi ích cho cả PVS (qua các hợp đồng EPCIC, FSO) và PVD (khoan). Trong khi đó, mỏ khí Sư Tử Trắng giai đoạn 2B dự kiến bắt đầu khai thác từ năm 2027, đóng góp 1,29 tỷ m³/năm qua đường ống khí Nam Côn Sơn. Nhìn chung, các dự án này giúp gia tăng nhu cầu trong nước về dịch vụ dầu khí, đặc biệt trong các mảng chế tạo giàn khoan, lắp đặt ngoài khơi và dịch vụ khoan từ năm 2025 trở đi. Tuy vậy, triển vọng lợi nhuận vẫn bị ảnh hưởng bởi dự báo giá dầu Brent suy yếu với mức giá bình quân dự kiến chỉ 67,5 USD/thùng (giảm 15,5% so với năm ngoái), chịu áp lực từ việc đồng USD mạnh lên, OPEC+ sản xuất vượt hạn ngạch, và khả năng bùng nổ khai thác dầu đá phiến tại Mỹ dưới thời Tổng thống Trump.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận do giảm giá định giá dầu

HSC giảm lần lượt 18,5% và 24,3% dự báo lợi nhuận thuần của GAS trong năm 2025-2026 do hạ giả định sản lượng khí tự nhiên tiêu thụ, loại bỏ khoản hoàn nhập dự phòng 1,28 nghìn tỷ đồng và giảm giả định giá phân phối LNG xuống 1,8 USD/MMBTU. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027, cho thấy lợi nhuận thuần của GAS có thể giảm 10,6% xuống 10,8 nghìn tỷ đồng do tăng giả định chi phí khí đầu vào. Đối với BSR, chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận năm 2025-2026 xuống lần lượt 797 tỷ đồng và 946 tỷ đồng, phản ánh tỷ suất lợi nhuận gộp mỏng lọc dầu thấp hơn, ở mức 1,3–1,4 USD/thùng, do tình trạng dư công suất lọc dầu toàn cầu. Lợi nhuận dự báo của PVD được giữ nguyên. Đối với PVS, chúng tôi giảm 8,4% đến 12,1% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2025-2027 do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận mảng EPCI. Về rủi ro thuế đối ứng, HSC đã đề cập trong báo cáo nhanh về ngành '[Thuế đối ứng của Mỹ tác động gián tiếp đến ngành Năng lượng & Tiềm lực](#)' (ngày 11/4/2025) trong đó có phân tích độ nhạy đối với các kịch bản 10%, 20–25% và 46%.

Định giá và khuyến nghị

HSC ưa thích và khuyến nghị Mua vào đối với PVS và PVD, sau đó là GAS với khuyến nghị hạ xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào). Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) với rủi ro giảm giá 8,8%.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
BSR	17,550	Giảm tỷ trọng	Tăng tỷ trọng	16,000	(6.98)	(8.83)	68.3	57.5	15.0	13.2	0	0
GAS	63,000	Tăng tỷ trọng	Mua vào	74,000	(12.9)	17.5	11.8	12.2	8.36	8.35	6.35	6.35
PVD	18,000	Mua vào	-	23,630	7.41	31.3	15.0	12.9	6.06	4.76	0	0
PVS	26,000	Mua vào	-	38,000	(12.2)	46.2	11.5	10.5	6.34	4.33	3.05	3.05

Giá cổ phiếu tại ngày 23/5/2025.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận và phần bù rủi ro vốn CSH	3
Tổng quan về ngành	3
Dự báo giá dầu	7
Chiến lược của doanh nghiệp	8
Dự báo lợi nhuận mới	9
Định giá và khuyến nghị	9
Tiềm năng và rủi ro đầu tư	10

Báo cáo thành phần

CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)	12
TCT Khí Việt Nam-CTCP (GAS)	19
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD)	27
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)	32

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận và phần bù rủi ro vốn CSH

Ngành dầu khí Việt Nam đang tăng tốc với hàng loạt diễn biến tích cực bao gồm việc đẩy mạnh phát triển các mỏ dầu khí ngoài khơi, xây dựng các kho cảng nhập khẩu LNG mới và mở rộng công suất lọc dầu. BSR đang phải đối mặt với nhiều khó khăn do tình trạng dư công suất lọc dầu trên toàn cầu và triển vọng giá dầu thô suy yếu. PVS và PVD là các lựa chọn hàng đầu của HSC. GAS xếp sau với động lực tăng trưởng lợi nhuận trong năm 2025 nhờ khả năng giá phân phối LNG được ban hành.

Tổng quan về ngành

Mỏ khí Lô B Ô Môn đang được phát triển trước ngày công bố FID

PVS đang xin ý kiến cổ đông về việc cung cấp 1 tàu chứa và xuất khí nổi (FSO) cho dự án mỏ khí Lô B - Ô Môn. Hợp đồng này có tổng giá trị 600 triệu USD trong 23 năm, trong đó 480 triệu USD là cho giai đoạn cam kết 14 năm, phần còn lại là cho 9 năm gia hạn tùy chọn, với quyền quyết định gia hạn từng năm thuộc về chủ mỏ. Công ty kỳ vọng thông báo mời thầu sẽ được công bố trong tháng 4 hoặc 5/2025, và tàu sẽ bắt đầu vận hành từ năm 2027.

Phần còn lại của gói thầu PC#3 cho tuyến ống dẫn khí ngoài khơi dự kiến sẽ được công bố trong Q2/2025. HSC kỳ vọng PVS có thể trúng thầu một phần của dự án này.

Sau một thời gian dài trì hoãn, dự án mỏ khí Lô B Ô Môn cuối cùng cũng đang được triển khai trước ngày ra quyết định đầu tư cuối cùng (ngày công bố FID), đây là một dấu hiệu rất tích cực cho toàn ngành dầu khí. Dự án khí Lô B Ô Môn, nằm ở khu vực ngoài khơi phía Tây Nam Việt Nam, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 5 tỷ m³ khí tự nhiên mỗi năm trong hơn 20 năm cho bốn nhà máy nhiệt điện với tổng công suất phát điện là 3,8 GW tại tỉnh Cần Thơ. Dự án dự kiến sẽ đón dòng khí đầu tiên vào năm 2027.

Bảng 1: Tóm tắt hợp đồng Lô B Ô Môn (cập nhật)

Các công ty dịch vụ dầu khí hưởng lợi trực tiếp từ dự án này

Mô tả công việc	Chi tiết	Lợi ích
Kế hoạch phát triển mỏ khí	Giếng khoan: 37 giàn đầu giếng & 861 giếng khai thác trong suốt thời gian của dự án Sản xuất khí: ~5 tỷ m³/năm trong giai đoạn ổn định Giai đoạn khai thác: từ cuối năm 2027 và kéo dài trên	PVS: hưởng lợi từ hợp đồng EPCI#1 (trị giá 493 triệu USD) bao gồm việc thiết kế, xây dựng & lắp đặt một giàn xử lý trung tâm, giàn nhà ở & tháp đuốc. Hợp đồng EPCI#2 (trị giá 300 triệu USD) bao gồm việc chế tạo, lắp đặt giàn thu gom, giàn đầu giếng & hệ thống đường ống nội mỏ) PVD: có khả năng hưởng lợi từ các hợp đồng mảng giếng khoan từ năm 2026 và dự kiến bắt đầu triển khai năm 2027 PVS: có thể được hưởng lợi từ các hợp đồng đường ống ngoài khơi (dự án PC#3 trị giá khoảng 1 tỷ USD – chỉ cho việc mua sắm & xây dựng – đang trong quá trình đấu thầu và dự kiến sẽ công bố kết quả trong Q2/2025. Đối với hợp đồng đường ống trên bờ (EPC#4), PVS đã nhận hợp đồng này với tổng giá trị chưa thực hiện là 254 triệu USD (100% giá trị hợp đồng)
Tiến độ phát triển dự án	Chiều dài 431,4km (330,7km ngoài khơi và 100,7km trên bờ)	
FSO	Cung cấp FSO cho 23 năm hoạt động của dự án với tổng backlog là 600 triệu USD (bao gồm 480 triệu USD chắc chắn cho 14 năm đầu) từ năm 2027	PVS đã trúng thầu cung cấp FSO cho dự án này với Yinson (PVS: 51%, Yinson 49%), đã được ĐHCĐ thông qua.
Doanh thu bán khí	PVN là bên độc quyền mua & bán toàn bộ sản lượng cho các nhà máy điện trong nước (như Ô Môn I, II, III và IV)	GAS: có thể được hưởng lợi từ phí xử lý khí & giá cước vận chuyển khí

Nguồn: HSC

Dự án Lạc Đà Vàng bắt đầu khởi động

Bên cạnh Lô B Ô Môn, mỏ Lạc Đà Vàng và một số dự án khác cũng đang được triển khai. Đối với mỏ dầu Lạc Đà Vàng, giàn xử lý trung tâm dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ Q3/2026. Tổng trữ lượng khai thác được ước tính cho mỏ này là 100 triệu thùng dầu quy đổi, với sản lượng khai thác cao nhất là 30-40 nghìn thùng/ngày (tương đương 18% tổng sản lượng dầu thô của Việt Nam năm 2023).

Bảng 2: Tóm tắt hợp đồng khai thác mỏ dầu Lạc Đà Vàng

Các công ty dịch vụ dầu khí hưởng lợi trực tiếp từ dự án này

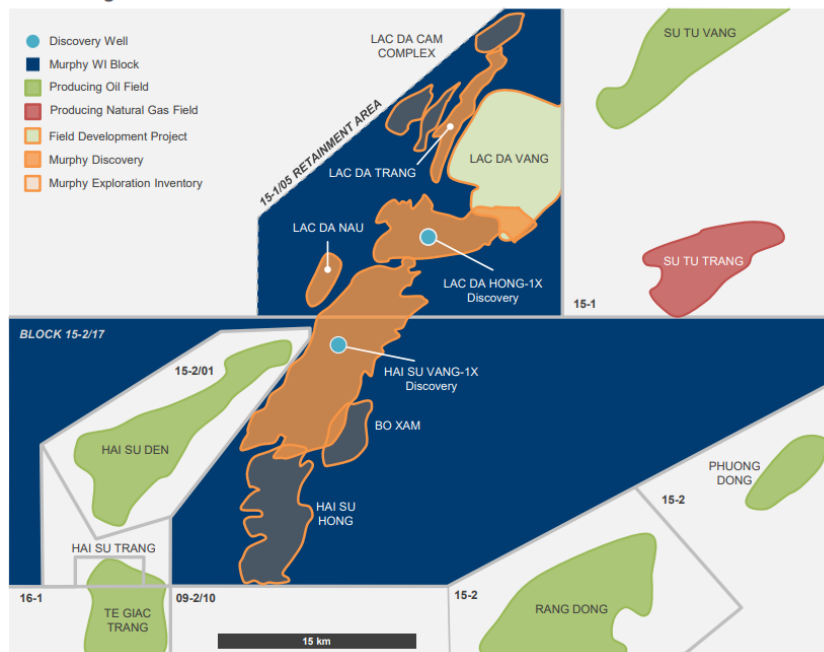
Mô tả công việc	Chi tiết	Lợi ích
Kế hoạch phát triển mỏ khí	Tổng nguồn khí thu được: 100 triệu thùng Sản lượng dầu: Ước tính tối đa 30-40 nghìn thùng/ngày. Bắt đầu sản xuất: Kế hoạch từ Q4/2026, dự kiến khai thác trong 15 năm.	PVD: có tiềm năng hưởng lợi từ các hợp đồng khoan từ năm 2027–2028 trở đi. PVS: hưởng lợi từ hợp đồng EPCIC cho giàn xử lý trung tâm (LDV-A) với tổng khối lượng 10 nghìn tấn và dự kiến sẽ được lắp đặt trong quý 3/2026
FSO	Cung cấp FSO cho 15 năm hoạt động của dự án này với tổng backlog là 416 triệu USD (bao gồm ~300 triệu USD chắc chắn trong 10 năm đầu) kể từ năm 2027.	PVS: 51%; Yinson 49%
Doanh thu bán khí		BSR: có thể sử dụng cho giàn xử lý trung tâm LDV cho hoạt động lọc hóa dầu

Nguồn: HSC Ước tính

Gần đây, Murphy Oil đã phát hiện thêm dầu khí tại mỏ Lạc Đà Hồng và mỏ Hải Sư Vàng, đều nằm rất gần khu vực mỏ Lạc Đà Vàng. Hai mỏ mới này được kỳ vọng có tổng trữ lượng khai thác ít nhất 200 triệu thùng dầu quy đổi, gấp đôi so với trữ lượng khai thác của mỏ Lạc Đà Vàng.

Biểu đồ 3: Bản đồ Lạc Đá Vàng, Lạc Đá Hồng và Hải Sư Vàng
 Nằm trong khu vực biển Đông Nam của Việt Nam

Cuu Long Basin



Nguồn: HSC Ước tính

Sư Tử Trắng 2B

Sư Tử Trắng 2B là một mỏ khí ngoài khơi Việt Nam, do Cửu Long JOC điều hành trong Lô 15-1. Mỏ được phát hiện vào năm 2003 và hiện đang trong giai đoạn phát triển với mục tiêu bắt đầu khai thác khí vào năm 2026. Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) ban đầu dự kiến được đưa ra vào năm 2025, tuy nhiên theo chúng tôi được biết, FID có thể bị lùi sang năm 2026. Công suất khai thác thiết kế vào khoảng 1.292 triệu m³ khí/năm. Các đối tác trong dự án bao gồm PetroVietnam (50%), Perenco, SK Innovation, Geopetrol và Korea National Oil Corporation. Sư Tử Trắng 2B là một trong số các dự án quy mô lớn giúp thúc đẩy nhu cầu giàn khoan trong nước tăng cao từ năm 2025 trở đi.

Bảng 4: Tóm tắt hợp đồng khai thác dầu khí mỏ Sư Tử Trắng 2B

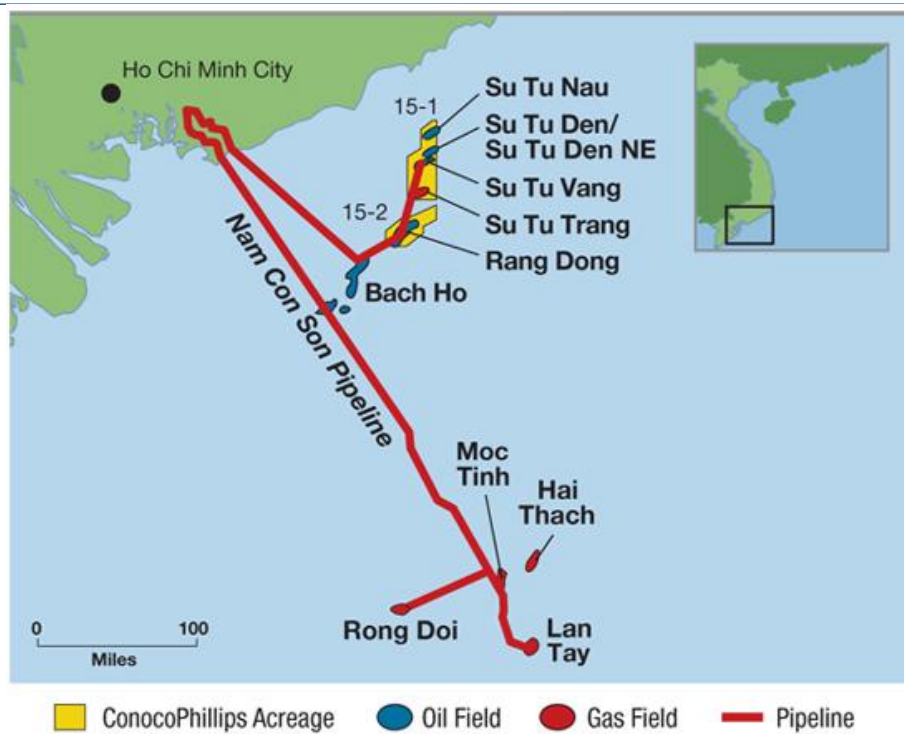
Khai thác khí lần đầu có thể thực hiện từ năm 2027 do hợp đồng chia sản phẩm bị đình trệ

Mô tả công việc	Chi tiết	Lợi ích
Kế hoạch phát triển mỏ khí	Hoạt động khoan: Dự kiến nhiều giếng khoan mới được kết nối với cơ sở hạ tầng hiện sẵn có của mỏ Sư Tử Trắng Tổng trữ lượng khí có thể khai thác: 17 tỷ m³ khí và 74 triệu thùng dầu thô và ngưng tụ Sản lượng khí: 1,29 tỷ mét khối khí mỗi năm Thời gian khai thác: Từ năm 2027 trở đi, dự kiến kéo dài trong 15–20 năm	PVD: Có thể giành được hợp đồng khoan từ năm 2026. PVS: Có khả năng tham gia chế tạo giàn khoan cho khối thượng tầng 6,5 nghìn tấn
Tiến độ phát triển dự án	Mở rộng và kết nối với cơ sở hạ tầng đường ống Sư Tử Trắng sẵn có để vận chuyển khí vào bờ. Kết nối với hệ thống xử lý Sư Tử Trắng và đường ống Nam Côn Sơn	PVS: Có thể hưởng lợi từ hợp đồng EPC cho hệ thống đường ống hoặc hệ thống kết nối PV GAS: hưởng lợi từ việc tăng sản lượng đầu ra qua hệ thống Nam Côn Sơn
Doanh thu bán khí	GAS sẽ mua khí và nhập vào hệ thống truyền tải nội địa qua đường ống Nam Côn Sơn 2 đến NCS GPP2 Khí khai thác sẽ cung cấp cho khách hàng ngành điện và công nghiệp	GAS: có doanh thu từ vận chuyển và xử lý POW: có nguồn khí cho các nhà máy điện Nhơn Trạch 1 và Nhơn Trạch 2

Nguồn: HSC Ước tính

Hình 5: Bản đồ dự án Su Tu Trảng

Thuộc phía Đông Nam Thành phố Hồ Chí Minh



Nguồn: HSC Ước tính

Cập nhật về giá phân phối LNG

Theo đề xuất của EVN, giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện được đề xuất ở mức 2,59 USD/MMBTU. Theo Luật Giá mới năm 2023, khung giá phân phối khí thiên nhiên cho sản xuất điện sẽ do Bộ Công thương quy định. Tuy nhiên, đến nay, Chính phủ vẫn chưa ban hành chính thức khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện mới sắp đi vào hoạt động. Theo chúng tôi được biết, GAS hiện đang áp dụng giá tạm tính. Chúng tôi hy vọng Chính phủ sẽ sớm ban hành khung giá này để chuẩn bị cho thời điểm vận hành thương mại của các nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4, dự kiến lần lượt vào tháng 6 và tháng 9/2025.

Dự báo giá dầu

Giá dầu được dự báo sẽ yếu hơn trong năm 2025. Giá dầu Brent giảm là do đồng USD mạnh lên, cùng với việc sản lượng sản xuất cao hơn so với các cam kết tự nguyện, do các nước như Nga, Kazakhstan và Iraq đang sản xuất vượt hạn ngạch (theo WSJ). Ngoài ra, giá dầu Brent có thể chịu thêm áp lực giảm do Tổng thống Mỹ Donald Trump tăng cấp phép khai thác dầu đá phiến tại Mỹ.

Theo Bloomberg New Energy Finance (BNEF), chi phí hòa vốn của dầu đá phiến Mỹ năm 2023 là khoảng 60 USD/thùng. Trên thị trường dầu thô, dầu đá phiến Mỹ hiện được xem là nhà sản xuất chi phối mới – một quốc gia có đủ công suất sản xuất và sự linh hoạt để điều chỉnh sản lượng nhằm tác động đến giá dầu. Ngoài ra, tăng trưởng sản lượng dầu thô dự kiến sẽ đến từ một số quốc gia ngoài khối OPEC+ như Canada, Brazil và Guyana. Trong khi đó, các phân tích về các mỏ dầu ngoài khơi cũng cho thấy mức giá hòa vốn khoảng 55 USD/thùng là cần thiết để duy trì nguồn cung ổn định đến năm 2030.

Bảng 6: Dự báo giá dầu Brent *

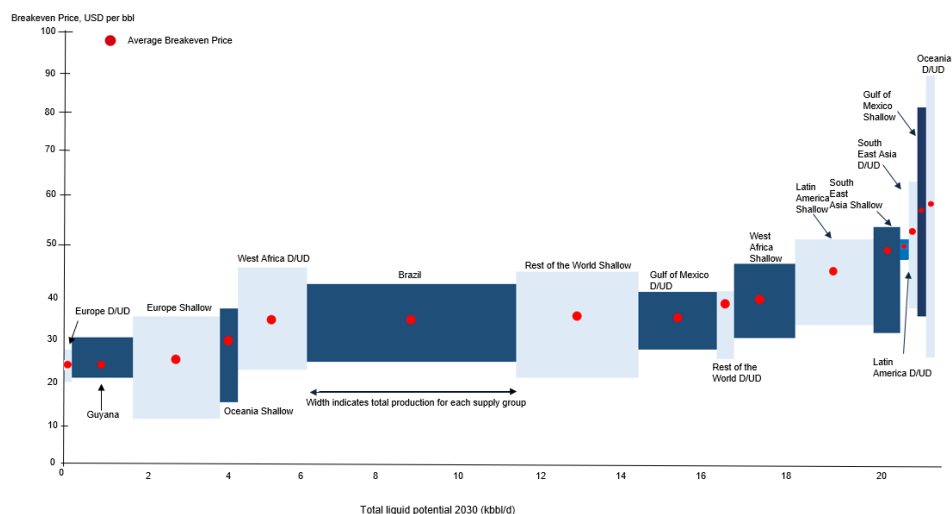
HSC kỳ vọng giá dầu Brent sẽ đạt 67,5 USD/thùng trong năm 2025, giảm 15,5% so với cùng kỳ

USD/thùng	Thực tế 2024	Dự báo hiện tại 2025F	2026F	2027F
Giá dầu Brent	79,9	67,5	64,7	65,6
Tăng/giảm	-2.9%	-15.5%	-4.0%	1.3%
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent		76,7	75,0	-
Tăng/giảm		-4.0%	-2.2%	-

Nguồn: HSC Ước tính

Biểu đồ 7: Đường cong chi phí cho các mỏ dầu ngoài khơi lòng (không bao gồm Trung Đông)

Điểm giá hòa vốn là 55USD/thùng để duy trì nguồn cung dầu ổn định đến năm 2030



Nguồn: MODEC

Chiến lược của doanh nghiệp

GAS tập trung xây dựng trung tâm nhập khẩu LNG tại Việt Nam nhằm tận dụng lợi thế kinh tế nhờ quy mô, đồng thời đóng vai trò kho lưu trữ đệm trong các giai đoạn cao điểm tiêu thụ điện (đặc biệt là mùa khô ở Việt Nam). HSC kỳ vọng rằng với định hướng trở thành nhà phân phối LNG linh hoạt tại Việt Nam, GAS có thể kết hợp nhu cầu của các khách hàng sử dụng cuối như nhà máy điện và khu công nghiệp để ký các hợp đồng LNG dài hạn. Về kế hoạch đầu tư, GAS dự kiến mở rộng công suất kho cảng tiếp nhận LNG Thị Vải lên 3 triệu tấn/năm (MTPA) vào năm 2029, từ mức 1 MTPA hiện tại. Đồng thời, trong ngắn hạn, Công ty cũng có kế hoạch tăng công suất tái xuất LNG thông qua các tàu chứa và tái hóa khí nổi (FSRU), nhằm cung ứng cho các khách hàng sử dụng cuối, nhất là các nhà máy nhiệt điện trong mùa cao điểm. Trong thời gian tới, GAS sẽ tập trung đầu tư vào dự án đường ống khí Lô B – Ô Môn, nhằm nâng cao năng lực phân phối để chuẩn bị cho nguồn cung khí mới sắp đưa vào khai thác.

BSR đang duy trì chiến lược tập trung vào mở rộng công suất sản xuất thêm 16%, từ 148 nghìn thùng/ngày hiện tại lên 171 nghìn thùng/ngày, với mục tiêu đưa vào vận hành trong Q1/2028. Trong quá trình chuẩn bị, Công ty đã đạt đến giai đoạn “hoàn thành thiết kế kỹ thuật tổng thể” và đã ký thỏa thuận với các nhà cung cấp công nghệ để sử dụng trong quá trình lọc dầu. Không giống như GAS, BSR có vị thế thị trường yếu hơn và cần phải cạnh tranh với các nhà máy lọc dầu trong nước như Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Nhà máy lọc dầu Long Sơn, đồng thời cạnh tranh với các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu hoặc thậm chí là buôn lậu. Về dài hạn, BSR định hướng chuyển dịch sang mảng hóa dầu.

PVD đang triển khai kế hoạch đầu tư một giàn khoan tự nâng mới và thiết bị xử lý việc bịt và bỏ giếng khoan, nâng tổng số giàn khoan tự nâng lên 5 giàn, cùng với 1 giàn khoan TAD. Tổng kế hoạch vốn đầu tư cho năm 2025 là 2,3 nghìn tỷ đồng, trong đó 1,5 nghìn tỷ đồng dành cho giàn khoan mới và phần còn lại để đầu tư vào thiết bị hỗ trợ khoan. Công ty kỳ vọng có thể mở rộng mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan cả trong và ngoài nước, thể hiện qua việc thành lập công ty con tại Indonesia gần đây để triển khai dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.

PVS lên kế hoạch mở rộng quy mô hoạt động đáng kể, tập trung vào đầu tư phát triển cảng, tàu dịch vụ và các dự án điện gió ngoài khơi. Trong năm 2025, công ty dự kiến chi 2,5 nghìn tỷ đồng để nâng cao năng lực sản xuất – gấp gần 4 lần mức chi dự kiến là 627 tỷ đồng cho năm 2024, chủ yếu phục vụ cho việc mở rộng hệ thống cảng và đội tàu dịch vụ. Đáng chú ý, trong giai đoạn 2026–2030, PVS dự kiến sẽ đầu tư tổng cộng 28 nghìn tỷ đồng, tương đương 5,6 nghìn tỷ mỗi năm – cao hơn đáng kể so với vốn đầu tư bình quân trong 5 năm qua ở mức 650 tỷ đồng/năm.

Dự báo lợi nhuận mới

Đối với **GAS**, HSC điều chỉnh giảm lần lượt 18,5% và 24,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do loại bỏ khoản hoàn nhập dự phòng (1,28 nghìn tỷ đồng từ năm 2024), cùng với việc giảm lần lượt 20% và 28,2% giả định sản lượng tiêu thụ khí đốt tự nhiên cũng như giá phân phối LNG cho năm 2025-2026 được điều chỉnh giảm xuống 1,8 USD/MMBTU từ mức 2,2 USD/MMBTU trước đó. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 10,8 nghìn tỷ đồng (giảm 10,6%) chủ yếu do tăng giả định chi phí đầu vào khiến sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên trong nước giảm.

Đối với **BSR**, HSC giảm dự báo lợi nhuận xuống lần lượt 797 tỷ đồng và 946 tỷ đồng cho năm 2025-2026 từ 1,3 nghìn tỷ đồng và 1,2 nghìn tỷ đồng trước đó. Việc giảm dự báo lợi nhuận chủ yếu do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu xuống 1,3 USD/thùng và 1,4 USD/thùng trong hai năm tới, thấp hơn đáng kể so với mức 1,8 USD/thùng cho cả năm 2025 và 2026 trong dự báo trước đó. Nguyên nhân chính là do tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu dự kiến sẽ tiếp tục suy yếu trong tương lai do công suất lọc dầu dư thừa trên toàn cầu.

Đối với **PVD**: chúng tôi giữ nguyên dự báo lợi nhuận.

Đối với **PVS**: HSC điều chỉnh giảm từ 8,4% đến 12,1% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPCI xuống 1,5% cho năm 2025 (từ 2,5% trước đó) và 2,3% cho năm 2026-2027.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) để định giá các doanh nghiệp trong ngành do tính chất dài hạn của các dự án hạ tầng cơ bản của các doanh nghiệp này. Đối với GAS, Công ty đang mở rộng sang mảng phân phối LNG bằng cách nhập khẩu LNG để bán cho các nhà máy nhiệt điện và khách hàng công nghiệp. Đối với BSR, nhà máy lọc dầu Dung Quất tiếp tục cung cấp hơn 30% nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước.

Chi tiết về các giả định của HSC:

- Lãi suất phi rủi ro được giữ nguyên ở mức 4%.
- Phần bù rủi ro vốn CSH được nâng lên 8,75% cho các cổ phiếu GAS, BSR, PVD và PVS, theo tiêu chuẩn nội bộ mới của chúng tôi.
- Chúng tôi giữ nguyên hệ số beta đối với BSR ở mức 1,4, trong khi điều chỉnh hệ số beta dựa trên số liệu beta điều chỉnh 2 năm từ Bloomberg như sau: giảm từ 1 xuống 0,9 đối với GAS, giảm từ 1,4 xuống 1,2 đối với PVD và tăng từ 1 lên 1,2 đối với PVS.
- Theo đó, giả định WACC mới đối với GAS, BSR, PVD và PVS lần lượt là 11,2%, 11,7%, 12,2% và 12,8% (so với 10,8%, 12,6%, 13,7% và 10,4% trước đó).
- Giữ nguyên tốc độ tăng trưởng dài hạn đối với GAS, BSR, PVD và PVS lần lượt ở mức 3%, 1%, 0% và 1%.

Thời kỳ tính toán trong mô hình DCF cho BSR được kéo dài đến năm 2032 để chuẩn bị cho việc nâng cấp công suất dự kiến sẽ hoàn thành vào năm 2028. Đối với các công ty khác, giữ nguyên thời kỳ tính toán trong mô hình DCF là năm 2029.

Chuyển thời điểm định giá cho mỗi công ty sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025). Dựa trên những giả định này, HSC tính toán ra giá trị hiện tại của giá trị dài hạn chiếm lần lượt 81% giá trị doanh nghiệp của GAS, 34% giá trị doanh nghiệp của BSR, 64% giá trị doanh nghiệp của PVD và 61% giá trị doanh nghiệp của PVS (so với 74%, 43%, 71% và 90% trước đó) – tất cả đều được tính đến trước khi điều chỉnh cho nợ thuần – trong khi giá trị hiện tại của dòng tiền trong giai đoạn dự báo chiếm phần còn lại.

Bối cảnh định giá

Diễn biến của giá cổ phiếu gần đây

Giá của các cổ phiếu ngành dầu khí diễn biến kém tích cực hơn chỉ số VN30 trong 3 tháng và 12 tháng qua do giá dầu Brent suy yếu trong khi lợi nhuận thuần nhìn chung thấp hơn kỳ vọng.

Bảng 8: Diễn biến giá cổ phiếu các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

...kém tích cực hơn so với VN30 index trong vòng 3 và 12 tháng qua

%	3 tháng	12 tháng
GAS	-7,9	-13,4
BSR	-12,9	-19,7
PVD	-25,3	-45,5
PVS	-24,2	-42,2
VN30	3,6	6,4

Nguồn: HSC Ước tính

Bảng 9: So sánh các DN cùng ngành

Nếu không tính BSR, P/E bình quân ngành hiện là 13,7 lần

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	ROE 2025
GAS	5687	8,3	8,3	12,0	12,6	2,3	20,4%
BSR	2097	14,8	13,2	118,5	90,4	1,0	1,4%
PVD	386	6,0	4,8	14,8	12,9	0,6	4,2%
PVS	479	3,1	2,4	14,2	13,2	0,9	7,8%
Bình quân ngành dầu khí	2162	8,1	7,2	39,9	32,3	1,2	8,4%
Bình quân ngành (không bao gồm BSR)	2,184	5,8	5,2	13,7	12,9	1,3	10,8%

Nguồn: HSC Ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Rủi ro giảm giá

OPEC+ ngừng cắt giảm sản lượng trong năm nay. Bắt đầu từ tháng 4, OPEC+ sẽ dần gỡ bỏ mức cắt giảm sản lượng tự nguyện tổng cộng 2,2 triệu thùng/ngày, với kế hoạch khôi phục hoàn toàn sản lượng vào tháng 11/2025. Cụ thể, hạn ngạch sản lượng sẽ tăng thêm 138 nghìn thùng/ngày trong tháng 4/2025, 411 nghìn thùng/ngày trong tháng 5/2025 và tiếp tục tăng thêm 411 nghìn thùng/ngày trong tháng 6/2025. Tính chung, các điều chỉnh này tương đương 44% tổng mức cắt giảm tự nguyện sẽ được gỡ bỏ.

Đàm phán hạt nhân Mỹ – Iran: Bất chấp vòng đàm phán thứ tư đầy khó khăn tại Muscat, Oman, cả hai bên vẫn thống nhất tiếp tục các cuộc đàm phán trong thời gian tới.

Sản lượng dầu thô thực tế cao hơn dự kiến, đặc biệt là từ các nước ngoài OPEC+ như Mỹ, Canada, Brazil và Guyana.

Tiềm năng tăng giá

Đàm phán thuế quan Mỹ – Trung: Bất kỳ tiến triển đáng kể nào từ các cuộc đàm phán thương mại giữa Mỹ và Trung Quốc đều sẽ là yếu tố tích cực đối với giá dầu.

Chỉ số DXY suy yếu: Kể từ tháng 4/2025, chỉ số DXY đã giảm 3,4% xuống mức 100,6.

Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng)

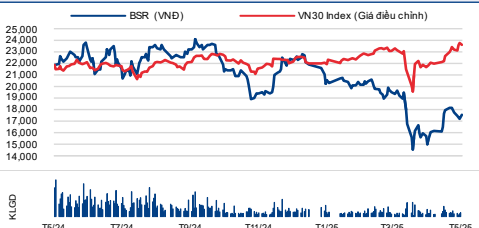
Giá mục tiêu: VNĐ16,000 (từ VNĐ17,200)

Tiềm năng tăng/giảm: -8.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	17,550
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	14,550-24,088
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	17,400
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	54,414
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	2,100
Slg CP lưu hành (tr.đv)	3,100
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,519
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,509
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.33%
Tỷ lệ freefloat	7.87%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	14.0	(12.9)	(19.7)
So với chỉ số	5.36	(16.3)	(25.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	146	614	(76.2)
2026F	194	1,036	(81.3)
2027F	507	743	(31.7)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

BSR sở hữu và vận hành Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên tại Việt Nam. Nhà máy có công suất 6,5 triệu tấn dầu thô mỗi năm và cung cấp 35% nhu cầu xăng dầu cho cả nước

Chuyên viên phân tích

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

Giảm dự báo lợi nhuận do giá dầu giảm

- HSC hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 7% giá mục tiêu xuống 16.000đ sau khi cập nhật giả định mới về giá dầu Brent và tỷ suất lợi nhuận lọc dầu, chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới.
- Chúng tôi điều chỉnh giảm lần lượt 38,8% và 22,2% dự báo cho năm 2025 và 2026; theo đó lợi nhuận thuần tăng trưởng 27,4% trong năm nay và 18,7% trong năm tới và có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt 45,3% trong giai đoạn 3 năm từ mức nền thấp.
- BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 106,4 lần, tương đương với bình quân từ tháng 1/2023. Tại giá mục tiêu mới, P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 109,5 lần và 82,4 lần, và P/B lần lượt là 0,97 lần và 0,95 lần.

Sự kiện: Đánh giá chi tiết KQKD năm 2024

HSC điều chỉnh khuyến nghị đối với BSR nhằm phản ánh triển vọng kém tích cực hơn của giá dầu Brent, đồng thời cập nhật phần bù rủi ro vốn CSH trong mô hình định giá DCF và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2025-2027

HSC giảm lần lượt 38,8% và 22,2% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2025-2026 đồng thời điều chỉnh tăng 7,4% dự báo cho năm 2027 chủ yếu do giảm bình quân 20,2% tỷ suất lợi nhuận lọc dầu để phản ánh chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm giảm nhẹ và giá dầu Brent cơ sở giảm. Trong khi đó, chúng tôi giữ nguyên giả định về sản lượng tiêu thụ.

Giá dầu Brent đã có xu hướng giảm kể từ tháng 1/2025 do nhu cầu toàn cầu yếu và lo ngại về các mức thuế đối ứng áp lên nhiều quốc gia. Bên cạnh đó, OPEC+ đang dần thu hồi mức cắt giảm sản lượng tự nguyện với kỳ vọng sẽ phục hồi hoàn toàn 2,2 triệu thùng/ngày vào tháng 11/2025. Trong ngắn hạn, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm được hỗ trợ bởi mùa bảo trì nhà máy lọc dầu, tuy nhiên tình trạng dư cung vẫn chưa được giải quyết triệt để.

HSC cũng chuyển thời điểm dự báo sang giữa năm 2026 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới ở mức 8,75% so với 7,5% trước đây. Chúng tôi giữ nguyên dự báo rằng BSR sẽ không chi trả cổ tức tiền mặt trong ba năm tới do Công ty đang trong giai đoạn đầu tư lớn mở rộng công suất Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, với tổng vốn đầu tư ước tính khoảng 1,5 tỷ USD.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12,9% trong 3 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 106,4 lần, tương đương với bình quân từ tháng 1/2023. Chúng tôi giảm 7% giá mục tiêu xuống 16.000đ do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu và hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng). Tại giá mục tiêu này, P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 109,5 lần và 82,4 lần – mức không còn rẻ. Tuy nhiên, BSR vẫn đang giao dịch dưới giá trị sổ sách, với P/B dự phóng năm 2025-2026 ở mức 0,97 lần và 0,95 lần.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	10,374	1,443	2,810 ▼	3,006 ▼	4,075
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	8,650	625	797 ▼	946 ▼	1,917 ▲
EPS ĐC (đồng)	2,679	90.9	146 ▼	194 ▼	507 ▲
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
BVPS (đồng)	18,511	17,900	18,157	18,462	19,080
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.66	28.6	15.0	13.2	9.25
P/E ĐC (lần)	6.55	193	120	90.4	34.6
Lợi suất cổ tức (%)	3.98	0	0	0	0
P/B (lần)	0.95	0.98	0.97	0.95	0.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.6)	60.9	32.8	161
ROAE (%)	15.9	1.11	1.43	1.67	3.29

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

Triển vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm vẫn yếu

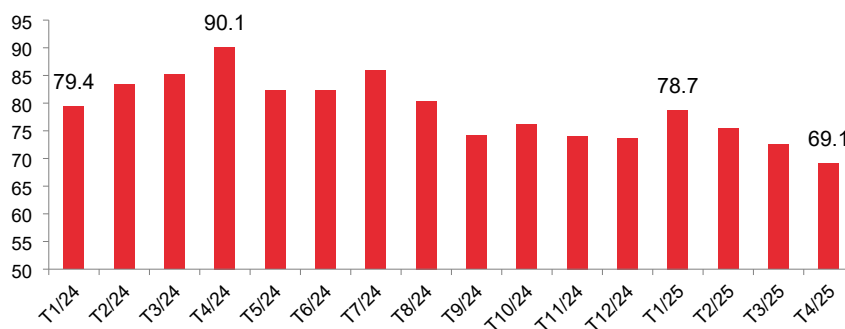
HSC giảm dự báo lợi nhuận do triển vọng giá dầu suy yếu. Lợi nhuận của BSR dự kiến sẽ chịu áp lực do giá dầu giảm và tác động của thuế đối ứng đến nền kinh tế toàn cầu. Theo đó, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) với giá mục tiêu 16.000đ.

Điều chỉnh dự báo chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm

Giá dầu Brent bình quân hàng tháng đã giảm kể từ tháng 1/2025 do tăng trưởng nhu cầu dầu thấp hơn bình quân. Trong khi đó, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm chuẩn đã hồi phục lên mức 8 USD/thùng và 9,7 USD/thùng lần lượt trong tháng 4 và tháng 5/2025. Chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm yếu trong năm nay chủ yếu do nhu cầu suy yếu từ Trung Quốc và nguồn cung từ các nhà máy lọc dầu mới đi vào hoạt động. Ngoài ra, mùa bão tri cũng góp phần hỗ trợ mức chênh lệch này trong vài tháng gần đây, đặc biệt với các đợt bão tri lớn tại Trung Quốc, Malaysia, Nhật Bản và Ấn Độ.

Bảng 10: Giá dầu Brent bình quân hàng tháng

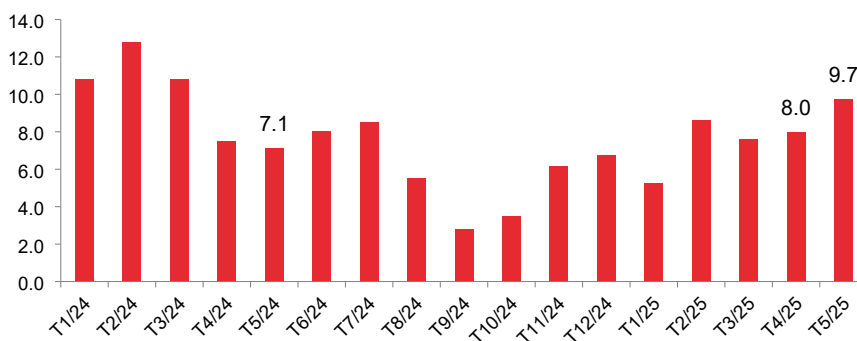
...đang có xu hướng giảm từ T1/2025



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 11: Chênh lệch giá dầu thô – dầu sản phẩm 3:2:1 của Singapore (USD/thùng), BSR

...hồi phục chậm lên mức 9,7 USD/thùng trong T5/2025



Nguồn: Bloomberg

HSC điều chỉnh giảm dự báo giá dầu Brent bình quân cho giai đoạn 2025-2027 xuống lần lượt 67,5 USD/thùng, 64,7 USD/thùng và 65,6 USD/thùng nhằm thống nhất quan điểm dự báo cho nhóm cổ phiếu dầu khí. Các mức điều chỉnh này tương ứng mức giảm từ 8,5% đến 11,3% cho giai đoạn 2025-2027.

Bảng 12: Dự báo giá dầu Brent

Dự báo giá dầu Brent sẽ giảm trong 3 năm tới

USD/thùng	2024	2025	2026	2027
	Thực tế	Dự báo mới		
Giá dầu Brent	79,9	67,5	64,7	65,6
Tăng/giảm	-2,9%	-15,5%	-4,0%	1,3%
Điều chỉnh	-1,1%	-8,5%	-11,3%	-10,1%
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent	80,7	73,7	73,0	73,0
Tăng/giảm	-1,9%	-5,2%	-2,3%	0,0%

Ghi chú: dựa trên trung vị dự báo của Bloomberg
Nguồn: HSC ước tính

Giảm dự báo cho giai đoạn 2025-2027

Do thị trường dầu suy yếu và KQKD Q1/2025 kém tích cực, HSC điều chỉnh giảm dự báo lợi nhuận thuần cho BSR xuống 797 tỷ đồng và 946 tỷ đồng cho năm 2025-2026 từ mức 1,3 nghìn tỷ đồng và 1,2 nghìn tỷ đồng trước đó. Việc giảm dự báo lợi nhuận chủ yếu là do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu xuống lần lượt 1,3 USD/thùng và 1,4 USD/thùng trong hai năm tới, giảm đáng kể so với mức 1,8 USD/thùng cho cả năm 2025 và 2026 trong dự báo trước đó. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 27,4% trong năm 2025 và 18,7% trong năm 2026, do chúng tôi kỳ vọng chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm sẽ phục hồi dần nhưng vẫn dưới mức bình quân quá khứ do tình trạng dư cung công suất lọc dầu trên toàn cầu (tham khảo thêm báo cáo chi tiết của chúng tôi). Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ kép hằng năm đạt 45,3% trong 3 năm từ mức nền rất thấp.

Bảng 13: Dự báo mới và dự báo cũ, BSR

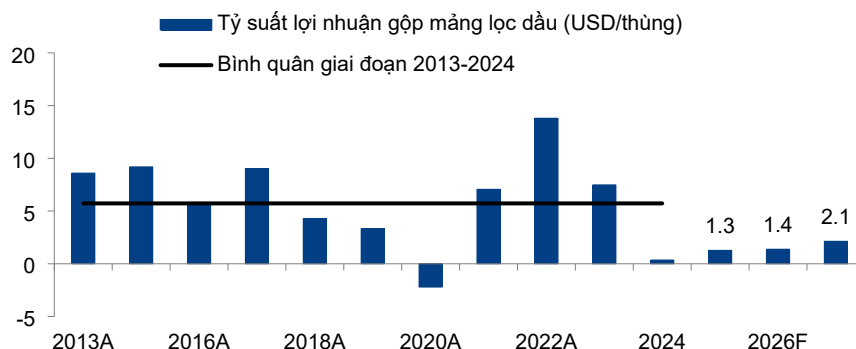
Điều chỉnh hạ dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do triển vọng giá dầu kém khả quan

(tỷ đồng, %)	Thực tế	Dự báo mới				Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	
Doanh thu thuần	123.027	119.638	116.406	120.523	126.835	125.729	128.238	-5,7%	-7,4%	-6,0%	
Lợi nhuận thuần	625	797	946	1.917	1.302	1.216	1.784	-38,8%	-22,2%	7,4%	
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng)	0,4	1,3	1,4	2,1	1,8	1,8	2,3	-31,1%	-22,4%	-7,0%	
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	6.600	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101	7.101	0,0%	0,0%	0,0%	
Cổ tức bằng tiền mặt (đồng)	0	0	0	0	0	0	0	N/m	N/m	N/m	
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	-16,5%	-2,8%	-2,7%	3,5%	3,1%	-0,9%	2,0%				
Lợi nhuận thuần	-92,8%	27,4%	18,7%	102,7%	108,2%	-6,6%	46,8%				
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu	-95,3%	259,5%	8,5%	54,5%	421,7%	-3,6%	28,9%				
Sản lượng tiêu thụ	-10,0%	7,6%	0,0%	0,0%	7,6%	0,0%	0,0%				
Cổ tức bằng tiền mặt	-100,0%	N/m	N/m	N/m							

Nguồn: BSR, HSC ước tính

Bảng 14: Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu, BSR

Hồi phục từ mức nền thấp năm 2024



Nguồn: HSC ước tính

Bảng CĐKT và dòng tiền

HSC kỳ vọng dòng tiền và lợi nhuận của BSR sẽ cải thiện trong ba năm tới nhờ chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm đang phục hồi và công suất hoạt động ổn định tại nhà máy lọc dầu Dung Quất sau khi hoàn tất đợt bảo trì lớn trong năm 2024. Lưu ý, chúng tôi vẫn chưa đưa kế hoạch mở rộng trị giá 1,5 tỷ USD vào mô hình dự báo do vẫn chờ thông tin chính thức được công bố, khi BSR mới chỉ vừa hoàn tất bước nhận hồ sơ thiết kế kỹ thuật tổng thể cho dự án mở rộng Nhà máy lọc dầu Dung Quất.

Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ thuần/vốn CSH của BSR sẽ duy trì ổn định ở mức bình quân -21,9% – vị thế tiền mặt thuần – trong giai đoạn 2025-2027 nhờ dòng tiền HĐKD mạnh mẽ và lợi nhuận tích cực. Về dài hạn, BSR có kế hoạch đầu tư chủ yếu vào các dự án hóa dầu với tổng vốn đầu tư là 19 tỷ USD. Do nhu cầu vốn đầu tư lớn, chúng tôi dự kiến BSR sẽ hạn chế chi trả cổ tức tiền mặt trong những năm tới, thay vào đó có thể tập trung vào cổ tức bằng cổ phiếu. Chúng tôi giữ nguyên giả định Công ty không chi trả cổ tức tiền mặt cho giai đoạn 2025-2027. Tại thời điểm cuối năm 2024, lợi nhuận chưa phân phối lũy kế của BSR đạt 11,8 nghìn tỷ đồng – thấp hơn đáng kể so với yêu cầu 21,8 nghìn tỷ đồng vốn CSH để tài trợ cho kế hoạch mở rộng công suất nhà máy lọc dầu sắp tới vào năm 2028.

Hạ khuyến nghị xuống Giảm tỷ trọng từ Tăng tỷ trọng, giảm giá mục tiêu

Kết luận và phương pháp định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với BSR xuống Giảm tỷ trọng (từ Tăng tỷ trọng) và giảm 7% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 16.000đ (từ 17.200đ trước đó) do giảm dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2025-2027 cũng như quan điểm kém tích cực của chúng tôi về triển vọng giá dầu thô và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm. Tại giá mục tiêu mới, rủi ro giảm giá là 8,8%, tương đương P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 109,5 lần và 82,4 lần, là mức định giá không rẻ.

Những giả định chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% (tăng từ 7,5%), beta 1,1 (dựa trên beta điều chỉnh 2 năm từ Bloomberg, giảm từ 1,4). Theo đó, giả định WACC là 11,6% (giảm từ 12,6%).
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 1%.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 (từ cuối năm 2025).

Lưu ý, HSC ước tính giá trị vốn CSH mới là 49,6 nghìn tỷ đồng (giảm 7% so với ước tính trước đó là 53,5 nghìn tỷ đồng), bao gồm giá trị hiện tại của doanh nghiệp là 20,7 nghìn tỷ đồng (chiếm 42% tổng định giá, giảm so với mức 49% trong định giá trước đó) và tiền mặt thuần là 28,8 nghìn tỷ đồng (chiếm 58% tổng định giá, tăng so với mức 51% trước đó).

So với định giá trước đó, giá trị hiện tại của doanh nghiệp giảm 21% (trong đó giá trị hiện tại của dòng tiền giảm 9%; giá trị hiện tại của giá trị dài hạn giảm 38%) trong khi

tiền mặt thuần tăng 6%. Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn hiện chiếm 34% giá trị hiện tại của doanh nghiệp, giảm so với mức 43% trước đó.

Bảng 15: Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp, BSR

Dòng tiền tự do không sử dụng vốn vay đạt 13,6 nghìn tỷ đồng tính đến năm 2032

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F	FY31F	FY32F
EBIT	1.367	2.457	3.376	4.194	4.487	3.900	5.092
Thuế suất 20.0%	(137)	(246)	(338)	(419)	(449)	(390)	(509)
EBIT sau thuế	1.230	2.211	3.039	3.774	4.038	3.510	4.582
Khấu hao	2.221	2.221	1.650	1.650	1.650	1.650	1.650
Thay đổi vốn lưu động	374	(476)	744	(1.836)	(300)	1.745	(2.363)
Chi phí đầu tư cơ bản	(1.292)	(1.225)	(1.162)	(1.104)	(1.048)	(996)	(1.650)
Quỹ khen thưởng	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)	(344)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(185)	(245)	(259)	(309)	(320)	(283)	(358)
Dòng tiền tự do trước nợ vay.	2.004	2.142	3.667	1.831	3.676	5.282	1.518
Hệ số chiết khấu	1,06	1,18	1,32	1,47	1,64	1,83	2,04
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	1.897	1.817	2.786	1.247	2.243	2.887	743
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền	13.621						

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 16: Giả định WACC, BSR

Giả định WACC là 11,6%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,1
Phần bù rủi ro vốn CSH	8,8%
Chi phí vốn CSH	13,5%
Chi phí nợ trước thuế	6,0%
Thuế suất	10,0%
Chi phí nợ	5,4%
Tỷ trọng vốn CSH	76,9%
Tỷ trọng nợ	23,1%
WACC	11,6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Tính toán giá mục tiêu, BSR

Giá mục tiêu mới là 16.000đ

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,0%
EV/EBITDA	2,1x
Giá trị hiện tại của DN	20.702
Giá trị hiện tại của dòng tiền	13.621
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	7.081
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	44.202
Trừ: Tổng nợ	(15.297)
Giá trị vốn CSH	49.608
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	3.100
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	16.000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Phân tích độ nhạy, BSR

Kịch bản cơ sở giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Đồng		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	15.918	16.135	16.396	16.716	17.118
	3,5%	15.754	15.953	16.191	16.481	16.841
	4,0%	15.599	15.782	16.000	16.263	16.587
	4,5%	15.453	15.621	15.821	16.060	16.353
	5,0%	15.314	15.469	15.652	15.871	16.136

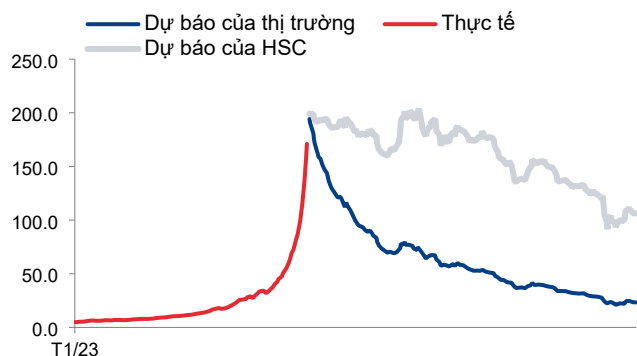
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 12,9% trong 3 tháng qua, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 106,4 lần, tương đương với bình quân từ tháng 1/2023.

Biểu đồ 19: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR

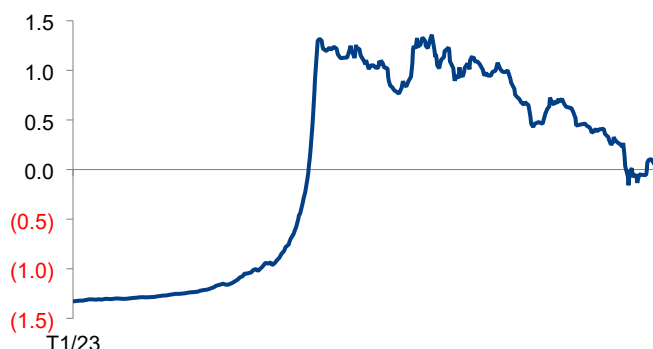
Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR 106 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 20: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR

...ngang với giá trị bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Tiềm năng và rủi ro đầu tư

Tiềm năng tăng giá của cổ phiếu BSR có thể đến từ việc sản lượng tiêu thụ tăng từ việc mở rộng công suất (dự kiến vào năm 2028) và chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm cao hơn do thuế quan hoặc lệnh trừng phạt bổ sung của Mỹ đối với các sản phẩm dầu mỏ. Trong khi đó, rủi ro giảm giá có thể đến từ (1) nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu yếu hơn do HĐKD sản xuất yếu hơn, dẫn đến xu hướng giảm trong chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm và (2) cạnh tranh trong nước tăng lên đối với sản phẩm polypropylene (đến từ Nhà máy lọc dầu Long Sơn mới, bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 10/2024).

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	147,423	123,027	119,638	116,406	120,523
Lợi nhuận gộp	9,760	436	1,761	1,926	3,035
Chi phí BH&QL	(1,656)	(1,214)	(1,172)	(1,141)	(1,181)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	8,104	(778)	589	785	1,854
Lãi vay thuần	1,498	1,430	292	260	265
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	37.8	27.9	(0.14)	(0.14)	(0.14)
LNTT	9,639	680	881	1,045	2,119
Chi phí thuế TNDN	(1,047)	(94.8)	(88.1)	(105)	(212)
Lợi ích cổ đông thiểu số	57.2	40.0	3.96	4.70	9.54
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	8,650	625	797	946	1,917
Lợi nhuận thuần ĐC	8,306	282	453	602	1,572
EBITDA ĐC	10,374	1,443	2,810	3,006	4,075
EPS (đồng)	2,790	202	257	305	618
EPS ĐC (đồng)	2,679	90.9	146	194	507
DPS (đồng)	698	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	3,100	3,100	3,100	3,100

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	17,001	28,995	27,453	30,906	33,589
Đầu tư ngắn hạn	21,122	14,022	16,749	16,297	16,873
Phải thu khách hàng	14,955	12,523	12,203	11,873	12,293
Hàng tồn kho	15,531	15,891	15,433	15,016	15,547
Các tài sản ngắn hạn khác	72.7	201	71.4	69.4	71.9
Tổng tài sản ngắn hạn	68,681	71,632	71,910	74,162	78,375
TSCĐ hữu hình	16,071	13,216	13,396	12,467	11,471
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,195	1,352	1,352	1,352	1,352
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	648	2,246	1,011	984	1,019
Tổng tài sản dài hạn	17,914	16,814	15,760	14,803	13,842
Tổng cộng tài sản	86,595	88,447	87,670	88,965	92,217
Nợ ngắn hạn	10,970	15,857	13,857	13,857	13,857
Phải trả người bán	14,616	14,463	11,964	11,641	12,052
Nợ ngắn hạn khác	995	512	598	582	603
Tổng nợ ngắn hạn	28,442	32,049	28,333	27,942	28,440
Nợ dài hạn	0	0	1,440	2,223	3,007
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	10.3	0	12.2	11.8	12.3
Nợ dài hạn khác	874	865	1,555	1,513	1,567
Tổng nợ dài hạn	884	865	3,008	3,748	4,586
Tổng nợ phải trả	29,326	32,914	31,340	31,690	33,025
Vốn chủ sở hữu	57,393	55,500	56,296	57,242	59,159
Lợi ích cổ đông thiểu số	(125)	32.6	32.6	32.6	32.6
Tổng vốn chủ sở hữu	57,269	55,532	56,329	57,275	59,192
Tổng nợ phải trả và VCSH	86,595	88,446	87,669	88,965	92,217
BVPS (đ)	18,511	17,900	18,157	18,462	19,080
Nợ thuần/(tiền mặt)	(6,030)	(13,139)	(12,156)	(14,826)	(16,726)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	8,104	(778)	589	785	1,854
Khấu hao	(2,270)	(2,221)	(2,221)	(2,221)	(2,221)
Lãi vay thuần	1,498	1,430	292	260	265
Thuế TNDN đã nộp	(1,037)	(95.4)	(130)	(103)	(213)
Thay đổi vốn lưu động	3,284	664	(859)	374	(476)
Khác	(660)	(1,847)	(293)	(298)	(354)
LCT thuần từ HKKD	11,673	(95.5)	1,222	2,656	2,694
Đầu tư TS dài hạn	(187)	478	(2,401)	(1,292)	(1,225)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(17,687)	7,511	(671)	1,161	134
LCT thuần từ HĐĐT	(17,874)	7,989	(3,072)	(131)	(1,091)
Cổ tức trả cho CSH	(2,166)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	2,016	4,886	(560)	783	783
Khác	498	(785)	868	145	297
LCT thuần từ HĐTC	348	4,101	308	928	1,080
Tiền & tương đương tiền đầu kì	22,853	17,001	28,995	27,453	30,906
LCT thuần trong kỳ	(5,852)	11,994	(1,542)	3,453	2,683
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	17,001	28,995	27,453	30,906	33,589
Dòng tiền tự do	11,486	382	(1,179)	1,364	1,469

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	6.62	0.35	1.47	1.65	2.52
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	7.04	1.17	2.35	2.58	3.38
Tỷ suất LNT (%)	5.87	0.51	0.67	0.81	1.59
Thuế TNDN hiện hành (%)	10.9	13.9	10.0	10.00	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(11.8)	(16.5)	(2.75)	(2.70)	3.54
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(38.5)	(86.1)	94.7	6.99	35.6
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(42.3)	(96.6)	60.9	32.8	161
Tăng trưởng EPS (%)	(41.3)	(92.8)	27.4	18.7	103
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(42.3)	(96.6)	60.9	32.8	161
Tăng trưởng DPS (%)	60.8	(100)	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	25.0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.9	1.11	1.43	1.67	3.29
ROACE (%)	14.7	(1.36)	1.02	1.30	2.97
Vòng quay tài sản (lần)	1.79	1.41	1.36	1.32	1.33
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	1.44	0.12	2.07	3.38	1.45
Số ngày tồn kho	41.2	47.3	47.8	47.9	48.3
Số ngày phải thu	39.7	37.3	37.8	37.9	38.2
Số ngày phải trả	38.8	43.1	37.0	37.1	37.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(7.70)	(21.6)	(18.2)	(22.6)	(25.0)
Nợ/tài sản (%)	14.5	19.2	19.6	20.2	20.4
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	1.21	11.8	6.13	5.97	4.61
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.41	2.24	2.54	2.65	2.76
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.33	0.34	0.35	0.34	0.31
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.66	28.6	15.0	13.2	9.25
P/E (lần)	6.29	87.0	68.3	57.5	28.4
P/E ĐC (lần)	6.55	193	120	90.4	34.6
P/B (lần)	0.95	0.98	0.97	0.95	0.92
Lợi suất cổ tức (%)	3.98	0	0	0	0

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

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

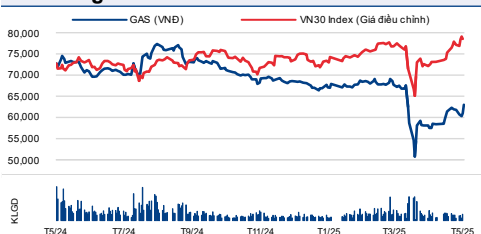
Giá mục tiêu: VNĐ74,000 (từ VNĐ85,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 17.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	63,000
Mã Bloomberg	GAS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	50,800-77,350
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	61,100
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	147,588
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	5,696
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,343
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,148
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,108
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	1.72%
Tỷ lệ freefloat	4.24%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (95.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.57	(7.89)	(13.4)
So với chỉ số	1.30	(11.5)	(19.8)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	5,191	4,602	12.8
2026F	4,991	5,050	(1.2)
2027F	4,444	5,342	(16.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GAS là doanh nghiệp độc quyền buôn bán/vận chuyển khí tự nhiên ở Việt Nam và sẽ hưởng lợi từ nhập khẩu LNG từ năm 2023

Chuyên viên phân tích

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

Giảm giá mục tiêu do giảm giá định sản lượng tiêu thụ và giá phân phối LNG

- HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và giảm 13% giá mục tiêu do giảm giá định sản lượng khí tiêu thụ và chi phí phân phối LNG, theo sau triển vọng giá dầu Brent yếu hơn và tiến độ mới nhất của các nhà máy điện LNG.
- Chúng tôi giảm lần lượt 18,5% và 24,3% dự báo năm 2025-2026 do giảm giá định sản lượng khí tiêu thụ thấp; dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng 20,5% trong năm 2025 và giảm 3,7% trong năm 2026. Lợi nhuận thuần năm 2027 dự báo đạt 10.8 nghìn tỷ đồng (giảm 10%).
- Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), P/E dự phóng năm 2025 và 2026 lần lượt là 14,3 lần và 14,8 lần. GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, so với với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 15,1 lần.

Sự kiện: Điều chỉnh triển vọng LNG và khí tự nhiên

Việt Nam đang đẩy nhanh quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG nhằm đáp ứng nhu cầu năng lượng ngày càng tăng, phù hợp với định hướng của Quy hoạch điện VIII sửa đổi, đặt mục tiêu đạt hơn 22 GW công suất LNG vào năm 2030. Để phản ứng với các mức thuế đối ứng từ Mỹ và thách thức thương mại ngày càng tăng, Việt Nam đã giảm thuế nhập khẩu LNG và ethanol, tạo điều kiện thuận lợi cho việc gia tăng nhập khẩu LNG từ Mỹ. Cùng với đó, GAS đang mở rộng hạ tầng khí với kế hoạch tăng gấp ba lần công suất tái hóa khí LNG và thúc đẩy giai đoạn 2 của kho cảng Thị Vải. Chính phủ cũng đã điều chỉnh cơ chế giá điện bán lẻ nhằm cho phép cập nhật giá nhanh hơn, hỗ trợ cơ chế chuyển chi phí từ biến động giá nhiên liệu vào giá điện. Trong khi đó, dự báo giá dầu Brent được điều chỉnh giảm xuống 67,5 USD/thùng cho năm 2025 và 64,7 USD/thùng cho năm 2026, phản ánh triển vọng thận trọng hơn đối với thị trường năng lượng. Ngoài ra, dự án khí Lô B – Ô Môn, vốn bị trì hoãn lâu năm, dự kiến sẽ cung cấp dòng khí đầu tiên trong năm 2027, góp phần tăng sản lượng khí của GAS và bù đắp cho xu hướng suy giảm dài hạn của sản lượng khí nội địa.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận năm 2025 do giảm giá định sản lượng tiêu thụ

HSC giảm lần lượt 18,5% và 24,3% dự báo lợi nhuận thuần của GAS năm 2025-2026 do giảm giá định sản lượng khí tự nhiên tiêu thụ và loại bỏ khoản hoàn nhập dự phòng trong năm 2025. Chúng tôi giả định chi phí phân phối LNG cho các nhà máy điện là 1,8 USD/MMBTU cho năm 2025-2026, thấp hơn so với giả định trước đó là 2,2 USD/MMBTU. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2027 với lợi nhuận thuần đạt 10,8 nghìn tỷ đồng, giảm 10,6% so với năm 2026 do tăng giá định chi phí đầu vào. HSC giữ nguyên giả định cổ tức tiền mặt ở mức 4.000đ/cp, tương ứng với lợi suất cổ tức hấp dẫn ở mức 6,4%. Trong dài hạn, sản lượng tiêu thụ khí của GAS phụ thuộc nhiều vào tiến độ các mỏ khí mới đi vào hoạt động và nhu cầu khí LNG từ các nhà máy điện khí mới.

Định giá và khuyến nghị

GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, so với với bình quân quá khứ ở mức 15,1 lần. HSC hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng và giảm 13% giá mục tiêu xuống 74.000đ để phản ánh kỳ vọng thấp hơn về sản lượng khí tiêu thụ và việc khung giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện vẫn chưa được chính thức ban hành.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	15,933	14,770	17,229 ▼	16,696 ▼	15,144
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	11,606	10,398	12,528 ▼	12,060 ▼	10,780
EPS ĐC (đồng)	4,893	4,324	5,191 ▼	4,991 ▼	4,444
DPS (đồng)	3,100	5,922	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	27,887	25,718	27,065 ▼	28,213 ▼	28,815
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.09	9.83	8.36	8.35	9.32
P/E ĐC (lần)	12.9	14.6	12.1	12.6	14.2
Lợi suất cổ tức (%)	4.92	9.40	6.35	6.35	6.35
P/B (lần)	2.26	2.45	2.33	2.23	2.19
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(22.2)	(11.6)	20.0	(3.85)	(11.0)
ROAE (%)	18.7	16.7	20.3	18.6	16.1

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

Triển vọng kém tích cực do giảm giá định sản lượng tiêu thụ và giá dầu Brent

Trong ngắn hạn, triển vọng lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi sản lượng khí tiêu thụ thấp hơn kỳ vọng và giá phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện chưa được chính thức ban hành. HSC giảm 13% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 74.000đ (tiềm năng tăng giá 20%) và hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) do hạ giá định sản lượng khí tiêu thụ, loại bỏ khoản hoàn nhập dự phòng trong năm 2025 và giảm dự báo giá dầu Brent cho giai đoạn 2025–2027.

Những thay đổi gần đây về LNG và cập nhật dự báo giá dầu Brent

Việt Nam sẽ tăng nhập khẩu LNG từ Mỹ

Sau khi Mỹ áp mức thuế đối ứng 46% lên hàng xuất khẩu của Việt Nam, HSC dự kiến Việt Nam sẽ tăng nhập khẩu LNG từ Mỹ (cho phát điện), dầu thô, và ethanol (làm nguyên liệu đầu vào cho lọc dầu). Để hỗ trợ cho xu hướng này, Chính phủ Việt Nam đã giảm thuế nhập khẩu LNG từ 5% xuống 2% và ethanol từ 10% xuống 5%. Bên cạnh đó, Chính phủ gần đây cũng đã sửa đổi cơ chế giá điện bán lẻ, theo đó, nếu chỉ phí đầu vào tăng từ 2% trở lên (so với ngưỡng cũ là 3%) thì giá điện bán lẻ sẽ được điều chỉnh theo quý.

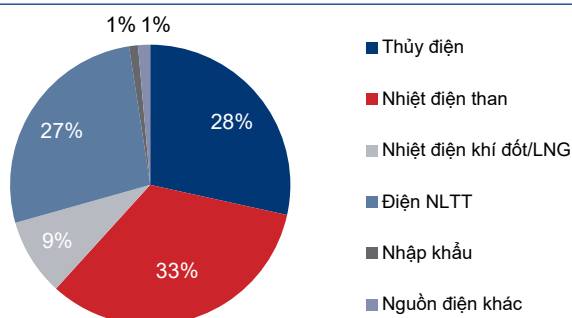
Trong khi đó, PVGas đang chuẩn bị để gia tăng sử dụng LNG dựa trên kho cảng nhập khẩu LNG hiện có. Từ tháng 3/2025, Công ty đã tăng công suất tái hóa khí từ 5,7 triệu m³/ngày lên 7 triệu m³/ngày. Ngoài ra, PVGas cũng đang chuẩn bị sử dụng tàu kho nổi tái hóa khí (FSRU) tại tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu, nhằm tăng gấp ba công suất tái hóa khí lên 22 triệu m³/ngày trong giai đoạn 2026–2029. Những điều chỉnh này là cần thiết để đáp ứng nhu cầu cao trong mùa khô – thời điểm nhu cầu điện tăng vọt tại Việt Nam.

GAS cũng đang trong quá trình đầu tư giai đoạn 2 của kho cảng LNG Thị Vải nhằm nâng công suất tiếp nhận hàng năm từ 1 triệu tấn lên 3 triệu tấn, với tiến độ hoàn thành dự kiến vào năm 2029.

Quy hoạch điện VIII sửa đổi hướng đến mục tiêu 22GW điện LNG vào năm 2030

Biểu đồ 21: Cơ cấu nguồn điện tại Việt Nam, 2023

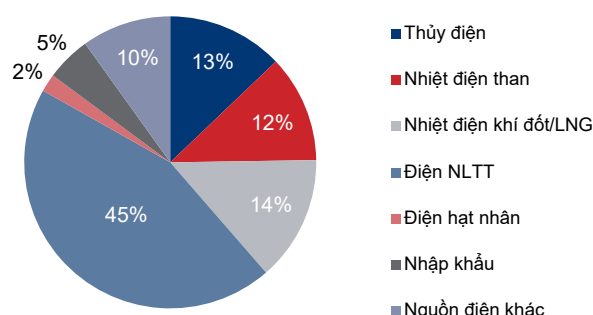
Thủy điện và nhiệt điện than chiếm tỷ trọng lớn nhất



Nguồn: Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh, HSC ước tính

Biểu đồ 22: Đa dạng hóa nguồn điện tại Việt Nam, tầm nhìn đến năm 2030

Hướng đến năng lượng tái tạo chiếm 45% tổng nguồn điện



Nguồn: Quy hoạch Điện 8 điều chỉnh, HSC ước tính

Sự tham gia của các nhà đầu tư mới vào thị trường

Bộ Công thương đã đề xuất đẩy nhanh tiến độ Giai đoạn II của dự án điện khí LNG Hải Phòng (3.200 MW) sang giai đoạn 2025–2030 tùy thuộc vào tăng trưởng nhu cầu, thay vì khung thời gian 2030–2035 theo kế hoạch được đặt ra vào tháng 3/2025. Sự điều chỉnh này, cùng với Giai đoạn I (1.500 MW), nhằm mục đích đưa tổng công suất tại Hải Phòng lên 4.800 MW trong khung thời gian này. Động thái điều chỉnh này là một phần của việc sửa đổi khẩn cấp Quy hoạch điện VIII của Việt Nam, nhằm đảm bảo nguồn cung cơ bản ở miền Bắc Việt Nam. Tháng trước, Vingroup đã đề xuất hoàn

thành dự án này trước thời hạn năm 2030 và có khả năng trở thành một trong những nhà đầu tư lớn nhất trong lĩnh vực điện khí LNG tại Việt Nam. Bản sửa đổi Quy hoạch điện VIII hiện đang trong giai đoạn dự thảo và dự kiến sẽ được phê duyệt trong nửa đầu năm 2025. Đây là bước tiến tích cực nhằm đảm bảo an ninh năng lượng, nhất là trong bối cảnh thách thức thương mại lớn với Mỹ – một yếu tố sẽ thúc đẩy nhu cầu nhập khẩu LNG từ nước này.

Sau đây là danh sách các kho cảng tiếp nhận LNG và các nhà máy điện khí LNG:

Bảng 23: Danh sách các nhà máy điện LNG tại Việt Nam

Mục tiêu có trên 20 nhà máy điện LNG cho đến năm 2030

Dự án	Công suất (MW)	Vị trí	Nhà đầu tư	Năm bắt đầu xây dựng	COD (theo kế hoạch)
Nhơn Trạch 3 & 4	1.600	Miền Nam	PVN (PetroVietnam)	2021	2025
Hiệp Phước 1	1.200	Miền Nam	Hải Linh	2022	2025
Hiệp Phước 1 (giai đoạn 2)	1500	Miền Nam	Hải Linh		2029-2030
LNG Hải Phòng (giai đoạn 1)	1600	Miền Bắc	Vingroup		2025-2030
Long An 1	1.500	Miền Nam	VinaCapital – GS Energy	N/a	2029-2030
Thái Bình	1.500	Miền Bắc	Tokyo Gas, TTVN, Kyuden	2025	Có thể sau năm 2030
Bạc Liêu	3.200	Miền Nam	Delta Offshore Energy	N/a	Có thể sau năm 2030
Quảng Ninh	1.500	Miền Bắc	PVN & Tokyo Gas	N/a	2028-2029
Quảng Trạch 1	1.500	Miền Trung	EVN	N/a	2029-2030
Hải Lăng 1	1.500	Miền Nam	Hanwah Energy, KOGAS, Kospo, T&T	N/a	Có thể sau năm 2030
Cà Ná	1.500	Miền Nam	N/a (IPP)	N/a	Chưa chọn được NĐT cho 2030 COD
Sơn Mỹ 1	2.250	Miền Nam	EDF, Kyushu Electricity, Sojitz, Pacific (BOT)	N/a	Có thể sau năm 2030
Sơn Mỹ 2	2.250	Miền Nam	PetroVietnam (BOT)	N/a	Có thể sau năm 2030
Nghi Sơn	1.500	Miền Bắc	N/a (IPP)	N/a	Chưa chọn được NĐT cho 2030 COD
Quỳnh Lập/Nghi Sơn	1.500	Miền Bắc	N/a (IPP)	N/a	Chưa chọn được NĐT cho 2030 COD
Tổng	21.024				
Đầu tư nếu các dự án khác bị trì hoãn					
LNG Thái Bình (giai đoạn 2)	3.000		Tokyo Gas, TTVN, Kyuden		
LNG Hòa Ninh (Giai đoạn 1)					
LNG Thanh Hóa	1.500				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 24: Các cảng tiếp nhận LNG

Mục tiêu đạt công suất tiếp nhận LNG trên 14 triệu tấn/năm

	Công suất (triệu tấn/năm)	NĐT	Vốn đầu tư (triệu USD)	Thời gian đi vào HĐ
Kho LNG Thị Vải (giai đoạn 1)	1	GAS	262	2023 (*)
Kho LNG Hải Linh	3,4	Hải Linh, AG&P	500	2024 (*)
Kho chứa LNG phía Bắc Hải Phòng giai đoạn 1	0,7	ITECO	118	2026
Kho LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1	3,6	GAS, AES	1400	2023-2025
Kho LNG Tây Nam (FSRU/đất liền tại Cà Mau, Kiên Giang)	1-3	GAS	N/a	2022-2025
Nhà máy LNG Đông Nam Bộ (dự kiến tại Tiền Giang)	4-6	N/a	N/a	2022-2025
FSRU Thái Bình	0,2-0,5	GAS	N/a	2026 - 2030
Tổng	13,9-18,2			

Ghi chú: * đã hoàn thành
Nguồn: HSC ước tính

Cập nhật dự báo giá dầu Brent

HSC cập nhật dự báo giá dầu Brent như sau: 67,5 USD/thùng trong năm 2025 (giảm 12% so với dự báo trước đó và giảm 15,5% so với năm trước) và 64,7 USD/thùng trong năm 2026 (giảm 13,7% so với dự báo trước đó và giảm 4% so với năm trước). Dự báo được điều chỉnh dựa trên mức dự báo trung vị từ Bloomberg tại thời điểm ngày 21/4.

Bảng 25: Dự báo giá dầu Brent *

HSC kỳ vọng giá dầu Brent sẽ đạt 67,5 USD/thùng trong năm 2025

USD/bbl	Thực tế 2024	Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F
Giá dầu Brent	79,9	67,5	64,7	65,6
Tăng/giảm	-2,9%	-15,5%	-4,0%	1,3%
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent		76,7	75,0	-
Tăng/giảm		-4,0%	-2,2%	-

Nguồn: Bloomberg dự báo

Sản lượng tăng từ mỏ khí Lô B – Ô Môn trong năm 2027

Sau một thời gian dài trì hoãn, dự án Lô B Ô Môn cuối cùng đã được phát triển trước ngày ra quyết định đầu tư cuối cùng (ngày công bố FID), đây là một dấu hiệu rất tích cực cho toàn bộ ngành dầu khí. Dự án khí Lô B Ô Môn, nằm ở khu vực ngoài khơi phía Tây Nam Việt Nam, dự kiến sẽ cung cấp khoảng 5 tỷ m³ khí tự nhiên mỗi năm trong hơn 20 năm cho bốn nhà máy nhiệt điện với tổng công suất phát điện là 3,8 GW tại tỉnh Cần Thơ. Dự án dự kiến sẽ đón dòng khí đầu tiên vào năm 2027. Chúng tôi kỳ vọng mỏ khí Lô B - Ô Môn sẽ bắt đầu đóng góp vào sản lượng khí của PV Gas từ năm 2027, với sản lượng ban đầu khoảng 0,6 tỷ m³, qua đó phần nào bù đắp cho xu hướng sản lượng khí tự nhiên trong nước suy giảm dần trong suốt thập kỷ qua.

Dự báo mới

Kế hoạch HĐKD cho năm 2025

GAS đặt kế hoạch HĐKD cho năm 2025 như sau:

- Sản lượng khí tự nhiên tiêu thụ (bao gồm 0,5 tỷ m³ từ LNG): 5,9 tỷ m³ (giảm 7% so với năm trước, tương đương 97% dự báo cả năm của HSC)
- Doanh thu: 73,9 nghìn tỷ (giảm 29%, tương đương 69% dự báo cả năm của chúng tôi).
- LNTT: 6,6 nghìn tỷ (giảm 50%, tương đương 42% dự báo cả năm của chúng tôi).

HSC nhận thấy các kế hoạch HĐKD của GAS trong quá khứ thường được đặt ở mức khá thấp so với KQKD thực hiện.

Dự báo mới của HSC

HSC điều chỉnh giảm lần lượt 18,5% và 24,3% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025-2026 do loại bỏ khoản hoàn nhập dự phòng (1,28 nghìn tỷ đồng từ năm 2024), cùng với việc giảm lần lượt 20% và 28,2% giả định sản lượng khí tự nhiên tiêu thụ cũng như giảm giả định chi phí phân phối LNG trong năm 2025-2026 xuống 1,8 USD/MMBTU từ mức 2,2 USD/MMBTU trước đó. Chúng tôi chỉ đưa vào mô hình 70% chi phí phân phối LNG đề xuất (2,59 USD/MMBTU theo khung giá năm 2025 của EVN) do hiện tại Chính phủ vẫn chưa đưa ra quyết định cuối cùng về mức giá này. Đồng thời, chúng tôi hiểu rằng GAS đang áp dụng giá tạm một phần này để thu tiền từ các nhà máy nhiệt điện sử dụng LNG.

Bảng 26: Dự báo mới và dự báo cũ, GAS

Chúng tôi hạ dự báo lợi nhuận do KQKD kém tích cực của năm 2024 và loại trừ khoản hoàn nhập dự phòng từ năm 2024

(tỷ đồng)	Thực tế	Điều chỉnh			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025F	2026F	Db mới	2024F	2025F	2026F	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	103.564	106.692	109.358	118.067	103.619	111.597	123.733	-0,1%	-4,4%	-
Lợi nhuận gộp	17.654	18.968	18.439	17.025	18.975	21.195	23.803	-7,0%	-10,5%	-
Lợi nhuận thuần	10.398	12.528	12.060	10.780	10.961	15.379	15.929	-5,1%	-18,5%	-
Các khoản mục ròng không tx	(1.534)	0	0	0	(1.280)	1.280	0	19,9%	100,0%	nm
Lợi nhuận 'cốt lõi'	11.933	12.528	12.060	10.780	12.241	14.099	15.929	-2,5%	-11,1%	-
Sản lượng khí đầu ra (tỷ mét khối)	244	231	229	228	268	289	319	-8,8%	-20,0%	-
Sản lượng LNG (MMBTUmn)	12,4	21,6	38,0	38,0	15,2	21,6	38,8	18,5%	0,0%	-1,9%
Chi phí phân phối LNG (USD/MMBTU)	1,8	1,8	1,8	1,9	2,2	2,2	2,3	17,6%	-19,2%	-
EPS điều chỉnh	4.324	5.191	4.991	4.444	4.566	6.407	6.642	-5,3%	-19,0%	-
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	3.100	3.193	3.289	3.387	2.829	2.914	3.001	9,6%	9,6%	9,6%
Lợi nhuận bình quân/tấn (USD)	54,7	54,7	54,7	54,7	60,0	60,0	60,0	-8,8%	-8,8%	-8,8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 27: Tốc độ tăng trưởng theo dự báo mới, GAS

Lợi nhuận thuần năm 2025 tăng trưởng thấp

	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	3,0%	2,5%	8,0%
Lợi nhuận thuần	20,5%	-3,7%	-10,6%
Lợi nhuận 'cốt lõi'	5,0%	-3,7%	-10,6%

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 13% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 74.000đ/cp (từ 85.000đ/cp) sau khi giảm dự báo lợi nhuận và áp dụng các giả định thận trọng hơn trong định giá.

Những giả định định giá cơ bản của HSC như sau:

- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3%.
- Tăng phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,75% (từ mức 7,5% trước đó) để phù hợp với tiêu chuẩn nội bộ của HSC; theo đó, giả định WACC tăng lên 11,2%, so với mức 10,8% trước đó.

Bảng 28: Giả định định giá, GAS

UFCF đặt 26,2 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	16.317	15.721	14.088	13.840	15.062
Thuế suất 20.0%	(3.263)	(3.144)	(2.818)	(2.768)	(3.012)
EBIT sau thuế	13.054	12.577	11.270	11.072	12.050
Khấu hao	2.369	2.467	2.665	2.878	2.849
Thay đổi vốn lưu động	(2.338)	(1.102)	(1.986)	(4.978)	1.768
Chi phí đầu tư cơ bản	(2.991)	(4.112)	(4.441)	(4.797)	(2.590)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(869)	(795)	(720)	(679)	(738)
UFCF	9.225	9.035	6.788	3.497	13.339
Chiết khấu	0,00	1,05	1,17	1,30	1,45
Giá trị hiện tại của UCFF		8.569	5.791	2.683	9.205
Tổng UFCF		26.248			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 29: Tính toán giá mục tiêu, GAS

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3,0%
EV/EBITDA	9,0x
Giá trị hiện tại của DN	142.297
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	26.248
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	116.049
Cộng: Tiền	36.908
Trừ: Tổng nợ	(4.550)
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1.287)
Giá trị vốn CSH	173.368
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2.343
Giá mục tiêu (đồng)	74.000

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: Giả định WACC, GAS

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	0,9
Phân bù rủi ro vốn CSH	8,75%
Chi phí vốn CSH	12,0%
Chi phí nợ trước thuế	10,0%
Thuế suất	20,0%
Chi phí nợ	8,0%
Tỷ trọng vốn CSH	80,0%
Tỷ trọng nợ	20,0%
WACC	11,2%

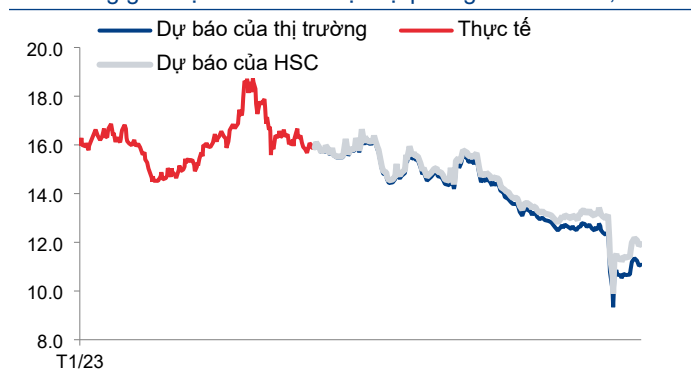
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 7,9% trong 3 tháng qua do giá dầu Brent suy yếu (giảm 14%) và ảnh hưởng từ thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam, GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 15,1 lần. Lợi suất cổ tức tương đối hấp dẫn ở mức 6,3%.

Biểu đồ 31: P/E trượt dự phóng 1 năm, GAS

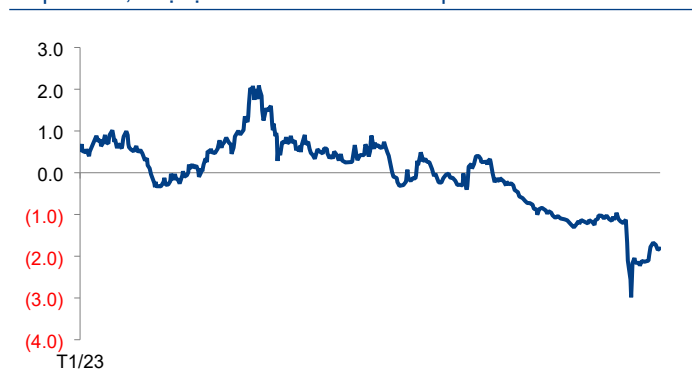
GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,3 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 32: Độ lệch chuẩn so với bình quân P/E, GAS

thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 33: So sánh các DN cùng ngành, GAS

GAS hiện giao dịch với EV/EBITDA chiết khấu sâu so với các DN cùng ngành

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	ROE 2025
BSR	2.097	14,8	13,2	118,5	90,4	1,0	1%
PVD	386	6,0	4,8	14,8	12,9	0,6	4%
PVS	479	3,1	2,4	14,2	13,2	0,9	8%
Bình quân ngành dầu khí	987	8,0	6,8	49,2	38,8	0,8	4%
Bình quân ngành (không bao gồm BSR)	432	4,6	3,6	14,5	13,0	0,7	6%
GAS	5.687	8,3	8,3	12,0	12,6	2,3	20%
Chênh lệch so với bình quân ngành (không bao gồm BSR)	1216%	81%	134%	-18%	-3%	215%	241%

Nguồn: HSC ước tính

Phân tích độ nhạy

Trong kịch bản cơ sở, HSC giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% và lãi suất phi rủi ro ở mức 4%. Theo đó, giá mục tiêu cho cổ phiếu GAS là 74.000 đồng/cp.

Bảng 34: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, GAS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3% và lãi suất phi rủi ro là 4%

Lãi suất phi rủi ro	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	3,0%	73.700	77.100	81.000	85.300	90.400
	3,5%	70.800	73.900	77.300	81.200	85.700
	4,0%	68.200	70.900	74.000	77.500	81.500
	4,5%	65.700	68.200	71.000	74.200	77.700
	5,0%	63.500	65.800	68.300	71.100	74.300

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 35: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu, GAS

Kịch bản cơ sở của chúng tôi giả định chi phí phân phối LNG là 1,81 USD/MMBTU

Đồng /cp					
Chi phí phân phối LNG (USD/MMBTU)	1,27	1,54	1,81	2,08	2,35
Giá mục tiêu	69.700	71.800	74.000	76.100	78.300

Nguồn: HSC ước tính

Những rủi ro chính

- Giá dầu Brent thấp hơn dự báo.
- Chi phí phân phối LNG cho các nhà máy nhiệt điện thấp hơn kỳ vọng, do Bộ Công Thương phê duyệt mức giá cuối cùng.
- Cạnh tranh gia tăng trong mảng nhập khẩu LPG.
- Rủi ro hủy niêm yết do tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng thấp, tuy nhiên, chúng tôi nhấn mạnh rằng GAS nhiều khả năng sẽ có giải pháp để tránh kịch bản này.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	89,954	103,564	106,692	109,358	118,067
Lợi nhuận gộp	16,925	17,654	18,968	18,439	17,025
Chi phí BH&QL	(4,019)	(5,612)	(4,108)	(4,210)	(4,546)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	12,906	12,042	14,860	14,229	12,480
Lãi vay thuần	1,686	1,077	1,049	1,084	1,197
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	26.7	37.8	37.8	37.8	37.8
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	20.4	15.7	32.0	32.8	35.4
LN TT	14,640	13,172	15,979	15,383	13,750
Chi phí thuế TNDN	(2,846)	(2,582)	(3,196)	(3,077)	(2,750)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(187)	(192)	(256)	(246)	(220)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	11,606	10,398	12,528	12,060	10,780
Lợi nhuận thuần ĐC	11,238	10,030	12,160	11,692	10,412
EBITDA ĐC	15,933	14,770	17,229	16,696	15,144
EPS (đồng)	5,513	4,483	5,348	5,148	4,601
EPS ĐC (đồng)	4,893	4,324	5,191	4,991	4,444
DPS (đồng)	3,100	5,922	4,000	4,000	4,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,105	2,320	2,343	2,343	2,343
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,297	2,343	2,343	2,343	2,343
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,297	2,343	2,343	2,343	2,343

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,669	5,568	7,723	12,452	10,696
Đầu tư ngắn hạn	35,085	27,494	26,673	21,872	21,252
Phải thu khách hàng	16,865	19,098	20,209	21,260	23,544
Hàng tồn kho	3,945	4,599	4,374	4,484	4,841
Các tài sản ngắn hạn khác	654	531	1,174	1,203	1,299
Tổng tài sản ngắn hạn	62,218	57,290	60,153	61,271	61,632
TSCĐ hữu hình	19,532	18,222	20,562	22,207	23,983
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	31.7	30.4	31.0	31.6	32.2
Đầu tư dài hạn	1,781	1,718	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	388	390	401	413	426
Tài sản dài hạn khác	3,804	4,205	3,521	3,609	3,896
Tổng tài sản dài hạn	25,537	24,564	24,515	26,261	28,337
Tổng cộng tài sản	87,754	81,855	84,668	87,531	89,970
Nợ ngắn hạn	1,605	934	934	934	934
Phải trả người bán	7,138	6,037	6,006	5,937	6,174
Nợ ngắn hạn khác	5,459	6,651	5,335	5,468	5,903
Tổng nợ ngắn hạn	14,972	14,575	13,448	13,542	14,310
Nợ dài hạn	4,271	2,291	3,291	3,291	3,291
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	280	294	320	328	354
Nợ dài hạn khác	2,934	3,124	2,881	2,953	3,188
Tổng nợ dài hạn	7,484	5,708	6,492	6,571	6,833
Tổng nợ phải trả	22,456	20,284	19,939	20,113	21,143
Vốn chủ sở hữu	64,049	60,248	63,405	66,094	67,504
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,250	1,323	1,323	1,323	1,323
Tổng vốn chủ sở hữu	65,299	61,571	64,728	67,418	68,827
Tổng nợ phải trả và VCSH	87,754	81,855	84,668	87,531	89,970
BVPS (đ)	27,887	25,718	27,065	28,213	28,815
Nợ thuần/(tiền mặt)	206	(2,343)	(3,498)	(8,227)	(6,472)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	12,906	12,042	14,860	14,229	12,480
Khấu hao	(3,027)	(2,728)	(2,369)	(2,467)	(2,665)
Lãi vay thuần	1,686	1,077	1,049	1,084	1,197
Thuế TNDN đã nộp	(2,805)	(2,561)	(3,243)	(3,071)	(2,733)
Thay đổi vốn lưu động	686	(2,703)	(2,338)	(1,102)	(1,986)
Khác	353	(152)	(588)	(546)	(414)
LCT thuần từ HĐKD	13,827	9,035	10,723	11,639	9,674
Đầu tư TS dài hạn	(1,992)	(1,354)	(2,991)	(4,112)	(4,441)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(9,257)	8,823	3,967	7,497	3,339
LCT thuần từ HĐĐT	(11,249)	7,468	976	3,385	(1,103)
Cổ tức trả cho CSH	(7,120)	(13,872)	(9,371)	(9,371)	(9,371)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	3,617	459
Tăng/giảm nợ	(208)	(2,651)	1,000	0	0
Khác	(131)	(81.3)	(1,173)	(4,542)	(1,416)
LCT thuần từ HĐTC	(7,459)	(16,604)	(9,544)	(10,295)	(10,327)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10,549	5,669	5,568	7,723	12,452
LCT thuần trong kỳ	(4,880)	(101)	2,155	4,729	(1,756)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,669	5,568	7,723	12,452	10,696
Dòng tiền tự do	11,835	7,681	7,732	7,527	5,233

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.8	17.0	17.8	16.9	14.4
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	17.7	14.3	16.1	15.3	12.8
Tỷ suất LNT (%)	12.9	10.0	11.7	11.0	9.13
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.4	19.6	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(10.7)	15.1	3.02	2.50	7.96
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(23.5)	(7.30)	16.7	(3.09)	(9.29)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(22.2)	(10.7)	21.2	(3.85)	(11.0)
Tăng trưởng EPS (%)	(28.7)	(18.7)	19.3	(3.73)	(10.6)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(22.2)	(11.6)	20.0	(3.85)	(11.0)
Tăng trưởng DPS (%)	21.0	91.0	(32.5)	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	56.2	132	74.8	77.7	86.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	18.7	16.7	20.3	18.6	16.1
ROACE (%)	18.1	17.2	21.5	19.6	16.7
Vòng quay tài sản (lần)	1.06	1.22	1.28	1.27	1.33
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.07	0.75	0.72	0.82	0.78
Số ngày tồn kho	19.7	19.5	18.2	18.0	17.5
Số ngày phải thu	84.3	81.1	84.1	85.4	85.0
Số ngày phải trả	35.7	25.6	25.0	23.8	22.3
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	1.34	(2.76)	(3.83)	(10.8)	(7.84)
Nợ/tài sản (%)	7.44	4.77	6.25	6.08	6.01
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.41	0.26	0.31	0.32	0.36
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.16	3.93	4.47	4.52	4.31
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.61	1.40	1.35	1.27	1.20
EV/EBITDA ĐC (lần)	9.09	9.83	8.36	8.35	9.32
P/E (lần)	11.4	14.1	11.8	12.2	13.7
P/E ĐC (lần)	12.9	14.6	12.1	12.6	14.2
P/B (lần)	2.26	2.45	2.33	2.23	2.19
Lợi suất cổ tức (%)	4.92	9.40	6.35	6.35	6.35

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

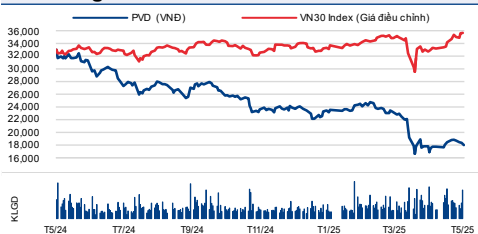
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ23,630 (từ VNĐ22,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 31.3%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025)	18,000
Mã Bloomberg	PVD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,650-32,450
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	18,270
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	10,004
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	386
Slg CP lưu hành (tr.đv)	556
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	272
Slg CP NN được mua (tr.đv)	230
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	7.58%
Tỷ lệ freefloat	44.5%
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	2.86	(25.3)	(45.5)
So với chỉ số	(4.90)	(28.3)	(49.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,200	1,442	(16.8)
2026F	1,393	2,029	(31.3)
2027F	1,685	2,241	(24.8)

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

Sự cố gây ảnh hưởng không đáng kể, duy trì khuyến nghị Mua vào

- Liên quan đến sự cố tại giàn đầu giếng Sông Đốc, HSC cho rằng tác động đến PVD là không đáng kể. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) lên 23.650đ, sau khi cập nhật phần bù rủi ro vốn CSH, beta và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.
- Dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027 được giữ nguyên, đạt bình quân 793 tỷ đồng/năm.
- Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp DCF, P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 19,7 lần và 17 lần. PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,8 lần, thấp hơn 34% so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 21 lần.

Sự kiện: Hòa hoãn tại giàn đầu giếng mỏ Sông Đốc

Ngày 21/5, giàn đầu giếng tại mỏ Sông Đốc đã xảy ra hỏa hoạn trong quá trình tháo dỡ và gây ra một số thương vong. Đây là một trong những mỏ ngoài khơi đầu tiên được tháo dỡ tại Việt Nam, đánh dấu tiền lệ cho hoạt động giải thể các mỏ khai thác đã cũ trong khu vực. Mỏ nằm ngoài khơi khu vực Tây Nam Việt Nam (Lô 46/13) và đã bắt đầu quá trình bịt giếng và tháo dỡ từ tháng 12/2024, do PVD và CTCP Dịch vụ Khai thác Dầu khí PTSC (POS, công ty con của PVS) thực hiện. Cụ thể, PVD phụ trách dịch vụ khoan bịt và hủy giếng, đảm bảo bịt kín giếng và cách ly vỉa chứa một cách an toàn. Trong khi đó, POS chịu trách nhiệm tháo dỡ phần cơ sở hạ tầng trên mặt và thiết bị ngầm dưới biển trong khuôn khổ dự án tháo dỡ này. Dự kiến toàn bộ công tác bịt giếng và tháo dỡ sẽ hoàn tất vào cuối năm 2025.

Theo đánh giá sơ bộ của HSC, nguyên nhân vụ việc có thể do khí tích tụ gần bề mặt, và đám cháy đã được khống chế trong vòng 30 phút. Chúng tôi cho rằng sự kiện này ảnh hưởng không đáng kể đến PVD.

Tác động: Giữ nguyên dự báo, điều chỉnh nhẹ giá mục tiêu

HSC chuyển thời điểm dự báo sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới là 8,75%. Chúng tôi tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 23.630đ (tiềm năng tăng giá 31%) từ 22.000đ trước đó và duy trì khuyến nghị Mua vào dựa trên việc giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây cũng như dựa trên kỳ vọng của chúng tôi rằng giá cho thuê giàn khoan theo ngày sẽ tiếp tục ổn định và cải thiện, cũng như dựa trên vị thế thị trường vững chắc của PVD.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 3 tháng qua do giá dầu Brent suy yếu và ảnh hưởng từ thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam, PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, nhỏ hơn 34% so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 21 lần, trong khi lợi suất cổ tức hiện là 0%.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,707	2,020	1,995	2,328	2,447
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	585	698	667	775	937
EPS ĐC (đồng)	1,051	1,254	1,200	1,393	1,685
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
BVPS (đồng)	26,354	28,406	29,606	30,999	32,684
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.50	5.37	6.06	4.76	3.97
P/E ĐC (lần)	17.1	14.3	15.0	12.9	10.7
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0
P/B (lần)	0.68	0.63	0.61	0.58	0.55
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	599	19.3	(4.37)	16.1	21.0
ROAE (%)	4.10	4.58	4.14	4.60	5.29

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

Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới

HSC chuyển thời điểm dự báo từ cuối năm 2025 sang giữa năm 2026 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới là 8,75%. Chúng tôi tăng 7% giá mục tiêu theo phương pháp DC) lên 23.630đ (tiềm năng tăng giá 31%) và duy trì khuyến nghị Mua vào dựa trên việc giá cổ phiếu giảm mạnh gần đây cũng như dựa trên kỳ vọng của chúng tôi rằng giá cho thuê giàn khoan theo ngày sẽ tiếp ổn định và cải thiện, cũng như dựa trên vị thế vững chắc của PVD trên thị trường.

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 7,4% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 23.630đ (từ 22.000đ) sau khi áp dụng các giả định định giá mới.

Những giả định định giá cơ bản của HSC như sau:

- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0%.
- Điều chỉnh beta của PVD từ 1,4 xuống 1,2 (dựa trên beta điều chỉnh 2 năm từ Bloomberg).
- Tăng phần bù rủi ro vốn CSH từ 7,5% lên 8,75% để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ mới của HSC, theo đó giả định WACC giảm xuống 12,3% từ mức 13,7% trước đó.
- Chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025.

Bảng 36: Tính toán, giả định định giá, PVD

UFCF đạt 5,2 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F
EBIT	1.339	1.537	1.512	1.482
Thuế trên EBIT @ 20.0%	(268)	(307)	(302)	(296)
NOPAT	1.071	1.230	1.210	1.186
Khấu hao	965	913	931	879
Thay đổi vốn lưu động	(272)	(123)	(72)	(75)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(310)	(297)	(284)	(284)
Dòng tiền HĐ khác	(55)	(25)	(15)	(15)
UFCF	1.399	1.698	1.770	1.690
Hệ số chiết khấu	1.06	1.19	1.34	1.50
Giá trị hiện tại	1.320	1.428	1.325	1.127
Tổng UFCF	5.199			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 37: Giả định giá mục tiêu, PVD

Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0,0%
EV/EBITDA	5,8x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	9.189
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	5.199
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp	14.389
Cộng: Tiền	3.330
Trừ: Tổng nợ	(4.574)
Giá trị vốn CSH	13.145
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	556,3
Giá mục tiêu 12 tháng	23.630
Thị giá (đồng)	17.950
Tiềm năng tăng giá	31,6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 38: Tính toán WACC, PVD

Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,2
Phần bù rủi ro vốn CSH	8,75%
Chi phí vốn CSH	14,4%
Chi phí nợ trước thuế	7,5%
Thuế suất theo luật định	20,0%
Chi phí nợ	6,0%
Tỷ trọng vốn CSH	75,0%
Tỷ trọng nợ	25,0%
WACC	12,3%

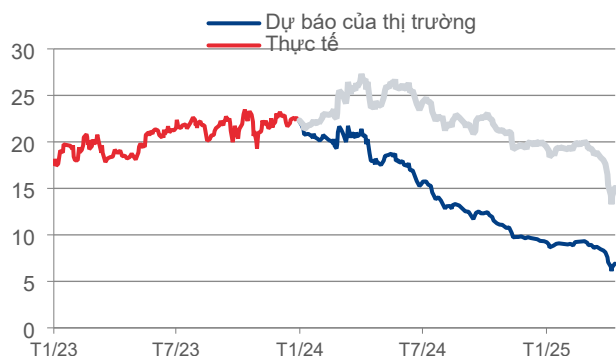
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 25% trong 3 tháng qua do giá dầu Brent suy yếu và ảnh hưởng từ thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam, PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần, nhỏ hơn 34% so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 21 lần, trong khi lợi suất cổ tức hiện là 0%. Nếu Công ty có kế hoạch chi trả cổ tức tiền mặt, điều này có thể hỗ trợ tâm lý tích cực cho cổ phiếu, tuy nhiên chúng tôi vẫn giữ quan điểm rằng PVD sẽ không chi trả cổ tức tiền mặt trong tương lai gần.

Biểu đồ 39: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVD

PVD hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,8 lần ...



Nguồn: HSC

Biểu đồ 40: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PVD

...thấp hơn 2,4 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 21 lần



Nguồn: HSC

Bảng 41: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành trong nước, PVD

PVD đang giao dịch ở mức giá thấp hơn so với các DN cùng ngành trong nước tính theo EV/EBITDA

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	ROE 2025
GAS	5.687	8,3	8,3	12,0	12,6	2,3	20%
BSR	2.097	14,8	13,2	118,5	90,4	1,0	1%
PVS	479	3,1	2,4	14,2	13,2	0,9	8%
Bình quân	1.288	9,0	7,8	66,4	51,8	0,9	5%
Bình quân (không bao gồm BSR)	5.687	8,3	8,3	12,0	12,6	2,3	20%
PVD	386	6,0	4,8	14,8	12,9	0,6	4%
Chênh lệch so với bình quân (không bao gồm BSR)	-93%	-27%	-43%	24%	2%	-74%	-80%

Nguồn: HSC ước tính

Phân tích độ nhạy

Trong kịch bản cơ sở, HSC giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% và lãi suất phi rủi ro ở mức 4%, tương ứng với giá mục tiêu 23.630đ/cp.

Bảng 42: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), PVD

Giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 0% và lãi suất phi rủi ro ở mức 4%, theo đó giá mục tiêu là 23.630đ/cp

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-4,0%	-2,0%	0,0%	2,0%	4,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	20.067	22.273	25.246	29.469	35.941
	3,5%	19.556	21.634	24.412	28.314	34.195
	4,0%	19.068	21.029	23.630	27.244	32.607
	4,5%	18.603	20.455	22.893	26.248	31.157
	5,0%	18.158	19.909	22.199	25.320	29.827

Nguồn: HSC ước tính

Những rủi ro chính

- Giá cho thuê giàn khoan theo ngày và công suất hoạt động của giàn khoan giảm xuống.
- Bất kỳ sự chậm trễ nào trong việc phê duyệt đầu tư cho các giàn khoan tự nâng bổ sung.

- Tài sản lỗi thời: Do quá trình chuyển đổi năng lượng đang diễn ra, có khả năng giàn khoan của PVD sẽ không còn cần thiết trong tương lai.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	5,804	9,288	10,551	12,125	12,836
Lợi nhuận gộp	1,305	1,754	1,999	2,254	2,478
Chi phí BH&QL	(547)	(635)	(776)	(891)	(943)
Thu nhập khác	155	77.6	0	0	0
Chi phí khác	(64.1)	(59.8)	0	0	0
EBIT	850	1,137	1,224	1,363	1,535
Lãi vay thuần	(258)	(248)	(403)	(403)	(363)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	66.1	48.7	48.7	48.7	48.7
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0	0	0	0	0
LNTT	658	937	869	1,009	1,221
Chi phí thuế TNDN	(112)	(239)	(174)	(202)	(244)
Lợi ích cổ đông thiểu số	38.9	(0.12)	(27.8)	(32.3)	(39.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	585	698	667	775	937
Lợi nhuận thuần ĐC	585	698	667	775	937
EBITDA ĐC	1,707	2,020	1,995	2,328	2,447
EPS (đồng)	1,051	1,254	1,200	1,393	1,685
EPS ĐC (đồng)	1,051	1,254	1,200	1,393	1,685
DPS (đồng)	0	0	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	556	556	556	556	556
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	556	556	556	556	556
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	556	556	556	556	556

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	2,256	2,203	2,485	3,335	4,521
Đầu tư ngắn hạn	1,278	770	844	970	1,027
Phải thu khách hàng	2,314	3,469	3,904	4,486	4,749
Hàng tồn kho	1,000	1,216	1,583	1,819	1,925
Các tài sản ngắn hạn khác	79.8	124	137	158	167
Tổng tài sản ngắn hạn	6,928	7,782	8,953	10,767	12,389
TSCĐ hữu hình	13,115	12,861	14,839	14,041	13,304
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	9.23	1,222	655	799	920
Đầu tư vào Cty LD,LK	666	681	709	737	766
Tài sản dài hạn khác	914	1,068	1,002	1,152	1,219
Tổng tài sản dài hạn	14,705	15,832	17,206	16,729	16,210
Tổng cộng tài sản	21,633	23,614	26,159	27,496	28,599
Nợ ngắn hạn	553	507	532	557	582
Phải trả người bán	569	1,173	1,055	1,212	1,284
Nợ ngắn hạn khác	1,666	2,235	2,638	3,031	3,209
Tổng nợ ngắn hạn	3,146	4,124	4,436	5,043	5,331
Nợ dài hạn	2,788	2,541	4,041	3,841	3,641
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	801	897	950	1,091	1,155
Tổng nợ dài hạn	3,589	3,438	4,991	4,933	4,797
Tổng nợ phải trả	6,735	7,562	9,427	9,976	10,128
Vốn chủ sở hữu	14,661	15,802	16,470	17,245	18,182
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	250	263	276	289
Tổng vốn chủ sở hữu	14,898	16,052	16,732	17,520	18,472
Tổng nợ phải trả và VCSH	21,633	23,615	26,160	27,496	28,600
BVPS (đ)	26,354	28,406	29,606	30,999	32,684
Nợ thuần/(tiền mặt)	1,085	846	2,088	1,064	(297)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	850	1,137	1,224	1,363	1,535
Khấu hao	(857)	(884)	(772)	(965)	(913)
Lãi vay thuần	(258)	(248)	(403)	(403)	(363)
Thuế TNDN đã nộp	(141)	(281)	(282)	(257)	(269)
Thay đổi vốn lưu động	905	1,512	1,825	2,098	2,221
Khác	(604)	(1,977)	(2,309)	(2,581)	(2,556)
LCT thuần từ HKKD	1,616	1,037	887	1,258	1,526
Đầu tư TS dài hạn	(406)	(1,842)	(2,183)	(310)	(297)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	(488)	1,084	375	328	466
LCT thuần từ HĐĐT	(894)	(758)	(1,808)	18.2	169
Cổ tức trả cho CSH	(3.49)	(3.49)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(494)	(292)	1,525	(175)	(175)
Khác	(46.9)	(36.0)	(321)	(252)	(334)
LCT thuần từ HĐTC	(544)	(332)	1,204	(427)	(509)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,079	2,256	2,203	2,485	3,335
LCT thuần trong kỳ	177	(52.8)	283	849	1,186
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,256	2,203	2,485	3,335	4,521
Dòng tiền tự do	1,210	(805)	(1,296)	948	1,229

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	22.5	18.9	18.9	18.6	19.3
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	29.4	21.8	18.9	19.2	19.1
Tỷ suất LNT (%)	10.1	7.51	6.32	6.39	7.30
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.1	25.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	6.86	60.0	13.6	14.9	5.86
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	115	18.4	(1.24)	16.7	5.14
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	668	19.3	(4.37)	16.1	21.0
Tăng trưởng EPS (%)	599	19.3	(4.37)	16.1	21.0
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	599	19.3	(4.37)	16.1	21.0
Tăng trưởng DPS (%)	-	nm	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.10	4.58	4.14	4.60	5.29
ROACE (%)	4.68	5.99	5.94	6.17	6.71
Vòng quay tài sản (lần)	0.27	0.41	0.42	0.45	0.46
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.90	0.91	0.72	0.92	0.99
Số ngày tồn kho	81.1	58.9	67.5	67.3	67.9
Số ngày phải thu	188	168	167	166	167
Số ngày phải trả	46.2	56.8	45.0	44.8	45.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	8.04	6.37	13.3	6.87	(0.93)
Nợ/tài sản (%)	15.9	13.6	17.9	16.4	15.2
EBIT/lãi vay (lần)	3.30	4.58	3.03	3.38	4.23
Nợ/EBITDA (lần)	2.01	1.59	2.35	1.94	1.78
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.20	1.89	2.02	2.13	2.32
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.91	1.17	1.15	0.91	0.76
EV/EBITDA ĐC (lần)	6.50	5.37	6.06	4.76	3.97
P/E (lần)	17.1	14.3	15.0	12.9	10.7
P/E ĐC (lần)	17.1	14.3	15.0	12.9	10.7
P/B (lần)	0.68	0.63	0.61	0.58	0.55
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	0	0	0

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

Mua vào (giữ nguyên)

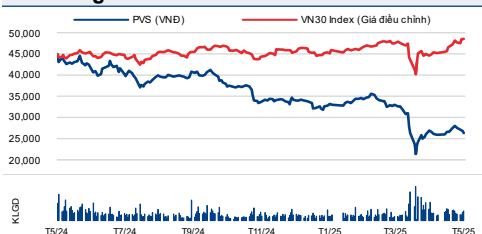
Giá mục tiêu: VNĐ38,000 (từ VNĐ43,300)

Tiềm năng tăng/giảm: 46.2%

Giá cổ phiếu (đồng) (23/5/2025) 26,000

Mã Bloomberg	PVS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	21,400-44,556
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	26,660
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	12,427
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	480
Slg CP lưu hành (tr.đv)	478
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	160
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	15.6%
Tỷ lệ freefloat	43.7%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (51.4%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	(2.26)	(24.2)	(42.2)
So với chỉ số	(9.63)	(27.2)	(46.5)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,802	2,236	(19.4)
2026F	1,977	2,401	(17.7)
2027F	1,930	2,727	(29.2)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

PVS là doanh nghiệp dịch vụ năng lượng hàng đầu tại Việt Nam, với thị phần chính trong mảng xây dựng EPCI & FPSO/FSO. Công ty cũng đang tham gia mảng năng lượng tái tạo với vai trò nhà thầu cho các dự án điện ngoài khơi.

Chuyên viên phân tích

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

Bước vào chu kỳ đầu tư vốn lớn hơn

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS nhưng giảm 12,2% giá mục tiêu xuống 38.000đ/cp do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận mảng EPCI, áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026.
- Chúng tôi giảm bình quân 10,6% dự báo lợi nhuận thuần cho giai đoạn 2025-2027. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận thuần HĐKD cốt lõi có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm đạt lần lượt 14% và 12% trong giai đoạn 3 năm.
- Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), P/E điều chỉnh dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 21,1 lần và 19,2 lần. PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023.

Sự kiện: Kế hoạch đầu tư 5 năm cao hơn kỳ vọng

PVS vừa tổ chức buổi gặp gỡ với chuyên viên phân tích trong đó Công ty chia sẻ tổng quan về kế hoạch đầu tư vốn lớn trong 5 năm tới trong mảng dầu khí và năng lượng tái tạo. Công ty dự kiến chi 28 nghìn tỷ đồng để đầu tư vào các nhà máy điện gió, nâng cấp cơ sở vật chất và mua sắm thêm tàu dịch vụ. Trong dài hạn, PVS kỳ vọng có thể mở rộng hoạt động kinh doanh sang các mảng mới như cung cấp tàu FSRU, hợp đồng EPC cho nhà máy điện hạt nhân tại Việt Nam, và thu giữ carbon từ các nguồn phát thải. Với tầm nhìn này, PVS lên kế hoạch đẩy mạnh đầu tư hạ tầng nhằm tận dụng lợi thế cạnh tranh hiện có trong lĩnh vực kết cấu ngoài khơi và hạ thủy kết cấu ngoài khơi.

Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027 do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận mảng EPCI

Cho năm 2025-2026, HSC giảm lần lượt 12-14% dự báo giá dầu Brent xuống 67,5 USD/thùng và 64,7 USD/thùng (từ 76,7 USD/thùng và 75 USD/thùng trước đó). Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng giá dầu Brent vẫn có khả năng tăng trở lại nếu Mỹ tiếp tục áp đặt các lệnh trừng phạt đối với hoạt động xuất khẩu dầu thô của Iran trong trường hợp các cuộc đàm phán hạt nhân thất bại.

Chúng tôi giảm bình quân 10,6% dự báo lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2025-2027 do giảm giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPCI. Chúng tôi cũng lùi thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025 và áp dụng phần bù rủi ro vốn CSH mới là 8,75% (tăng từ 7,5% trước đó) để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua do giá dầu Brent suy yếu trong bối cảnh lo ngại về thuế quan của Tổng thống Trump, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 13,9 lần, thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 19,4 lần.

HSC giảm 12% giá mục tiêu xuống 38.000đ/cp từ 43.300đ/cp, phản ánh việc tăng phần bù rủi ro vốn CSH, chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026 từ cuối năm 2025, và giảm giả định giá dầu Brent. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,131	1,200	1,526 ▼	1,705 ▼	1,667 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,026	1,070	1,076 ▼	1,181 ▼	1,153 ▼
EPS ĐC (đồng)	1,657	1,747	1,802 ▼	1,977 ▼	1,930 ▼
DPS (đồng)	790	793	793	793	793
BVPS (đồng)	26,852	28,388	29,847	31,525	33,144
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.44	2.22	3.18	2.39	2.32
P/E ĐC (lần)	15.7	14.9	14.4	13.2	13.5
Lợi suất cổ tức (%)	3.04	3.05	3.05	3.05	3.05
P/B (lần)	0.97	0.92	0.87	0.82	0.78
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.98	5.47	3.11	9.74	(2.37)
ROAE (%)	8.16	8.10	7.73	8.05	7.46

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

Mục tiêu đầu tư tham vọng hơn trong trung hạn

PVS định hướng cho một chu kỳ đầu tư mạnh mẽ hơn trong ngắn và trung hạn với kế hoạch chi 2,4 nghìn tỷ đồng trong năm 2025 và lên tới 28 nghìn tỷ đồng cho giai đoạn 2026–2030. Mức này cao hơn nhiều so với giả định trước đó của HSC là 1 nghìn tỷ đồng mỗi năm trong 5 năm tới. Trong báo cáo này, chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tỷ suất lợi nhuận của mảng EPCI, tăng phần bù rủi ro vốn CSH và chuyển thời điểm định giá sang giữa năm 2026. HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và giảm giá mục tiêu xuống 38.000đ.

Chiến lược mới với kế hoạch đầu tư vốn lớn hơn

Cho năm 2025, Công ty dự kiến đầu tư 2,4 nghìn tỷ đồng để mở rộng công suất sản xuất, cao gần gấp ba lần mức 855 tỷ đồng của năm 2024, tập trung vào mở rộng hệ thống cảng và đội tàu dịch vụ. Đáng chú ý, trong giai đoạn 2026–2030, PVS lên kế hoạch đầu tư tổng cộng 28 nghìn tỷ đồng (Bảng 45), tương đương khoảng 5,6 nghìn tỷ mỗi năm – cao hơn nhiều so với mức bình quân 649 tỷ đồng/năm trong 5 năm qua. Xu hướng tăng mạnh đầu tư này cũng đang diễn ra ở các công ty khác như PVD (đầu tư vào giàn khoan tự nâng và thiết bị bịt và bỏ giếng). Kế hoạch đầu tư vốn của PVS cao hơn nhiều so với ước tính hiện tại của chúng tôi là 1 nghìn tỷ đồng/năm.

Trong khi đó, phần lớn các hợp đồng EPC hiện tại của PVS vẫn đang triển khai đúng tiến độ, ngoại trừ tuyến ống dẫn khí trên bờ thuộc dự án Lô B – Ô Môn đang gặp một số chậm trễ trong công tác giải phóng mặt bằng.

Bảng 43: Kế hoạch vốn đầu tư giai đoạn 2026-2030

Mở rộng mảng năng lượng tái tạo và mảng dầu khí

	Tỷ đồng
Điện gió ngoài khơi xuất khẩu sang Singapore	10.000
Cơ sở hạ tầng cho cơ khí, tự động hóa	6.810
Tàu dịch vụ	4.835
Cảng	3.270
Đóng góp vốn chủ sở hữu cho các dịch vụ FSO/FPSO/FRSU	1.250
Dự án cấp ngầm	1.000
Đầu tư các hạng mục cơ sở hạ tầng khác	534
Tổng cộng	27.699

Nguồn: PVS

Trong dài hạn, PVS định hướng mở rộng sang các lĩnh vực kinh doanh mới dựa trên lợi thế cạnh tranh cốt lõi của mình trong mảng kết cấu ngoài khơi và dịch vụ bốc dỡ thiết bị ngoài khơi, nhờ đầu tư mạnh vào hệ thống cảng dịch vụ thông qua nhiều dự án. Các lĩnh vực trọng tâm mới bao gồm thu giữ carbon, nhà máy điện hạt nhân và tàu tái hóa khí nổi (FSRU). Đối với mảng điện hạt nhân, Công ty kỳ vọng có thể đảm nhận tới 60% tổng vốn đầu tư của một dự án nhà máy điện hạt nhân. FSRU giúp tăng công suất tái hóa khí LNG từ các kho cảng tiếp nhận, tuy nhiên chỉ phù hợp trong điều kiện biển lặng. PVGas hiện cũng đã có kế hoạch sử dụng FSRU để gia tăng công suất tái hóa khí LNG trong giai đoạn cao điểm 2026–2029, khi các kho cảng LNG mới đang được xây dựng để đáp ứng nhu cầu LNG gia tăng từ các nhà máy nhiệt điện.

Đối với dự án điện gió ngoài khơi hướng đến mục tiêu xuất khẩu điện sang Singapore và Malaysia, Công ty đã triển khai thu thập dữ liệu gió trong ít nhất một năm qua. Dự án này nhận được sự ủng hộ từ chính phủ ba nước: Singapore, Việt Nam và Malaysia. Tổng vốn đầu tư dự kiến vượt hơn 10 tỷ USD, bao gồm cả chi phí lắp đặt cáp ngầm dưới biển để truyền tải điện.

Kế hoạch HĐKD cho năm 2025

PVS đặt kế hoạch HĐKD cho năm 2025 như sau:

- Doanh thu: 22,5 nghìn tỷ (giảm 7%, tương đương 74% dự báo cả năm của HSC).
- LNTT: 1 nghìn tỷ (giảm 35%, tương đương 71% dự báo cả năm của chúng tôi).

HSC cho rằng mục tiêu này khá thận trọng, đặc biệt trong bối cảnh PVS đã ký được các hợp đồng EPC cho vài năm tới, với giá trị hợp đồng chưa thực hiện vượt hơn 2 tỷ USD.

Cập nhật dự báo giá dầu Brent

HSC cập nhật dự báo giá dầu Brent như sau: 67,5 USD/thùng trong năm 2025 (giảm 12% so với dự báo trước đó và giảm 15,5% so với năm trước) và 64,7 USD/thùng trong năm 2026 (giảm 13,7% so với dự báo trước đó và giảm 4% so với năm trước). Dự báo được điều chỉnh dựa trên mức dự báo trung vị từ Bloomberg tại thời điểm ngày 21/4.

Bảng 44: Dự báo giá dầu Brent

Dự báo giá dầu Brent sẽ đạt 64,7 USD/thùng

USD/thùng	Thực tế 2024	Dự báo mới		
		2025F	2026F	2027F
Giá dầu Brent	79,9	67,5	64,7	65,6
Tăng/giảm	-2,9%	-15,5%	-4,0%	1,3%
Dự báo cũ				
Giá dầu Brent		76,7	75,0	-
Tăng/giảm		-4,0%	-2,2%	-

Nguồn: Trung vị dự báo của Bloomberg

Dự báo mới

HSC điều chỉnh giảm từ 8,4% đến 12,1% dự báo lợi nhuận thuần của PVS cho giai đoạn 2025-2027 do giả định tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPCI là 1,5% cho năm 2025 (giảm từ 2,5% trước đó) và 2,3% cho năm 2026-2027. Dựa trên kế hoạch chi đầu tư lớn trong trung hạn, HSC dự kiến PVS sẽ tiếp tục ghi nhận chi phí đầu tư vào chi phí hoạt động thay vì vốn hóa (nghĩa là ghi nhận toàn bộ chi phí ngay thay vì phân bổ dần theo thời gian) nhằm đẩy nhanh tiến độ thực hiện dự án. Tuy nhiên, cách hạch toán này cũng sẽ làm giảm tỷ suất lợi nhuận trong ngắn hạn.

Bảng 45: Dự báo lợi nhuận, PVS

Điều chỉnh hạ dự báo lợi nhuận giai đoạn 2025-2027

(Tỷ đồng, %)	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Doanh thu thuần	23.770	29.618	37.184	35.191	31.997	36.558	34.627	-7,4%	1,7%	1,6%
Lợi nhuận gộp	1.065	1.338	1.498	1.473	1.583	1.693	1.646	-15,5%	-11,5%	-10,5%
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	864	759	765	659	742	742	639	2,3%	3,1%	3,1%
Lợi nhuận thuần	1.070	1.076	1.181	1.153	1.176	1.343	1.299	-8,4%	-12,1%	-11,2%
Thanh toán từ nhà cung cấp sau thuế	249									
Lợi nhuận thuần điều chỉnh	821	1.076	1.181	1.153	1.176	1.343	1.299	-8,4%	-12,1%	-11,2%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4,5%	4,5%	4,0%	4,2%	4,9%	4,6%	4,8%	-0,4ppt	-0,6ppt	-0,6ppt
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4,5%	3,6%	3,2%	3,3%	3,7%	3,7%	3,8%	0,0ppt	-0,5ppt	-0,5ppt
Tỷ suất lợi nhuận cốt lõi	3,5%	3,6%	3,2%	3,3%	3,7%	3,7%	3,8%	0,0ppt	-0,5ppt	-0,5ppt
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	22,7%	24,6%	25,5%	-5,4%	65,2%	14,3%	-5,3%			
Lợi nhuận gộp	2,5%	25,6%	12,0%	-1,7%	52,3%	7,0%	-2,8%			
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	32,7%	-12,2%	0,7%	-13,8%	14,0%	0,0%	-13,8%			
Lợi nhuận thuần	4,2%	0,6%	9,7%	-2,4%	14,5%	14,3%	-3,3%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	-0,9ppt	0,0ppt	-0,5ppt	0,2ppt	-0,4ppt	-0,3ppt	0,1ppt			
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	-0,8ppt	-0,9ppt	-0,5ppt	0,1ppt	-1,6ppt	0,0ppt	0,1ppt			
Tăng trưởng	-1,8ppt	0,2ppt	-0,5ppt	0,1ppt	-1,6ppt	0,0ppt	0,1ppt			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 46: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp, PVS

Điều chỉnh hạ ước tính lợi nhuận gộp của mảng EPC trong giai đoạn 2025-2027

(Tỷ đồng, %)	Thực tế	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
Net sales	23.877	29.752	37.352	35.349	31.996	36.557	34.625	-7,0%	2,2%	2,1%
Tàu dịch vụ	2.168	2.385	2.504	2.504	2.385	2.504	2.504	0,0%	0,0%	0,0%
FPSO/FSO	2.369	2.369	2.369	2.369	2.369	2.369	2.369	0,0%	0,0%	0,0%
ROV	507	507	507	507	507	507	507	0,0%	0,0%	0,0%
Dịch vụ cảng	1.458	1.604	1.764	1.764	1.604	1.764	1.764	0,0%	0,0%	0,0%
ECPI	14.016	19.257	26.278	23.947	21.500	25.483	23.223	-10,4%	3,1%	3,1%
O&M	2.715	2.986	3.285	3.613	2.986	3.285	3.613	0,0%	0,0%	0,0%
Dịch vụ cảng	645	645	645	645	645	645	645	0,0%	0,0%	0,0%
Lợi nhuận gộp	1.133	1.344	1.505	1.480	1.583	1.693	1.646	-15,1%	-11,1%	-10,1%
Tàu dịch vụ	223	286	300	300	286	300	300	0,0%	0,0%	0,0%
FPSO/FSO	133	166	166	166	166	166	166	0,0%	0,0%	0,0%
ROV	58	51	51	51	51	51	51	0,0%	0,0%	0,0%
Dịch vụ cảng	310	353	388	388	353	388	388	0,0%	0,0%	0,0%
ECPI	207	298	398	359	537	585	525	-44,5%	-32,0%	-31,6%
O&M	115	125	138	152	125	138	152	0,0%	0,0%	0,0%
Dịch vụ cảng	87	64	64	64	64	64	64	0,0%	0,0%	0,0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	4,7%	4,5%	4,0%	4,2%	4,9%	4,6%	4,8%			
Tàu dịch vụ	10,3%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%			
FPSO/FSO	5,6%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%			
ROV	11,4%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%			
Dịch vụ cảng	21,3%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%			
ECPI	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	2,5%	2,3%	2,3%			
O&M	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%			
Dịch vụ cảng	13,6%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%			

Nguồn: HSC ước tính

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC giảm 12% giá mục tiêu theo phương pháp DCF xuống 38.000đ/cp (từ 43.300đ/cp) sau khi giảm dự báo lợi nhuận và áp dụng các giả định thận trọng hơn trong định giá.

Những giả định định giá cơ bản của HSC như sau:

- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1%.
- Tăng phần bù rủi ro vốn CSH từ 7,5% lên 8,75% để thống nhất với tiêu chuẩn nội bộ mới của HSC, theo đó giả định WACC tăng lên 12,8% từ mức 10,4% trước đó.

Bảng 47: Giả định định giá, PVS

Dòng tiền tự do không vay nợ đạt 2,6 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	1.480	1.628	1.604	1.516	1.587
Thuế suất 20.0%	(296)	(326)	(321)	(303)	(317)
EBIT sau thuế	1.184	1.303	1.283	1.212	1.269
Khấu hao	718	688	713	725	728
Thay đổi vốn lưu động	(2.505)	461	(123)	(81)	(211)
Chi phí đầu tư	(964)	(1.023)	(1.012)	(725)	(728)
Dòng tiền hoạt động khác	(77)	(81)	(81)	(87)	(90)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(215)	(236)	(231)	(216)	(227)
Dòng tiền tự do trước nợ vay	(1.860)	1.111	549	828	741
Chiết khấu	0,00	1,06	1,20	1,35	1,53
Giá trị hiện tại của UCF		1.046	458	611	485
Tổng UFCF		2.600			

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 48: Tính toán WACC, PVS

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,2
Phần bù rủi ro vốn CSH	8,8%
Chi phí vốn CSH	14,9%
Chi phí nợ trước thuế	6,0%
Thuế suất	20,0%
Chi phí nợ	4,8%
Tỷ trọng vốn CSH	80,0%
Tỷ trọng nợ	20,0%
WACC	12,9%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 49: Tính toán giá mục tiêu, PVS

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1,0%
EV/EBITDA	2,7x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	4.131
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	2.600
Giá trị hiện tại của DN	6.732
Cộng: Tiền & tương đương tiền	13.414
Trừ: Tổng nợ	(1.959)
Giá trị vốn CSH	18.186
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	478
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	38.000

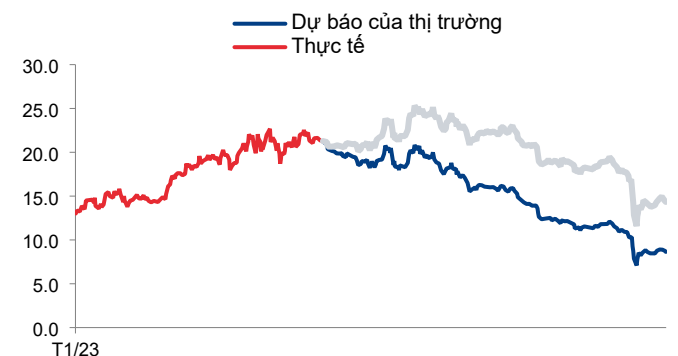
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu giảm 24% trong 3 tháng qua do giá dầu Brent suy yếu (giảm 17%) và ảnh hưởng từ thuế đối ứng của Mỹ đối với Việt Nam, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần, nhỏ hơn 26% so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 19,4 lần. Lợi suất cổ tức tương đối hấp dẫn ở mức 3,1%, tuy nhiên khả năng chi trả cổ tức tiền mặt trong tương lai có thể giảm nếu Công ty thực hiện kế hoạch đầu tư dài hạn với quy mô lớn như đã đề cập.

Biểu đồ 50: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVS

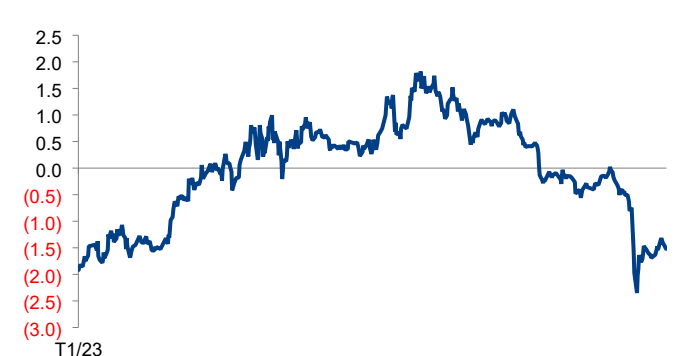
PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,9 lần..



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 51: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, PVS

...thấp hơn 1,6 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 19,4 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 52: So sánh các DN cùng ngành, PVS

Cổ phiếu PVS giao dịch ở mức chiết khấu sau so với các DN cùng ngành theo EV/EBITDA

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026	P/B 2025	ROE 2025
GAS	5.687	8,3	8,3	12,0	12,6	2,3	20%
BSR	2.097	14,8	13,2	118,5	90,4	1,0	1%
PVD	386	6,0	4,8	14,8	12,9	0,6	4%
Bình quân ngành	2.723	9,7	8,8	48,4	38,6	1,3	9%
Bình quân ngành (trừ BSR)	3.036	7,1	6,6	13,4	12,8	1,5	12%
PVS	479	3,1	2,4	14,2	13,2	0,9	8%
Chênh lệch so với bình quân (trừ BSR)	-84%	-56%	-64%	6%	3%	-41%	-37%

Nguồn: HSC ước tính

Phân tích độ nhạy

Trong kịch bản cơ sở, HSC giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% và lãi suất phi rủi ro ở mức 4%. Theo đó, giá mục tiêu cho cổ phiếu PVS là 38.000đ/cp.

Bảng 53: Phân tích độ nhạy, PVS

Giá mục tiêu là 38.000đ với giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn là 1% và lãi suất phi rủi ro là 4%

		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%	3,0%
Lãi suất phi rủi ro	3,0%	37.400	38.100	39.000	40.000	41.300
	3,5%	37.000	37.700	38.500	39.500	40.600
	4,0%	36.700	37.300	38.000	38.900	40.000
	4,5%	36.300	36.900	37.600	38.500	39.400
	5,0%	36.000	36.600	37.200	38.000	38.900

Nguồn: HSC ước tính

Những tiềm năng và rủi ro đầu tư chính
Rủi ro giảm giá

Rủi ro đối với Công ty đến từ việc các hợp đồng FSO/FPSO bị hủy đột ngột. Lưu ý, trong năm 2024, lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết (chủ yếu từ FSO/FPSO) đóng góp 51% vào LNTT của PVS.

Tiềm năng tăng giá

HSC hiện chưa đưa vào mô hình định giá bất kỳ hợp đồng tiềm năng nào có thể được ký mới cho mảng EPC như: hợp đồng đường ống dẫn khí ngầm dưới biển thuộc dự án Lô B - Ô Môn (doanh thu hợp đồng ước tính đạt 1 tỷ USD, đang trong giai đoạn đấu thầu) và các hợp đồng FPSO như FPSO Lạc Đà Vàng (tổng giá trị hợp đồng 416 triệu USD cho 10 năm kèm tùy chọn gia hạn thêm 5 năm, PTSC Asia Pacific đã thắng thầu), FSO cho dự án Lô B - Ô Môn. Các dự án này nếu được triển khai có thể tạo tiềm năng tăng giá cho giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	19,374	23,770	29,618	37,184	35,191
Lợi nhuận gộp	1,039	1,065	1,338	1,498	1,473
Chi phí BH&QL	(1,052)	(1,330)	(1,288)	(1,246)	(1,179)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(13.2)	(265)	49.2	253	295
Lãi vay thuần	573	351	327	186	231
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	651	864	759	765	659
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	66.0	603	267	335	317
LN TT	1,277	1,553	1,402	1,538	1,502
Chi phí thuế TNDN	(217)	(299)	(280)	(308)	(300)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(33.5)	(185)	(44.9)	(49.2)	(48.0)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,026	1,070	1,076	1,181	1,153
Lợi nhuận thuần ĐC	792	835	861	945	923
EBITDA ĐC	1,131	1,200	1,526	1,705	1,667
EPS (đồng)	2,148	2,238	2,252	2,471	2,413
EPS ĐC (đồng)	1,657	1,747	1,802	1,977	1,930
DPS (đồng)	790	793	793	793	793
Slg CP bình quân (triệu đv)	478	478	478	478	478
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	478	478	478	478	478
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	478	478	478	478	478

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,757	11,422	9,528	10,613	11,117
Đầu tư ngắn hạn	4,329	3,886	3,886	3,886	3,886
Phải thu khách hàng	4,185	6,244	6,897	8,659	8,195
Hàng tồn kho	1,470	1,830	2,324	2,933	2,771
Các tài sản ngắn hạn khác	548	500	500	500	500
Tổng tài sản ngắn hạn	16,290	23,882	23,137	26,592	26,470
TSCĐ hữu hình	3,391	3,588	3,438	3,566	3,624
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	164	160	156	153	150
Đầu tư dài hạn	373	430	826	1,035	1,275
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,943	4,729	4,870	5,017	5,167
Tài sản dài hạn khác	1,254	1,289	1,289	1,289	1,289
Tổng tài sản dài hạn	10,126	10,195	10,580	11,059	11,505
Tổng cộng tài sản	26,416	34,077	33,716	37,650	37,975
Nợ ngắn hạn	1,176	869	869	869	869
Phải trả người bán	3,513	4,654	5,036	6,355	6,004
Nợ ngắn hạn khác	3,988	7,663	5,924	7,437	7,038
Tổng nợ ngắn hạn	9,060	13,938	12,581	15,413	14,663
Nợ dài hạn	564	790	1,090	1,390	1,690
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	695	741	741	741	741
Nợ dài hạn khác	2,553	3,867	3,867	3,867	3,867
Tổng nợ dài hạn	3,812	5,399	5,699	5,999	6,299
Tổng nợ phải trả	12,872	19,337	18,280	21,411	20,962
Vốn chủ sở hữu	12,834	13,569	14,266	15,068	15,842
Lợi ích cổ đông thiểu số	710	1,171	1,171	1,171	1,171
Tổng vốn chủ sở hữu	13,544	14,740	15,437	16,239	17,013
Tổng nợ phải trả và VCSH	26,416	34,077	33,716	37,650	37,975
BVPS (đ)	26,852	28,388	29,847	31,525	33,144
Nợ thuần/(tiền mặt)	(4,017)	(9,762)	(7,569)	(8,353)	(8,558)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(13.2)	(265)	49.2	253	295
Khấu hao	(493)	(601)	(718)	(688)	(713)
Lãi vay thuần	573	351	327	186	231
Thuế TNDN đã nộp	(219)	(350)	(280)	(308)	(300)
Thay đổi vốn lưu động	(345)	2,840	(2,505)	461	(123)
Khác	(127)	1,581	113	(40.0)	(198)
LCT thuần từ HKKD	(285)	4,343	(1,985)	964	284
Đầu tư TS dài hạn	(1,037)	(855)	(964)	(1,023)	(1,012)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	1,855	1,917	1,108	1,134	1,161
LCT thuần từ HĐĐT	818	1,062	144	111	149
Cổ tức trả cho CSH	(378)	(379)	(379)	(379)	(379)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	364	(80.7)	300	300	300
Khác	18.3	719	26.8	89.5	151
LCT thuần từ HĐTC	4.64	259	(52.5)	10.3	71.9
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,219	5,757	11,422	9,528	10,613
LCT thuần trong kỳ	538	5,664	(1,894)	1,085	504
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,757	11,422	9,528	10,613	11,117
Dòng tiền tự do	(1,322)	3,488	(2,949)	(59.8)	(728)

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.36	4.48	4.52	4.03	4.19
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.84	5.05	5.15	4.59	4.74
Tỷ suất LNT (%)	5.30	4.50	3.63	3.18	3.28
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	19.2	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.4	22.7	24.6	25.5	(5.36)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.45)	6.15	27.1	11.7	(2.25)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.98	5.47	3.11	9.74	(2.37)
Tăng trưởng EPS (%)	3.74	4.22	0.62	9.74	(2.37)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.98	5.47	3.11	9.74	(2.37)
Tăng trưởng DPS (%)	(12.1)	0.41	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	35.5	35.2	32.1	32.9
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.16	8.10	7.73	8.05	7.46
ROACE (%)	(0.08)	(1.42)	0.24	1.17	1.29
Vòng quay tài sản (lần)	0.74	0.79	0.87	1.04	0.93
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	21.5	(16.4)	(40.3)	3.81	0.96
Số ngày tồn kho	29.3	29.4	30.0	30.0	30.0
Số ngày phải thu	83.3	100	89.0	88.6	88.7
Số ngày phải trả	69.9	74.8	65.0	65.0	65.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(30.3)	(69.0)	(50.2)	(52.7)	(51.5)
Nợ/tài sản (%)	7.08	6.06	7.02	7.08	7.81
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.90	6.14	3.08	2.83	2.94
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	1.71	1.84	1.73	1.81
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.43	0.11	0.16	0.11	0.11
EV/EBITDA ĐC (lần)	7.44	2.22	3.18	2.39	2.32
P/E (lần)	12.1	11.6	11.5	10.5	10.8
P/E ĐC (lần)	15.7	14.9	14.4	13.2	13.5
P/B (lần)	0.97	0.92	0.87	0.82	0.78
Lợi suất cổ tức (%)	3.04	3.05	3.05	3.05	3.05

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) 2021.

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.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC 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 đến 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 5 & 6, Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM
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 W: www.hsc.com.vn