

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

Giá dầu thô: Giai đoạn khó khăn nhất có lẽ vẫn chưa qua

- Cuộc chiến tại Trung Đông có vẻ vẫn còn tiếp tục leo thang – điều này đồng nghĩa với việc các tác động lên ngành Dầu khí có khả năng sẽ kéo dài hơn nữa, ngay cả khi chiến tranh kết thúc. Tình trạng đứt gãy chuỗi cung ứng được dự báo sẽ trở nên trầm trọng hơn nếu eo biển Hormuz tiếp tục bị đóng cửa trong thời gian dài.
- HSC tăng dự báo lợi nhuận cho tất cả các công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị do nhu cầu đối với các dịch vụ dầu khí tại Việt Nam tăng cao, phù hợp với tình hình chung của thế giới. Đồng thời, chúng tôi cũng tăng dự báo giá dầu Brent giai đoạn 2026-2028 thêm 5 USD/thùng mỗi năm (so với dự báo trước đây).
- Mặc dù giá cổ phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Bán ra). GAS hiện là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá là 37%. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS (tiềm năng tăng giá là 32%) và PVD (tiềm năng tăng giá là 25%). Tiềm năng tăng giá có thể sẽ lớn hơn nếu giá dầu Brent tăng cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi đã tiến hành phân tích độ nhạy chi tiết trong báo cáo này.

Xung đột leo thang tại Trung Đông

Cuộc chiến tại Trung Đông, với sự đối đầu giữa Mỹ-Israel và Iran, đang lan rộng sang các nước khác trong khu vực. Cả hai bên đều tỏ ra không sẵn lòng nhượng bộ. HSC cho rằng giai đoạn khó khăn nhất có lẽ vẫn chưa qua – thực tế là tình hình đang trở nên căng thẳng hơn – và do đó, áp lực tăng giá dầu trong thời gian tới là rất lớn. Chúng tôi có những lưu ý như sau:

- Ngày càng có nhiều nước bị kéo vào vòng xoáy chiến tranh, bao gồm Lebanon và UAE (cả hai nước này đều đang hứng chịu các đợt oanh tạc).
- Tình trạng tắc nghẽn tại tuyến hàng hải huyết mạch eo biển Hormuz – nơi đóng vai trò quan trọng cho cả luồng dầu khí đi ra và thực phẩm/phân bón/hàng hóa liên quan đi vào – dường như vẫn đang tiếp diễn.
- Phạm vi chiến tranh đang có dấu hiệu mở rộng: Các nhà máy lọc nước biển, vốn cực kỳ thiết yếu tại các nước Trung Đông (nơi khan hiếm nguồn nước ngọt), dường như cũng trở thành mục tiêu tấn công.
- Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA)/Mỹ đang xả kho dự trữ dầu chiến lược, đồng thời Mỹ cũng tạm hoãn một số lệnh trừng phạt đối với dầu Nga – những động thái này phản ánh những lo ngại về giá dầu trong dài hạn.

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận thuần

Chủ yếu do tăng dự báo giá năng lượng (cùng với các yếu tố quan trọng khác), HSC tăng dự báo lợi nhuận cho tất cả các công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị. Theo đó, tổng lợi nhuận năm 2026 và 2027 được điều chỉnh tăng lần lượt 134% và 103%, sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho BSR. Giá mục tiêu cũng được điều chỉnh tăng bình quân 45%. Đối với cổ phiếu lựa chọn hàng đầu **GAS**, chúng tôi tăng lần lượt 40% và 46% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Đối với **PVS**, chúng tôi tăng lần lượt 33% và 20% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, nhờ tỷ suất lợi nhuận gộp mảng Xây lắp và lợi nhuận HĐ tài chính (nhờ có lượng tiền mặt bằng USD lớn) cải thiện. Đối với **PVD**, chúng tôi tăng 15% và 29% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Kết hợp với dự báo được đưa ra lần đầu cho năm 2028, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm đạt 27,4%. Sau cùng, chúng tôi tăng bình quân 167% dự báo lợi nhuận thuần của BSR trong giai đoạn 2026-2028.

Đáng chú ý, mặc dù tăng mạnh dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, dự báo của chúng tôi cũng cho thấy tổng lợi nhuận thuần năm 2028 sẽ giảm 39,3% khi các điều kiện thị trường dần trở lại trạng thái bình thường.

Định giá và khuyến nghị

Giá cổ phiếu của các công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị đã tăng mạnh trong bối cảnh căng thẳng leo thang tại Trung Đông trong thời gian gần đây, với mức tăng bình quân 59% trong 3 tháng qua. Ở mức giá hiện tại, các cổ phiếu lựa chọn hàng đầu là GAS, PVS và PVD (tất cả đều được khuyến nghị Mua vào) đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ giá dầu Brent cao và nhu cầu dịch vụ dầu khí gia tăng khi định giá cổ phiếu còn ở mức thấp. BSR (nâng khuyến nghị lên Nắm giữ từ Bán ra) vẫn tương đối kém hấp dẫn sau đợt tăng giá đột biến trong thời gian gần đây.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 18/3.

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 (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
BSR	32,750	Nắm giữ	Bán ra	34,000	47.8	3.82	3.33	5.94	2.06	2.57	0	0
GAS	87,900	Mua vào	Bán ra	120,000	62.2	36.5	12.9	13.2	9.89	9.78	4.55	4.55
PVD	37,200	Mua vào	-	46,500	45.3	25.0	12.6	10.00	6.58	5.22	0	0
PVS	41,800	Mua vào	-	55,000	22.6	31.6	10.1	11.0	8.12	9.02	1.67	1.67

Giá cổ phiếu tại ngày 16/3/2026.
 Nguồn: Công ty, FactSet, HSC

Mục lục

Giá dầu: Tiêu điểm là eo biển Hormuz	3
Phản ứng của Chính phủ và doanh nghiệp	4
Dự báo giá dầu mới	4
Phân tích độ nhạy của giá dầu Brent đối với lợi nhuận	6
Định giá và khuyến nghị	6
Báo cáo thành phần	
TCT Khí Việt Nam-CTCP (GAS)	10
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)	18
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD)	25
CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR)	33

Giá dầu: Tiêu điểm là eo biển Hormuz

Lưu lượng dầu thô và các sản phẩm dầu mỏ đi qua eo biển Hormuz đã giảm hơn 90% kể từ ngày 28/2/2026, khi Mỹ và Israel bắt đầu các cuộc tấn công nhắm vào Iran. Khả năng IEA và Mỹ xả kho dự trữ chiến lược cùng với các yếu tố khác có thể tạm thời hạ nhiệt giá dầu thô, nhưng theo quan điểm của HSC, giá dầu nhiều khả năng sẽ duy trì ở mức cao. Vấn đề then chốt là liệu tình trạng gián đoạn lưu thông qua eo biển này có kéo dài lâu hơn mức kỳ vọng một tháng của thị trường hay không. Chúng tôi lưu ý rằng dự trữ xăng dầu của Việt Nam hiện được duy trì ở mức khoảng 22 ngày tiêu thụ. Dựa trên giả định giá năng lượng tăng cao và các yếu tố khác, HSC tăng lần lượt 134% và 103% dự báo tổng lợi nhuận thuần năm 2026-2027 của bốn công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị. Mặc dù giá cổ phiếu tăng trong 3 tháng qua, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Bán ra). GAS hiện là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá là 37%. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS (tiềm năng tăng giá là 32%) và PVD (tiềm năng tăng giá là 25%).

Cập nhật tình hình chiến sự tại Trung Đông

Do cuộc chiến tại Trung Đông kéo dài, chúng ta đã chứng kiến tình hình căng thẳng leo thang, lan sang các nước khác trong khu vực, dẫn đến giá dầu thô tăng mạnh cũng như làm gia tăng mức độ biến động về giá. Giữa hàng loạt sự kiện đang diễn ra, vấn đề then chốt cần theo dõi chặt chẽ là liệu tình trạng gián đoạn dòng chảy dầu thô tại Trung Đông qua eo biển Hormuz chỉ là nhất thời hay là sự thay đổi mang tính cấu trúc. Hiện tại, thị trường kỳ vọng đây chỉ là sự gián đoạn trong ngắn hạn (kéo dài từ vài tuần đến vài tháng). Chúng tôi lưu ý một số thông tin quan trọng trong thời gian gần đây như sau:

- **Lãnh đạo tối cao kế vị của Iran:** Nhà lãnh đạo mới của Iran, Mojtaba Khamenei, được biết là một người thuộc phe cứng rắn.
- **Tình trạng của eo biển Hormuz:** Nhiều tàu vận tải đã thay đổi lộ trình và tránh khu vực này, trong khi các công ty bảo hiểm đã bắt đầu tăng phí bảo hiểm. Kỳ vọng theo kịch bản cơ sở của thị trường là eo biển Hormuz sẽ bị đóng cửa trong vòng một tháng.
- **Việc IEA xả kho dự trữ:** Việc giải phóng các kho dự trữ năng lượng sẽ giúp xoa dịu tình hình căng thẳng trên thị trường. Nhóm các nước thành viên IEA dự kiến sẽ xả 400 triệu thùng dầu dự trữ chiến lược (trong tổng số khoảng 1,4 tỷ thùng dự trữ cho mục đích chiến lược khẩn cấp).
- **Các cuộc tấn công vào hạ tầng năng lượng tại Vịnh Ba Tư:** Nếu có thêm bất kỳ cuộc tấn công nào vào các nhà máy lọc dầu và trạm xuất khẩu dầu thô ở Trung Đông – đặc biệt là trạm xuất khẩu dầu thô của Ả Rập Xê-út và các cơ sở LNG của Qatar – năng lực sản xuất dự phòng của OPEC+ có thể sẽ bị ảnh hưởng.
- **Phản ứng của OPEC+:** OPEC+ tổ chức cuộc họp vào ngày 1/3/2026 để quyết định việc tăng sản lượng thêm 208.000 thùng/ngày vào tháng 4/2026. Con số này thấp hơn nhiều so với mức sụt giảm 17-20 triệu thùng cung ứng cho thị trường mỗi ngày do eo biển Hormuz bị phong tỏa.
- **Các cuộc tấn công tiếp theo của Mỹ vào hạ tầng năng lượng của Iran:** Nếu có thêm bất kỳ cuộc tấn công nào vào đảo Kharg, nơi thường xuyên xử lý 90% sản lượng xuất khẩu dầu thô của Iran, tình hình chiến sự sẽ leo thang và có khả năng tác động mạnh đến thị trường dầu mỏ.
- **Phản ứng từ Trung Quốc:** Quyết định nhập khẩu dầu thô Iran của Trung Quốc là biến số phi quân sự quan trọng nhất ảnh hưởng đến giá dầu toàn cầu. Nếu Trung Quốc tiếp tục mua, sự sụt giảm nguồn cung sẽ thấp, thị trường ổn định. Ngược lại, nếu áp lực thuế quan từ Mỹ khiến Trung Quốc ngừng mua, nguồn cung sẽ sụt giảm mạnh, gây khủng hoảng giá, vì không có bên mua nào khác đủ lớn để thay thế.

Phản ứng của Chính phủ và doanh nghiệp

An ninh năng lượng quốc gia đang trở thành vấn đề cấp bách đối với Việt Nam trong hai tuần qua, khi dự trữ xăng dầu ước tính chỉ còn khoảng 22 ngày tiêu thụ vào cuối năm 2025. Trước tình trạng thiếu hụt nguồn dự trữ quốc gia, chúng tôi có những lưu ý sau:

- **Chính phủ** đã thành lập Tổ công tác bảo đảm an ninh năng lượng do Phó Thủ tướng Bùi Thanh Sơn làm tổ trưởng cùng nhiều đại diện cấp cao từ các bộ ngành, Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN; chưa niêm yết), Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN; tư nhân/chưa niêm yết), Petrolimex (PLX; Bán ra, Giá mục tiêu: 43.000đ) và Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam (TKV; tư nhân/chưa niêm yết).

Đáng chú ý, **Bộ Tài chính** đang đề xuất giảm thuế nhập khẩu ưu đãi cho nhiều sản phẩm xăng dầu (xăng không chì, naphtha, dầu diesel, nhiên liệu bay, dầu hỏa) xuống 0% cho đến hết tháng 4/2026 để tăng nguồn cung cho thị trường trong nước. **PVN** cũng sẽ tối đa hóa sản lượng dầu khí trong nước.

- **GAS:** Trong tháng 3/2026, GAS đã thu xếp thành công hai chuyến tàu LNG giao ngay trước khi chiến tranh nổ ra (một từ Qatar, một từ Đông Nam Á) và đang lên kế hoạch mua thêm. Dựa trên lượng tồn kho LNG hiện tại (15.000 tấn) và nguồn cung mới, GAS có thể cung cấp khí tự nhiên cho hoạt động sản xuất điện đến hết tháng 4/2026. Sau thời gian đó, công ty sẽ tiếp tục đa dạng hóa nguồn cung đầu vào.

Đối với LPG, do Việt Nam đang nhập khẩu 70% LPG từ Trung Đông, GAS cũng đang đa dạng hóa các nguồn cung đầu vào và tăng sản lượng sản xuất từ nhà máy Dinh Cố và nhà máy Xử lý khí Cà Mau (thêm khoảng 5%), nhưng vẫn không đáng kể vì sản lượng sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được 20% nhu cầu trong nước. Ngoài ra, công ty có thể thực hiện hoán đổi khí tự nhiên thay cho LPG để cung cấp cho một số khách hàng trong trường hợp cần thiết.

- **BSR:** Công ty đã kiến nghị Chính phủ tạm dừng xuất khẩu dầu thô để giữ vững an ninh năng lượng quốc gia.
- **PLX:** Liên quan đến vấn đề trên, Chủ tịch HĐQT Petrolimex đã thông báo công ty sẵn sàng hy sinh lợi nhuận để đảm bảo nguồn cung xăng dầu trong nước ở mức cao hơn, đặc biệt là tại khu vực Hà Nội và TP.HCM. Đây là một trong những rủi ro đối với các nhà phân phối xăng dầu tại Việt Nam, khi không thể chuyển hoàn toàn phần tăng thêm của chi phí đầu vào sang giá bán lẻ. Tình trạng này tương tự như năm 2022, khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn hoạt động với công suất rất thấp do gặp khó khăn về tài chính. Dự thảo Nghị định mới về kinh doanh xăng dầu sắp tới được kỳ vọng sẽ giải quyết một phần vấn đề này bằng cách chuyển dần sang cơ chế giá thị trường.

Dự báo giá dầu mới

Do eo biển Hormuz thực tế đã bị đóng cửa trong hơn một tuần, thị trường dầu thô có thể cảm nhận tác động rõ rệt, với giá dầu Brent tăng 64% lên 115 USD/thùng (từ mức 70 USD/thùng vào ngày 27/2), nhưng sau đó giảm về mức khoảng 90 USD/thùng vào ngày 10/3 sau khi ông Trump tuyên bố cuộc chiến tại Iran đã "kết thúc" và nhiều nước thông báo chuẩn bị xả kho dự trữ dầu ra thị trường.

Chúng tôi cập nhật dự báo giá dầu Brent (Bảng 1) dựa trên dự báo trung vị của Bloomberg bằng cách cộng thêm 5 USD/thùng vào dự báo giá dầu Brent cho tất cả các năm để phản ánh phần bù rủi ro địa chính trị. Đáng chú ý, mức 65 USD/thùng được xem là "mức giá hợp lý" của dầu Brent – mức giá cân bằng cơ bản mà dầu Brent nên được giao dịch dựa trên các yếu tố nền tảng, loại trừ các vị thế đầu cơ, phần bù rủi ro địa chính trị và những nhiễu loạn do tâm lý thị trường – mức giá mà thị trường đã đồng thuận trước khi cuộc chiến bắt đầu.

Bảng 1: Giá dầu Brent thực tế và dự báo*

Nâng ước tính 5 USD/thùng (7-8%) / năm

	2025A	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2026	2027	2028
USD/thùng	69.0	62.4	64.5	68.8	67.4	69.5	73.8
Tăng trưởng	-14%	-10%	3%	7%	-2%	3%	6%
Điều chỉnh	-	-	-	-	8%	8%	7%

Nguồn: *dự báo của Bloomberg tăng 5 USD/thùng tại ngày 2/3

Dự báo lợi nhuận mới

Chủ yếu do tăng dự báo giá năng lượng (cùng với các yếu tố quan trọng khác), HSC tăng dự báo lợi nhuận cho bốn công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị. Theo đó, tổng lợi nhuận năm 2026 và 2027 được điều chỉnh tăng lần lượt 134% và 103%, nhờ đóng góp lớn từ việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận cho BSR.

Cụ thể, đối với các công ty trong danh sách khuyến nghị:

- Đối với GAS**, chúng tôi điều chỉnh tăng lần lượt 40% và 46% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu đạt 218,8 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 15,6 nghìn tỷ đồng, dựa trên giả định sản lượng LNG và LPG tăng cao. Theo đó, lợi nhuận thuần được dự báo tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 11,1%.
- Đối với PVS**, chúng tôi tăng lần lượt 33% và 20% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, sau khi tăng dự báo doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng Xây lắp dầu khí, cùng với lợi nhuận HĐ tài chính dự kiến tăng cao nhờ có lượng tiền mặt bằng USD khá lớn. Việc điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận, kết hợp với dự báo lần đầu cho năm 2028, cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 đạt 2,9%.
- Đối với PVD**, chúng tôi tăng lần lượt 15% và 29% dự báo lợi nhuận năm 2026-2027. Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần đạt lần lượt 15,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,7%) và 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%). Việc điều chỉnh dự báo lợi nhuận cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 đạt 27,4%.
- Đối với BSR**, chúng tôi điều chỉnh tăng bình quân 168% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 lên 28,6 nghìn tỷ đồng, dựa trên việc tăng giả định chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm. Lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng với tốc độ CAGR giai đoạn 2025-2028 ở mức 20,9% (dự báo trước đó là 15,8%).

Bảng 2: Dự báo lợi nhuận thuần cũ và mới, Các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

Điều chỉnh nâng dự báo tổng lợi nhuận giai đoạn 2026–27 lần lượt 134% và 102%, do nâng giả định đối với BSR

Tỷ đồng	2025A	2026	Dự báo cũ			Dự báo mới			Điều chỉnh			
			2027	2028	3Y CAGR*	2026	2027	2028	3Y CAGR*	2026	2027	2028
GAS	11,414	11,804	11,030	-	-	16,501	16,083	15,638	11.1%	39.8%	45.8%	-
BSR	5,186	14,900	9,309	8,056	15.8%	49,184	27,604	9,176	20.9%	230.1%	196.5%	13.9%
PVD	874	1,432	1,601	-	-	1,640	2,070	2,147	27.4%	14.5%	29.3%	-
PVS	1,305	1,583	1,625	-	-	2,108	1,949	1,983	2.9%	33.1%	19.9%	-
Tổng	19,951	29,719	23,565	N/m	N/m	69,433	47,707	28,943	14.2%	133.6%	102.4%	N/m

Ghi chú: *2025A-28F.

Nguồn: Dữ liệu công ty, HSC

Bảng 3: Phân tích độ nhạy khi giá dầu Brent tăng 10 USD/thùng, Các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

GAS có hệ số R-squared cao nhất, đạt 0,73.

	GAS	PVD	PVS	BSR
2025 lợi nhuận thuần (Tỷ đồng)	11,414	1,050	1,821	5,186
Lợi nhuận thuần tăng thêm (Tỷ đồng)	1,471	426	592	N/m
% tăng của lợi nhuận thuần (%)	13%	41%	33%	N/m
R-squared	0.73	0.58	0.15	0.00

Nguồn: HSC ước tính

Phân tích độ nhạy của giá dầu Brent đối với lợi nhuận

Do giá dầu Brent biến động cực mạnh trong hai tuần qua, HSC tiến hành phân tích độ nhạy giá dầu Brent đối với lợi nhuận thuần của các công ty trong danh sách khuyến nghị, dựa trên lợi nhuận thuần hàng năm được ghi nhận trong giai đoạn 2005-2025. Như được trình bày trong Bảng 3, GAS là công ty có mức độ dự báo chính xác nhất với hệ số biến động (R^2) đạt 0,73, kế đến là PVD (0,58), trong khi BSR là 0. Kết quả này có thể được lý giải bởi đặc thù kinh doanh như sau:

- **GAS:** Giá dầu Brent tăng giúp lợi nhuận của GAS tăng nhờ bán khí tự nhiên với giá được tính theo giá dầu tham chiếu cho khách hàng công nghiệp. Nhóm khách hàng công nghiệp đóng góp khoảng 16% tổng sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên của GAS. Nếu giá dầu Brent bình quân hàng năm tăng thêm 10 USD/thùng, lợi nhuận thuần của GAS có thể tăng thêm 1,5 nghìn tỷ đồng.
- **PVS:** Với giá dầu Brent tăng cao, chủ các mỏ dầu khí đẩy nhanh tiến độ đầu tư vào các cấu trúc thép phục vụ dự án của mình. Lợi nhuận thuần của PVS phụ thuộc vào khối lượng công việc của mảng Xây lắp cơ khí cũng như tỷ suất lợi nhuận thuần, vốn đã cải thiện trong vài năm qua nhờ việc chuyển dịch sang mảng năng lượng tái tạo. Nếu giá dầu Brent bình quân hàng năm tăng thêm 10 USD/thùng, lợi nhuận thuần của PVS có thể tăng thêm 1,5 nghìn tỷ đồng.
- **PVD:** Giá dầu Brent duy trì ở mức cao giúp các chủ mỏ dầu khí có thu nhập tốt hơn và sẵn sàng đẩy nhanh tiến độ khoan thăm dò và khai thác. Tuy nhiên, thị trường giàn khoan tự nâng được dẫn dắt bởi những động lực khác biệt so với giá dầu Brent, do đó hệ số R^2 thấp hơn. Nếu giá dầu Brent bình quân hàng năm tăng thêm 10 USD/thùng, lợi nhuận thuần của PVD có thể tăng thêm 426 tỷ đồng.
- **BSR:** Giá dầu Brent cao hơn không giúp lợi nhuận thuần của BSR tăng cao. Trên thực tế, lợi nhuận của công ty đến từ sự chênh lệch giữa đầu thô và dầu sản phẩm. Mức chênh lệch này phụ thuộc vào động lực cung/cầu của thị trường lọc dầu (công suất hoạt động, nhu cầu sản phẩm theo mùa, mức tồn kho) hơn là mức giá của dầu thô.

Định giá và khuyến nghị

Phương pháp định giá

HSC tiếp tục áp dụng phương pháp DCF để định giá các công ty do tính chất dài hạn của các dự án hạ tầng cơ bản đang được triển khai. Những thông tin đáng chú ý:

- GAS đang mở rộng HĐKD sang mảng phân phối LNG bằng cách nhập khẩu LNG để bán cho các nhà máy nhiệt điện và khách hàng công nghiệp. Khung giá phân phối LNG có thể sẽ thúc đẩy lợi nhuận thuần của GAS nhờ biên phí tại các kho cảng tiếp nhận LNG thấp.
- Đối với BSR, nhà máy lọc dầu Dung Quất tiếp tục cung cấp hơn 30% nhu cầu sản phẩm xăng dầu trong nước. Trong khi đó, nguồn cung dầu thô từ Kuwait cho nhà máy lọc dầu Nghi Sơn bị gián đoạn, từ đó đòi hỏi sản lượng sản xuất của BSR phải cao hơn nữa.

Một số thông tin bổ sung liên quan đến các giả định của chúng tôi:

- HSC giữ nguyên lãi suất phi rủi ro 4% và phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% cho tất cả các công ty dầu khí trong danh sách khuyến nghị.
- Chúng tôi cập nhật hệ số beta (điều chỉnh 2 năm) từ Bloomberg: Đối với PVD và PVS, hệ số beta được điều chỉnh xuống 0,9 lần (từ 1,2 lần), trong khi hệ số beta của GAS (0,9 lần) và BSR (1,1 lần) được giữ nguyên.
- Chi phí nợ: Giả định tỷ lệ nợ vay của GAS được điều chỉnh giảm xuống mức 6% (từ 8% trước đó), trong khi giữ nguyên cho các công ty khác (PVD ở mức 7,5%, PVS ở mức 6% và BSR ở mức 3,2%).
- Dựa trên các giả định mới, WACC của GAS là 10%, PVD là 10,1%, PVS là 10,3% và BSR là 11,1% (thấp hơn so với trước đó lần lượt ở mức 11,2%, 12,4%, 12,9% và 11,2%).

- Giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn: GAS ở mức 3%, PVD ở mức 0%, PVS ở mức 1%, và BSR ở mức 1%.
- Chúng tôi mở rộng giai đoạn dự báo lợi nhuận theo phương pháp DCF đến năm 2030 cho tất cả các công ty trong danh sách khuyến nghị.

Chúng tôi trình bày tóm tắt định giá theo phương pháp DCF trong Bảng 4 và cũng phân tách tổng giá trị vốn CSH từ các dòng tiền tương lai, giá trị dài hạn và tiền mặt thuần/(nợ thuần). Một yếu tố thú vị là giá trị vốn CSH của PVS hoàn toàn được đóng góp bởi tiền mặt thuần (57%) và giá trị hiện tại của giá trị dài hạn theo phương pháp DCF (43%). Dòng tiền của công ty tính đến năm 2030 ở mức thấp do chi phí đầu tư dự kiến sẽ rất lớn trong giai đoạn dự báo, do bước vào chu kỳ đầu tư mới.

Bảng 4: Tính toán cơ cấu vốn CSH, Các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

Phần lớn giá trị vốn chủ sở hữu của PVS đến từ lượng tiền mặt lớn.

Tỷ đồng	BSR	GAS	PVD	PVS
Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	97,477	50,668	9,900	26
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	39,514	203,388	17,867	11,366
Tổng giá trị DN	136,991	254,055	27,766	11,392
Tiền/(nợ) thuần	33,258	36,795	(1,899)	14,893
Tổng giá trị vốn CSH	170,248	289,492	25,867	26,285
Tỷ trọng giá trị vốn CSH				
Dòng tiền dài hạn	57%	18%	38%	0%
Giá trị dài hạn	23%	70%	69%	43%
Tiền/(nợ) thuần	20%	13%	-7%	57%
Tổng	100%	100%	100%	100%

Nguồn: HSC ước tính

Kết luận và bối cảnh định giá

Hiệu suất giá cổ phiếu trong thời gian gần đây

Các cổ phiếu Việt Nam đã mang lại tỷ suất sinh lời tích cực trong 3 tháng và 12 tháng qua, với mức tăng bình quân 59% và 74%. Động lực tăng trưởng chính đến từ việc giá dầu Brent tăng vọt sau các cuộc tấn công của Mỹ - Israel vào Iran, tình trạng đóng cửa eo biển Hormuz từ cuối tháng 2/2026 và Nghị quyết 79-NQ-TW về phát triển kinh tế nhà nước.

BSR là cổ phiếu có hiệu suất nổi bật nhất, tăng mạnh 113% trong 3 tháng qua và 179% trong 12 tháng qua do chênh lệch giá crack ở mức cao và tỷ suất lợi nhuận lọc dầu mở rộng đã trực tiếp thúc đẩy triển kỳ vọng lợi nhuận. Trong khi giá cổ phiếu PVD (tăng 44%), GAS (tăng 37%), và PVS (tăng 30%) cũng đều tăng trong 3 tháng qua – chủ yếu phản ánh sự cải thiện ở hoạt động khoan dầu và tỷ suất lợi nhuận mảng EPC. Giá cổ phiếu GAS giảm mạnh 13,5% trong 1 tháng qua, có khả năng do lo ngại về gián đoạn nguồn cung LNG và áp lực chi phí nguyên liệu đầu vào.

Bảng 5: Diễn biến giá cổ phiếu, Các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

Tăng bình quân 59% trong 3 tháng qua

	1 tháng	3 tháng	12 tháng
GAS	-13.5	36.7	37.9
BSR	33.7	112.7	179.1
PVD	8.9	43.9	65.0
PVS	-5.6	30.2	37.6
Trung bình theo vốn hóa	2.1	59.1	74.0
VN Index	-7.2	0.8	27.7

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 6: P/E trượt dự phóng 1 năm, Các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị
Dù P/E tăng gần đây, tất cả các cổ phiếu vẫn đang giao dịch ở mức chiết khấu so với P/E bình quân quá khứ.

	P/E trượt dự phóng 1 năm	P/E bình quân 3 năm	Độ lệch chuẩn so với bình quân
GAS	13.2	14.1	-0.3
BSR	3.7	10.0	-0.7
PVD	12.0	11.6	-0.7
PVS	12.9	12.7	-0.2

Nguồn: HSC ước tính

Định giá của cổ phiếu trên thị trường

Bất chấp giá cổ phiếu tăng mạnh trong 3 tháng qua, cả bốn cổ phiếu này đều đang giao dịch với P/E thấp hơn so với bình quân 3 năm. BSR và PVD có định giá hấp dẫn nhất khi giao dịch với P/E thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Trong khi GAS và PVS giao dịch với P/E sát với bình quân quá khứ hơn, thấp hơn từ 0,2 đến 0,3 độ lệch chuẩn.

So với các công ty cùng ngành

Khi so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực (Bảng 7), các cổ phiếu dầu khí Việt Nam trong danh sách khuyến nghị đang giao dịch ở mức giá thấp, với EV/EBITDA dự phóng năm 2026-2027 lần lượt là 31% và 40%, và có P/E dự phóng năm 2026-2027 là 11% cho mỗi năm. Yếu tố này rất đáng chú ý bởi các cổ phiếu Việt Nam có tỷ suất lợi nhuận trên vốn CSH cao hơn nhiều, nguyên nhân có khả năng do Việt Nam có chi phí đầu tư xây dựng cơ bản dầu khí cao hơn. Lợi nhuận thuần của ngành dầu khí Việt Nam tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm ở mức 16%, cao gấp đôi so với bình quân của các công ty cùng ngành ở mức 8%.

Bảng 7: So sánh định giá các công ty cùng ngành trong khu vực, Các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị

Các công ty ngành dầu khí tại Việt Nam đang giao dịch ở mức định giá rẻ hơn tính theo trung vị EV/EBITDA và P/E

DN	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026	EV/EBITDA 2027	P/E 2026	P/E 2027	P/B 2026	ROE 2026	Lợi nhuận thuần 3 năm CAGR*
Các công ty Việt Nam									
GAS	Việt Nam	8,422	10.3	10.2	13.6	14.1	3.0	23.8	11%
BSR	Việt Nam	6,701	2.3	3.0	3.6	6.5	1.6	58.2	21%
PVD	Việt Nam	845	7.0	5.6	13.5	10.7	1.2	9.3	27%
PVS	Việt Nam	727	5.1	5.7	12.1	13.1	1.2	13.3	3%
Trung vị - Các công ty Việt Nam		3,773	6.0	5.7	12.8	11.9	1.4	18.6	16%
Các công ty trong khu vực									
PetroChina Co Ltd	China	309,820	5.1	5.1	13.3	13.2	1.3	10.0	5%
SINOPEC CORP	China	102,871		6.8	15.7	13.6	0.9	5.6	
Tokyo Gas Co Ltd	Japan	17,491	8.1	8.1	13.3	20.3	1.6	11.8	20%
SK Innovation Co Ltd	S. Korea	12,498	15.8	15.7	147.5	22.1	0.8	-0.2	N/a
Hyundai Engineering &	South Korea	12,051	21.9	21.9	34.9	23.2	2.1	6.4	45%
GAIL India Ltd	India	10,391	7.5	7.5	10.7	9.0	1.1	10.7	-4%
Petronas Gas Bhd	Malaysia	8,905	10.5	10.1	18.6	18.1	2.4	13.0	8%
S-Oil Corp	S. Korea	8,029	N/a	N/a	12.0	10.6	1.3	10.6	87%
Seatrium Ltd	Singapore	6,295	9.9	11.0	16.1	13.7	1.1	7.0	23%
Thai Oil PCL	Thailand	3,143	8.5	10.7	7.7	7.5	0.6	7.0	1%
Indraprastha Gas Ltd	India	2,355	9.3	9.3	13.0	11.2	2.0	15.9	5%
Korea Gas Corp	S. Korea	2,161	9.5	9.5	4.2	3.8	0.3	6.8	68%
Yinson Holdings BHD	Malaysia	1,758	9.6	9.6	15.6	12.2	1.2	10.5	
Gas Malaysia Bhd	Malaysia	1,715	10.8	10.8	16.2	15.6	4.1	24.9	5%
Velesto Energy Bhd	Malaysia	680	5.7	5.7	16.7	16.4	1.1	7.0	
Malaysia Marine & Heavy	Malaysia	159	2.2	2.1	5.8	5.6	0.4	7.4	8%
Uzma Bhd	Malaysia	61	5.4	5.5	4.1	3.6	0.3	8.7	17%
Trung vị - Các công ty trong khu vực		4,719	9.4	9.5	14.4	13.4	1.2	9.3	8%
<i>Chênh lệch ct VN so với ct KV</i>			-36%	-40%	-11%	-11%	19%	98%	815bps
Trung vị - tổng thể		4,719	8.9	9.3	13.4	13.2	1.2	10.2	10%

Lưu ý: Giá tính đến ngày 16/03; dựa trên lợi nhuận thuần giai đoạn 2025–28 đối với các doanh nghiệp Việt Nam trong danh sách khuyến nghị, và dữ liệu mới nhất đối với các doanh nghiệp khác.

Nguồn: HSC ước tính, Bloomberg

Các lựa chọn hàng đầu của HSC

HSC nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Bán ra). GAS hiện là cổ phiếu lựa chọn hàng đầu của chúng tôi với tiềm năng tăng giá là 37%. Chúng tôi cũng duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS (tiềm năng tăng giá là 32%) và PVD (tiềm năng tăng giá là 25%). Trong khi đó, chúng tôi cũng nâng khuyến nghị đối BSR lên Giữ (từ Bán ra) với tiềm năng tăng giá chỉ 3,8% sau khi giá cổ phiếu tăng rất mạnh trong thời gian gần đây.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị đối với các cổ phiếu ngành dầu khí dựa trên triển vọng tích cực của hạ tầng năng lượng tại Việt Nam, cụ thể là có thêm nhiều nhà máy điện khí LNG đang trong giai đoạn đặt mua tuabin – bộ phận quan trọng của nhà máy điện – và quyết tâm của Chính phủ trong việc đầu tư vào cả các mỏ dầu khí lớn cũng như các mỏ cận biên.

Trong dài hạn, liên quan đến cuộc khủng hoảng eo biển Hormuz vào tháng 3/2026, chúng tôi kỳ vọng nhiều nước sẽ cần đánh giá lại tình trạng an ninh năng lượng của mình và đầu tư nhiều hơn vào hạ tầng năng lượng, điều này sẽ mang lại triển vọng tích cực cho các công ty dịch vụ dầu khí trong danh sách khuyến nghị. Tương tự như các ngành khác, mảng dầu khí đang chuyển dịch sang giai đoạn "phòng hồ" – với chi phí đầu tư nên đắt hơn – từ giai đoạn "vừa kịp lúc" – khi các dự án được thiết kế để đáp ứng chính xác nhu cầu thực tế. Là trọng tâm của vấn đề này là GAS, đơn vị dự kiến sẽ đầu tư vào các cảng tiếp nhận LNG mới để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng của các nhà máy điện LNG, trong khi PVS được kỳ vọng sẽ là nhà thầu xây lắp chính cho các dự án năng lượng trọng điểm của quốc gia.

Các cổ phiếu này có thể có tiềm năng tăng trưởng cao hơn nữa nếu giá dầu Brent tăng cao hơn kỳ vọng. Chúng tôi có phân tích độ nhạy chi tiết trong báo cáo này.

Mua vào (giữ nguyên)

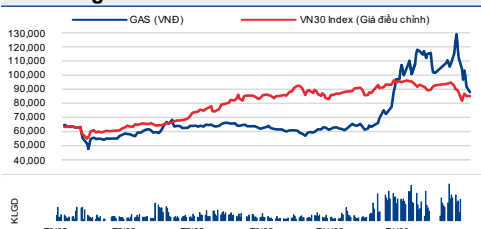
Giá mục tiêu: VNĐ120,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 36.5%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026)	87,900
Mã Bloomberg	GAS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	47,818-128,700
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	92,800
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	212,098
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	8,068
Slg CP lưu hành (tr.đv)	2,413
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	1,182
Slg CP NN được mua (tr.đv)	1,128
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	2.25%
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	(13.5)	36.7	37.9
So với chỉ số	(5.75)	40.9	3.25
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,686	4,793	39.5
2027F	6,513	5,259	23.9
2028F	6,328	6,379	(0.8)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

GAS là doanh nghiệp chiếm thị phần lớn trong mảng buôn bán/vận chuyển khí tự nhiên và LPG ở Việt Nam, và hưởng lợi từ việc 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

U Nâng k/n lên Mua vào trong bối cảnh giá năng lượng tăng cao

- Tiến độ xây dựng các nhà máy điện khí LNG mới của GAS cải thiện đáng kể trong 3 tháng qua với hai nhà máy bắt đầu vận hành và nhiều nhà máy khác gần đây đã tìm được nguồn cung tuabin.
- Dựa trên dự báo giá năng lượng sẽ tăng cao, HSC tăng bình quân 43% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026-2027 lên lần lượt 16,5 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 45%) và 16,1 nghìn tỷ đồng (giảm nhẹ so với cùng kỳ) tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm (bao gồm cả dự báo lần đầu cho năm 2028) đạt 11,1%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 37% trong 3 tháng qua, GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần. Chúng tôi tăng 62% giá mục tiêu lên 120.000đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 36,5%, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào.

Sự kiện: Các dự án mới thúc đẩy nhu cầu LNG, giá dầu Brent tăng

Mảng điện khí LNG của Việt Nam đang tăng tốc nhanh hơn kỳ vọng của chúng tôi. Các nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 (1.624 MW) đã được đưa vào vận hành vào tháng 12/2025, trở thành những nhà máy đầu tiên của Việt Nam sử dụng tuabin GE Vernova 9HA.02. Ba dự án bổ sung bao gồm Quảng Trạch II (1.500 MW), LNG Hải Phòng (1.600 MW) và Quỳnh Lập (1.500 MW) đều đã ký hợp đồng mua tuabin với GE Vernova. Các nhà máy này đặt mục tiêu vận hành thương mại trong năm 2029-2030. Kết quả này có được là nhờ các cơ chế khuyến khích của Chính phủ, gắn liền việc tăng sản lượng điện hợp đồng phân bổ nhằm sớm đưa dự án vào vận hành. Ngược lại, các dự án Sơn Mỹ I & II (tổng công suất 4.500 MW) vẫn đang bế tắc do các cơ chế bảo lãnh BOT chưa được giải quyết, tạo ra rủi ro chậm tiến độ đối với dự án kho cảng Sơn Mỹ.

Tác động: Tăng 39% dự báo lợi nhuận thuần năm 2026

HSC tăng lần lượt 40% và 46% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027, đồng thời đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm ở mức 11,1%, với động lực tăng trưởng đến từ việc tăng các giả định sản lượng tiêu thụ và giá của LNG và LPG.

Đáng chú ý, lợi nhuận của GAS rất nhạy cảm với những thay đổi của giá dầu. Phân tích của chúng tôi chỉ ra rằng, nếu giá dầu Brent bình quân năm tăng thêm 10 USD/thùng (trong điều kiện giữ nguyên dự báo sản lượng cho khách hàng công nghiệp), lợi nhuận sẽ tăng thêm 1,2 nghìn tỷ đồng. Kịch bản cơ sở cho năm 2026 của chúng tôi dựa trên giả định sản lượng tiêu thụ đạt 1 tỷ m3 (không đổi) và giá dầu Brent ở mức 67,4 USD/thùng (so với dự báo trước đó ở mức 62,5 USD/thùng). Việc phê duyệt khung giá phân phối LNG ở mức cao hơn so với dự báo hiện tại (1,8 USD/MMBTU) có thể mang lại tiềm năng tăng trưởng cao hơn.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 37% trong 3 tháng qua, GAS giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần. Chúng tôi tăng 62% giá mục tiêu lên 120.000đ sau khi điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận và các giả định định giá. Với tiềm năng tăng giá 36,5% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Bán ra). Chúng tôi đánh giá GAS là cổ phiếu mang lại cơ hội đầu tư dài hạn vào hạ tầng nhờ công ty có vị thế tốt trong hoạt động bán khí tự nhiên cho các nhà máy điện LNG sắp tới tại Việt Nam.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	14,770	16,020	20,933 ▲	20,810 ▲	19,853
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	10,398	11,414	16,501 ▲	16,083 ▲	15,638
EPS ĐC (đồng)	4,324	4,646	6,686 ▲	6,513 ▲	6,328
DPS (đồng)	5,922	2,118	4,000	4,000	4,000
BVPS (đồng)	25,718	27,475	30,313 ▲	32,978 ▲	35,459
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.8	13.0	9.89	9.78	10.5
P/E ĐC (lần)	20.3	18.9	13.1	13.5	13.9
Lợi suất cổ tức (%)	6.74	2.41	4.55	4.55	4.55
P/B (lần)	3.42	3.20	2.90	2.67	2.48
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(11.6)	7.44	43.9	(2.59)	(2.83)
ROAE (%)	16.7	18.0	23.7	21.1	18.9

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

Tiềm năng tăng giá 37% so với giá mục tiêu mới; nâng khuyến nghị lên Mua vào

Triển vọng nhu cầu LNG tại Việt Nam đang trở nên rõ ràng hơn nhờ việc xây dựng các nhà máy điện khí LNG có tiến triển trong thời gian gần đây. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ thúc đẩy nhu cầu LNG từ GAS trong trung hạn. Trong khi đó, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ hưởng lợi từ việc giá dầu Brent tăng cao, do sản lượng tiêu thụ cho khách hàng công nghiệp được tính theo giá dầu Brent, cùng với sự đóng góp từ sản lượng tiêu thụ LNG tăng thêm. Dựa trên cơ sở này, chúng tôi tăng bình quân 43% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Chúng tôi cũng tăng 62% giá mục tiêu lên 120.000đ và nâng khuyến nghị lên Mua vào (từ Bán ra), với tiềm năng tăng giá là 36,5%.

Cập nhật nhu cầu LNG tại Việt Nam

Triển vọng nhu cầu LNG tại Việt Nam trở nên rõ ràng hơn trong vài tháng qua với việc nhiều nhà đầu tư ký hợp đồng mua tuabin với GE Vernova – nhà cung cấp tuabin cho các nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4 (NT 3 & 4), vốn đã bắt đầu vận hành vào cuối năm 2025. Đáng chú ý, các nhà máy điện khí LNG đang được xây dựng tại Việt Nam đang được khuyến khích đưa vào vận hành thương mại sớm (trước cuối năm 2030) thông qua các cơ chế ưu đãi của Chính phủ (chẳng hạn như sản lượng hợp đồng phân bổ được đảm bảo ở mức cao cho toàn bộ vòng đời của nhà máy); việc đảm bảo nguồn cung tuabin sớm (do thời gian chờ sản xuất lâu) là một bước mang tính "quyết định tốc độ" quan trọng.

Dưới đây là thông tin cập nhật về các nhà máy điện khí LNG tại Việt Nam:

Nhơn Trạch 3 & 4 (Chủ đầu tư PV Power): Chính thức khánh thành ngày 14/12/2025, là các nhà máy điện LNG đầu tiên của Việt Nam với tổng công suất lắp đặt 1.624 MW. Hai nhà máy này hiện đang vận hành thương mại với nguồn cung LNG từ kho cảng tiếp nhận LNG Thị Vải. Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 sử dụng tuabin 9HA.02 với hiệu suất đạt 64%.

LNG Quảng Trạch II (Chủ đầu tư EVN, 1.500 MW, Tỉnh Quảng Bình): GE Vernova đã ký hợp đồng cung cấp hai tuabin khí 9HA.02 và hai máy phát điện H78; mục tiêu vận hành thương mại vào năm 2030. Ban đầu được thiết kế là nhà máy nhiệt điện than, sau đó chính thức được chuyển đổi sang điện khí LNG theo chỉ đạo của Chính phủ.

LNG Hải Phòng (Chủ đầu tư VinEnergio/Vingroup, 1.600 MW, Thành phố Hải Phòng): Đã ký hợp đồng với GE Vernova vào ngày 10/03/2026 cho việc cung cấp hai tuabin 9HA.02 và hai máy phát điện H78, mục tiêu đưa vào vận hành vào cuối năm 2030.

LNG Quỳnh Lập (Chủ đầu tư PV Power, 1.500 MW, Nghệ An): PV Power (POW) đã ký hợp đồng riêng với GE Vernova vào ngày 10/03/2026 để mua hai tuabin, dự kiến được ưu tiên bàn giao vào năm 2029.

LNG Sơn Mỹ I & II (Dự án BOT, công suất 2.250 MW mỗi nhà máy): Chưa có tiến triển đáng kể nào được ghi nhận. Do các dự án BOT yêu cầu nhận được cơ chế bảo lãnh của Chính phủ vẫn chưa được giải quyết theo Quy hoạch Điện VIII sửa đổi, rủi ro chậm tiến độ vẫn cao, ảnh hưởng trực tiếp đến lộ trình phát triển kho cảng tiếp nhận LNG Sơn Mỹ của PV GAS.

Đánh giá KQKD của toàn ngành trong năm 2025

Trong năm 2025, sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên của GAS đạt 6,2 tỷ m3, giảm 3% so với cùng kỳ. Trong đó, đóng góp từ LNG là 0,5 triệu tấn (tăng trưởng 52%), cho thấy sản lượng từ các mỏ khí tự nhiên trong nước khác đang giảm do việc mở rộng đầu tư chưa đúng mức.

Nhìn từ phía nhu cầu, trong năm 2025, ngành điện đóng góp tổng cộng 64% sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên, tiếp theo là ngành phân bón đóng góp 19%, và ngành công nghiệp đóng góp 17%. Nhu cầu từ ngành điện trong năm 2025 thấp có thể nhờ sản lượng thủy điện trong năm dồi dào do hiện tượng *La Nina*.

Bảng 8: Tóm tắt kết quả hoạt động, GAS

Tổng sản lượng khí tự nhiên giảm 3% dù khí LNG tăng 52%

Tỷ m ³	2024	2025	Tăng trưởng	% tổng sản lượng 2025
Sản xuất				
Khí ướt + LNG nhập khẩu	6,727	6,475	-4%	
Khí khô (bao gồm LNG)	6,422	6,201	-3%	
Khí ngưng tụ (nghìn tấn)	76	69	-9%	
LPG (nghìn tấn)	398	374	-6%	
LNG	329	500	52%	
Nhu cầu				
Khí khô (bao gồm LNG)	6,422	6,201	-3%	100%
Điện	4,224	3,954	-6%	64%
Phân bón	1,183	1,205	2%	19%
Khách hàng công nghiệp/CNG	1,015	1,041	3%	17%
Condensate (nghìn tấn)	75	69	-8%	
LPG (bao gồm cả xuất/nhập khẩu) (nghìn tấn)	3,080	4,408	43%	

Nguồn: GAS

Bảng 9: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp, GAS

Khí tự nhiên đóng góp 67% vào lợi nhuận gộp, tiếp đến là LPG đóng góp 22%

	2024	2025	% of total
Doanh thu thuần	103,561	135,080	100.0%
Khí khô/CNG/LNG	43,996	52,899	39.2%
LPG	54,874	76,912	56.9%
Cước vận chuyển	2,750	2,389	1.8%
Condensate	1,000	965	0.7%
Sản phẩm khác	941	1,915	1.4%
Lợi nhuận gộp	17,651	16,890	100.0%
Khí khô/CNG/LNG	13,676	11,278	66.8%
LPG	4,222	3,682	21.8%
Cước vận chuyển	2,325	1,788	10.6%
Condensate	349	450	2.7%
Sản phẩm khác	(2,290)	1,306	7.7%

Nguồn: HSC ước tính

Về cơ cấu doanh thu của GAS trong năm 2025, mảng khí tự nhiên đóng góp 39,2% tổng doanh thu, trong khi mảng LPG đóng góp 56,9%. Xét về mức đóng góp lợi nhuận gộp, mảng khí tự nhiên đóng góp 66,8%, tiếp theo là LPG đóng góp 21,8% và phí vận chuyển đóng góp 10,6%.

Dự báo lợi nhuận mới

HSC điều chỉnh tăng lần lượt 40% và 46% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 và cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với doanh thu dự kiến đạt 218,8 nghìn tỷ đồng và lợi nhuận thuần đạt 15,6 nghìn tỷ đồng.

Những điểm nổi bật trong các giả định chính của chúng tôi như sau:

- Chúng tôi tăng lần lượt 15,8% và 18,9% giả định tổng sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên cho năm 2026 và 2027, sau khi tăng giả định sản lượng tiêu thụ LNG (chúng tôi đã tăng thêm 50% cho cả hai năm).
- Chúng tôi tăng lần lượt 25,1% và 33,6% giả định sản lượng tiêu thụ LPG của năm 2026-2027, sau khi sản lượng tiêu thụ tăng mạnh trong năm 2025 và kế hoạch mở rộng hạ tầng kho cảng LPG lạnh của GAS tại Hải Phòng. Chúng tôi cũng giảm giả định lợi nhuận gộp trên mỗi tấn LPG xuống còn 50 USD (từ mức 54,7 USD)...
- ...và áp dụng giá dầu Brent ở mức 67,4 USD/thùng, 69,5 USD/thùng và 73,8 USD/thùng từ dự báo trung vị của Bloomberg cho giai đoạn 2026-2028, các mức này đều cao hơn so với các dự báo trước đây (lần lượt là 62,5/67/70 USD/thùng). Thừa nhận rằng dự báo giá dầu Brent của thị trường thường xuyên được cập nhật

nhưng có thể chậm phản ánh tình hình đang diễn biến tại Trung Đông, HSC đưa ra bảng phân tích độ nhạy cho lợi nhuận thuần của GAS như sau.

Bảng 10: Dự báo mới và dự báo cũ, GAS

Nâng bình quân 39,8% và 45,8% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	135,129	162,743	174,591	218,787	105,783	115,318	53.8%	51.4%
Lợi nhuận gộp	16,939	25,285	25,051	25,597	18,023	17,275	40.3%	45.0%
Lợi nhuận thuần	11,414	16,501	16,083	15,638	11,804	11,030	39.8%	45.8%
Sản lượng khí đầu ra (tỷ mét khối)	238	265	271	317	229	228	15.8%	18.9%
Sản lượng LNG (MMBTUmn)	19.0	57.0	57.0	57.0	38.0	38.0	50.0%	50.0%
Chi phí phân phối LNG (USD/MMBTU)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	-2.0%	-3.9%
EPS điều chỉnh	4,646	6,686	6,513	6,328	4,740	4,419	41.1%	47.4%
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	3,740	4,114	4,525	4,978	3,289	3,387	25.1%	33.6%
Lợi nhuận bình quân/tấn (USD)	38.2	50.0	50.0	50.0	54.7	54.7	-8.6%	-8.6%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 11: Tăng trưởng theo dự báo mới

Lợi nhuận thuần tăng trưởng 44,6% trong năm 2026

	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	20.4%	7.3%	25.3%
Lợi nhuận thuần	44.6%	-2.5%	-2.8%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 12: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 theo sản lượng và giá dầu Brent (USD/thùng)

Kịch bản cơ sở giả định giá dầu Brent là 67,4 USD/thùng và sản lượng ngành là 1 tỷ m³

Tỷ đồng	Sản lượng (tỷ m ³)				
Giá dầu Brent	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50
57.4	14,549	14,905	15,261	15,617	15,973
67.4	15,128	15,814	16,501	17,187	17,874
77.4	15,707	16,724	17,741	18,758	19,774
87.4	17,699	18,902	20,104	21,306	22,509

Nguồn: HSC ước tính

Phân tích độ nhạy

Giá dầu Brent so với các thay đổi về sản lượng tiêu thụ cho khách hàng công nghiệp

Chúng tôi tiến hành phân tích độ nhạy đối với sản lượng tiêu thụ từ khách hàng công nghiệp (bán theo mức giá dầu Brent tham chiếu) và giá dầu Brent bình quân năm. Trong kịch bản cơ sở, sản lượng tiêu thụ đạt 1 tỷ m³ và giá dầu Brent ở mức 67,4 USD/thùng. Cứ mỗi mức tăng 10 USD/thùng của giá dầu Brent (trong khi sản lượng tiêu thụ từ khách hàng công nghiệp không đổi) sẽ giúp lợi nhuận thuần của GAS tăng thêm 1,2 nghìn tỷ đồng (Bảng 12).

Sản lượng tiêu thụ LNG so với lợi nhuận thuần năm 2026

Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy giữa sản lượng tiêu thụ LNG và lợi nhuận thuần của GAS (Bảng 13). Dự báo công suất hoạt động trong năm 2026 bị giới hạn ở mức 1,5 tỷ m³ khí tự nhiên, do tình trạng hạn chế công suất của kho cảng tiếp nhận LNG Thị Vải. Do tình trạng gián đoạn tại Trung Đông có thể lan sang các khu vực khác, chúng tôi dự báo lợi nhuận của GAS sẽ giảm 260 tỷ đồng khi sản lượng LNG tái hóa khí giảm đi 0,25 tỷ m³, mức này thấp hơn nhiều so với công suất tối đa của kho cảng. HSC kỳ vọng kho cảng LNG Thị Vải sẽ hoạt động hết công suất trong năm nay do các nhà máy Nhơn Trạch 3 và 4 đã bắt đầu vận hành thương mại từ tháng 12/2025. Sản lượng LNG tăng thêm có thể được cung cấp cho các nhà máy điện khí lân cận khác (như NT1, NT2 hoặc cụm nhà máy điện Phú Mỹ). Chúng tôi hiện đang sử dụng khung giá phân phối LNG ở mức 1,8 USD/MMBTU.

Bảng 13: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 với sản lượng LNG

Kịch bản cơ sở giả định sản lượng khí tự nhiên là 1,5 tỷ m³ từ LNG

Tỷ đồng			
Sản lượng LNG (triệu m ³)	1.25	1.50	1.75
Lợi nhuận thuần năm 2026	16,249	16,501	16,756

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 14: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 với giá dầu Brent

Kịch bản cơ sở giả định giá dầu Brent là 67,4 USD/thùng và lợi nhuận thuần đạt 16.5 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng			
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	47.4	67.4	87.4
Lợi nhuận thuần	14,021	16,501	20,104

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 15: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2027 với giá dầu Brent

Kịch bản cơ sở giả định giá dầu Brent là 69,5 USD/thùng và lợi nhuận thuần đạt 16.5 nghìn tỷ đồng

Tỷ đồng			
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	49.5	69.5	89.5
Lợi nhuận thuần	14,084	16,083	18,500

Nguồn: HSC ước tính

Giá dầu Brent và lợi nhuận thuần

Chúng tôi cũng thực hiện phân tích độ nhạy đối với giá dầu Brent và lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, với giả định không có sự gián đoạn trong chuỗi cung ứng làm thay đổi các giả định của chúng tôi về sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên, LNG và LPG. Nếu giá dầu Brent tăng thêm 20 USD/thùng, lợi nhuận thuần năm 2026-2027 sẽ đạt lần lượt là 20,1 nghìn tỷ đồng (tăng 22% so với kịch bản cơ sở) và 18,5 nghìn tỷ đồng (tăng 16% so với kịch bản cơ sở) (Bảng 14-15).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 62,1% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 120.000đ (từ mức 74.000đ trước đó) sau khi hợp nhất KQKD năm 2025, tăng dự báo lợi nhuận thuần, điều chỉnh hệ số beta, và áp dụng giai đoạn dự báo 5 năm cho mô hình DCF cho đến năm 2030. Với tiềm năng tăng giá 36,5% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị đối với GAS lên Mua vào (từ Bán ra). Chúng tôi đánh giá GAS là cổ phiếu mang lại cơ hội đầu tư dài hạn vào hạ tầng nhờ công ty có vị thế tốt trong hoạt động bán khí tự nhiên cho các nhà máy điện LNG sắp tới tại Việt Nam.

Chi tiết về các giả định giá của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro (4%), phần bù rủi ro vốn CSH (8,75%), và hệ số beta (0.9 lần) không thay đổi, nhưng chúng tôi giảm giả định chi phí nợ còn 6% (từ mức 8%). Theo đó, WACC của GAS ở mức 10%, so với 11,2% trước đó.
- Chúng tôi giữ nguyên giả định tốc độ tăng trưởng dài hạn 3%.

Bảng 16: Giả định DCF, GAS

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	21,225	20,693	20,125	20,787	20,855
Thuế suất 20.0%	(4,245)	(4,139)	(4,025)	(4,157)	(4,171)
EBIT sau thuế	16,980	16,554	16,100	16,629	16,684
Khấu hao	1,914	2,481	2,680	2,653	2,627
Thay đổi vốn lưu động	(3,445)	(2,356)	(6,072)	2,604	(2,048)
Chi phí đầu tư cơ bản	(3,766)	(4,136)	(4,467)	(2,412)	(2,388)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(943)	(996)	(915)	(956)	(997)
UFCF	10,741	11,547	7,326	18,519	13,877
Chiết khấu	1.00	1.10	1.21	1.33	1.47
Giá trị hiện tại của UCFF	10,741	10,497	6,052	13,906	9,473
Tổng UFCF	50,668				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 17: Giả định WACC, GAS

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	11.3%
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	10.0%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 18: Định giá, GAS

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
EV/EBITDA	11.6x
Giá trị hiện tại của DN	254,055
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	50,668
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	203,388
Cộng: Tiền	39,767
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(4,330)
Giá trị vốn CSH	289,492
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,413
Giá mục tiêu (đồng)	120,000

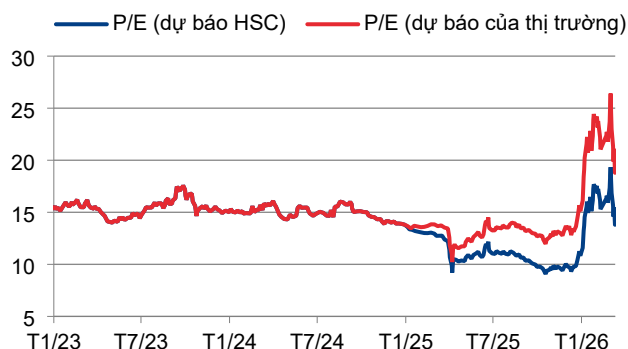
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 37% trong 3 tháng qua, GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 13,2 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,9 lần. So với các công ty cùng ngành trong nước, GAS đang giao dịch với P/E dự phóng năm 2026 cao hơn 40%, mức này vốn là bình thường trong quá khứ do lợi nhuận thuần của GAS ổn định hơn nhiều so với các công ty cùng ngành khác.

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

Độ lệch chuẩn so với bình quân P/E, GAS 13,2 lần....



Nguồn: HSC ước tính

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

... thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân ở mức 13,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 21: So sánh định giá với các công ty cùng ngành trong nước, GAS

GAS đang giao dịch ở mức giá đắt hơn so với P/E điều chỉnh bình quân giai đoạn 2026-2027

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi suất cổ tức 2026
GAS	8,422	10.3	10.2	13.6	14.1	3.0	4.4%
BSR	6,701	2.3	3.0	3.6	6.5	1.6	0.0%
PVD	845	7.0	5.6	13.5	10.7	1.2	0.0%
PVS	727	5.1	5.7	12.1	13.1	1.2	1.8%
Bình quân – các công ty ngành dầu khí	4,174	6.2	6.1	10.7	11.1	1.8	1.5%
Bình quân – các công ty ngành dầu khí trừ GAS	2,758	4.8	4.8	9.7	10.1	1.3	0.6%

Nguồn: HSC ước tính

Những rủi ro chính

Chúng tôi có những lưu ý như sau:

- Trong trường hợp nhu cầu huy động điện khí ở mức cao, GAS có thể cần ưu tiên sản lượng khí tự nhiên cho ngành điện thay vì ngành công nghiệp, việc này sẽ làm giảm lợi ích của công ty khi giá dầu Brent tăng cao.
- Bất kỳ sự chậm trễ nào trong dự án Lô B - Ô Môn đều có thể làm giảm nguồn cung khí trong nước.
- Tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng của GAS vẫn thấp hơn 10% và công ty có thể đối mặt với rủi ro bị hủy niêm yết nếu không có thêm đợt thoái vốn nào từ PVN hoặc sự đặc cách nào từ Chính phủ.

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	103,564	135,129	162,743	174,591	218,787
Lợi nhuận gộp	17,654	16,939	25,285	25,051	25,597
Chi phí BH&QL	(5,612)	(3,814)	(6,266)	(6,722)	(8,423)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	12,042	13,125	19,019	18,329	17,173
Lãi vay thuần	1,077	1,197	1,937	2,091	2,666
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	37.8	41.6	41.6	41.6	41.6
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	15.7	(3.56)	48.8	52.4	65.6
LN TT	13,172	14,359	21,047	20,514	19,946
Chi phí thuế TNDN	(2,582)	(2,788)	(4,209)	(4,103)	(3,989)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(192)	(157)	(337)	(328)	(319)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	10,398	11,414	16,501	16,083	15,638
Lợi nhuận thuần ĐC	10,030	11,046	16,133	15,715	15,270
EBITDA ĐC	14,770	16,020	20,933	20,810	19,853
EPS (đồng)	4,483	4,800	6,838	6,665	6,481
EPS ĐC (đồng)	4,324	4,646	6,686	6,513	6,328
DPS (đồng)	5,922	2,118	4,000	4,000	4,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	2,320	2,378	2,413	2,413	2,413
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	2,343	2,413	2,413	2,413	2,413
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	2,343	2,413	2,413	2,413	2,413

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	5,568	6,876	8,066	11,584	6,074
Đầu tư ngắn hạn	27,494	32,891	32,549	31,426	35,006
Phải thu khách hàng	19,098	24,841	30,731	33,841	43,502
Hàng tồn kho	4,599	4,364	6,672	7,158	8,970
Các tài sản ngắn hạn khác	531	889	1,790	1,920	2,407
Tổng tài sản ngắn hạn	57,290	69,861	79,808	85,931	95,960
TSCĐ hữu hình	18,222	15,951	20,679	22,333	24,120
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	30.4	29.0	29.6	30.2	30.8
Đầu tư dài hạn	1,718	2,877	0	0	0
Đầu tư vào Cty LD,LK	390	396	408	420	433
Tài sản dài hạn khác	4,205	4,417	5,371	5,761	7,220
Tổng tài sản dài hạn	24,564	23,670	26,487	28,545	31,804
Tổng cộng tài sản	81,855	93,532	106,296	114,476	127,763
Nợ ngắn hạn	934	1,440	1,440	1,440	1,440
Phải trả người bán	6,037	11,905	14,012	14,683	17,962
Nợ ngắn hạn khác	6,651	5,774	8,137	8,730	10,939
Tổng nợ ngắn hạn	14,575	20,537	25,379	26,772	32,748
Nợ dài hạn	2,291	1,532	1,532	1,532	1,532
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	294	284	488	524	656
Nợ dài hạn khác	3,124	3,526	4,394	4,714	5,907
Tổng nợ dài hạn	5,708	5,341	6,414	6,770	8,095
Tổng nợ phải trả	20,284	25,878	31,793	33,542	40,843
Vốn chủ sở hữu	60,248	66,295	73,144	79,575	85,562
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,323	1,358	1,358	1,358	1,358
Tổng vốn chủ sở hữu	61,571	67,653	74,502	80,934	86,920
Tổng nợ phải trả và VCSH	81,855	93,532	106,296	114,476	127,763
BVPS (đ)	25,718	27,475	30,313	32,978	35,459
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(2,343)	(3,905)	(5,094)	(8,612)	(3,103)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	12,042	13,125	19,019	18,329	17,173
Khấu hao	(2,728)	(2,895)	(1,914)	(2,481)	(2,680)
Lãi vay thuần	1,077	1,197	1,937	2,091	2,666
Thuế TNDN đã nộp	(2,561)	(2,798)	(4,134)	(4,079)	(3,901)
Thay đổi vốn lưu động	(2,703)	(1,017)	(3,445)	(2,356)	(6,072)
Khác	(152)	1,390	(565)	(498)	(241)
LCT thuần từ HĐKD	9,035	13,378	12,611	13,698	9,461
Đầu tư TS dài hạn	(1,354)	(1,784)	(3,766)	(4,136)	(4,467)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	8,823	(4,935)	2,674	5,011	340
LCT thuần từ HĐĐT	7,468	(6,719)	(1,091)	875	(4,127)
Cổ tức trả cho CSH	(13,872)	(5,109)	(9,652)	(9,652)	(9,652)
Thu từ phát hành CP	0	0	3,617	459	703
Tăng/giảm nợ	(2,651)	(253)	0	0	0
Khác	(81.3)	11.0	(4,296)	(1,862)	(1,894)
LCT thuần từ HĐTC	(16,604)	(5,351)	(10,330)	(11,055)	(10,843)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,669	5,568	6,876	8,066	11,584
LCT thuần trong kỳ	(101)	1,308	1,189	3,518	(5,510)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5,568	6,876	8,066	11,584	6,074
Dòng tiền tự do	7,681	11,595	8,845	9,563	4,994

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.0	12.5	15.5	14.3	11.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	14.3	11.9	12.9	11.9	9.07
Tỷ suất LNT (%)	10.0	8.45	10.1	9.21	7.15
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.6	19.4	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	15.1	30.5	20.4	7.28	25.3
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(7.30)	8.46	30.7	(0.59)	(4.60)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(10.7)	10.1	46.0	(2.59)	(2.83)
Tăng trưởng EPS (%)	(18.7)	7.09	42.5	(2.53)	(2.77)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(11.6)	7.44	43.9	(2.59)	(2.83)
Tăng trưởng DPS (%)	91.0	(64.2)	88.9	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	132	44.1	58.5	60.0	61.7
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	16.7	18.0	23.7	21.1	18.9
ROACE (%)	17.2	18.7	24.7	21.7	18.8
Vòng quay tài sản (lần)	1.22	1.54	1.63	1.58	1.81
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.75	1.02	0.66	0.75	0.55
Số ngày tồn kho	19.5	13.5	17.7	17.5	16.9
Số ngày phải thu	81.1	76.7	81.6	82.6	82.2
Số ngày phải trả	25.6	36.8	37.2	35.8	33.9
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(2.76)	(4.37)	(4.74)	(8.63)	(1.07)
Nợ/tài sản (%)	4.77	4.25	4.33	4.12	4.04
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.26	0.25	0.22	0.23	0.26
Chỉ số TT hiện thời (lần)	3.93	3.40	3.14	3.21	2.93
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.97	1.54	1.27	1.17	0.96
EV/EBITDA ĐC (lần)	13.8	13.0	9.89	9.78	10.5
P/E (lần)	19.6	18.3	12.9	13.2	13.6
P/E ĐC (lần)	20.3	18.9	13.1	13.5	13.9
P/B (lần)	3.42	3.20	2.90	2.67	2.48
Lợi suất cổ tức (%)	6.74	2.41	4.55	4.55	4.55

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

Mua vào (giữ nguyên)

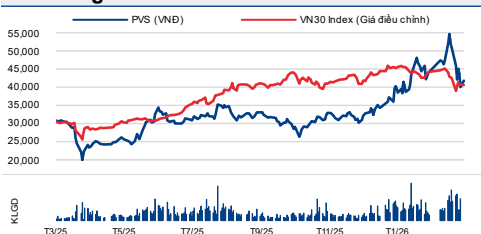
Giá mục tiêu: VNĐ55,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 31.6%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026) **41,800**

Mã Bloomberg	PVS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	20,000-54,600
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	41,767
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	19,979
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	760
Slg CP lưu hành (tr.đv)	478
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	168
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.8%
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	(5.64)	30.2	37.6
So với chỉ số	2.79	34.2	3.01
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,297	2,261	45.8
2027F	3,049	2,552	19.4
2028F	3,101	2,650	17.0

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

Tăng giá mục tiêu, nhờ mở rộng mảng cơ khí & xây dựng

- HSC tăng 22,6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 55.000đ, sau khi phân tích KQKD tích cực trong năm 2025 của công ty và các xu hướng cơ bản. Với tiềm năng tăng giá 32% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi nâng khuyến nghị Mua vào.
- Cho năm 2026-2027; chúng tôi tăng lần lượt 33% và 20% dự báo lợi nhuận thuần, cho thấy mức tăng trưởng 15,8% trong năm nay và giảm 7,5% cho năm sau. Sự cải thiện ở mảng cơ khí & xây dựng và lợi nhuận HĐ tài chính được kỳ vọng sẽ là những động lực tăng trưởng lợi nhuận chính.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 3 tháng qua, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 13,8 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi cho thấy P/E dự phóng năm 2026 và 2027 ở mức 16,7 lần và 18 lần.

Sự kiện: Dự án Lô B đúng tiến độ, đang đấu thầu các hợp đồng M&C mới

Trong 12 tháng qua, dự án mỏ khí ngoài khơi Lô B - Ô Môn đã có tiến triển trên tất cả các luồng công việc chính. Đáng chú ý, PVS đã hoàn thành phần chân đế giàn xử lý trung tâm (vào tháng 11/2025). PVC-MS (công ty con của PVS) đã hoàn tất 4 khối thượng tầng (vào tháng 10/2025). Tuyến đường ống trên bờ (liên danh PVS-Lilama18) đã đạt tỷ lệ hoàn thành 29,6%. Tuyến đường ống ngoài khơi vẫn duy trì mục tiêu hoàn thành trong tháng này. Tàu chứa và xử lý dầu thô (FSO) đã thực hiện lễ cất thép đầu tiên tại xưởng đóng tàu Nam Thông (vào tháng 12/2025). Trái ngược với những diễn biến tích cực này, Qatar Energy gần đây đã lùi thời hạn nộp hồ sơ thầu thương mại cho mỏ dầu khí Maydan Mahzam thêm khoảng 2 tháng, có khả năng do cuộc xung đột tại Trung Đông.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC tăng lần lượt 33% và 20% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027, tương ứng với mức tăng trưởng 15,8%/-7,5%. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đi ngang so với cùng kỳ (lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm: 2,9%). Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cơ khí & xây dựng cao hơn (nhờ nhu cầu tăng mạnh khi nhiều nước đẩy mạnh các dự án dầu khí trong nước và năng lượng tái tạo do chiến tranh Trung Đông bùng nổ) cùng với lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn nhờ số dư tiền mặt bằng đồng USD cao hơn kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng lợi nhuận chính.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 3 tháng qua, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm ở mức 12,9 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 13,8 lần. Cổ phiếu cũng có EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng năm 2026-2027 thấp hơn so với các công ty cùng ngành trong nước. Theo đó chúng tôi tăng 22,6% giá mục tiêu lên 55.000đ (tiềm năng tăng giá: 32%).

Chúng tôi nhận thấy PVS đang chuyển mình thành một nhà thầu EPC quy mô lớn cho các dự án năng lượng, cũng như trở thành một nhà đầu tư vào điện gió ngoài khơi. Các rủi ro chính đối với PVS bao gồm việc hủy các hợp đồng FSO/FPSO khi các hợp đồng này hết hạn và nhu cầu phát triển các dự án dầu khí và điện gió ngoài khơi yếu đi. Việc chuyển sang niêm yết tại sàn HoSE – có khả năng xảy ra trong bối cảnh các cuộc thảo luận về việc sáp nhập HOSE-HNX – sẽ là động lực tăng trưởng chính.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,200	2,055	2,384 ▲	2,303 ▲	2,395
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,070	1,821	2,108 ▲	1,949 ▲	1,983
EPS ĐC (đồng)	1,747	2,944	3,297 ▲	3,049 ▲	3,101
DPS (đồng)	793	75.5	700 ▼	700 ▼	700
BVPS (đồng)	28,388	29,375	32,796 ▲	35,907 ▲	39,083
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.51	5.24	5.48	6.12	6.86
P/E ĐC (lần)	23.9	14.2	12.7	13.7	13.5
Lợi suất cổ tức (%)	1.90	0.18	1.67	1.67	1.67
P/B (lần)	1.47	1.42	1.27	1.16	1.07
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.47	68.5	12.0	(7.53)	1.73
ROAE (%)	8.10	12.7	13.3	11.1	10.3

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

Các điều kiện thuận lợi để cải thiện các yếu tố nền tảng của mảng M&C

KQKD năm 2025 rất vững chắc, với lợi nhuận thuần tăng trưởng 68% nhờ doanh thu tăng trưởng mạnh và tỷ suất lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện. PVS đang đẩy mạnh các kế hoạch phát triển liên quan đến dự án Lô B - Ô Môn và cũng đang đấu thầu các hợp đồng M&C mới ở nước ngoài (điều này sẽ tạo ra nhiều tiềm năng tăng trưởng hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi). Đáng chú ý, PVS sẽ hưởng lợi từ giá dầu Brent tăng cao, nhưng tác động gián tiếp sẽ chỉ được cảm nhận rõ nét trong trung hạn do đặc thù của ngành này. Chúng tôi tăng 22,6% giá mục tiêu lên 55.000đ (từ mức 44.860đ), tương ứng với tiềm năng tăng giá 32%, và duy trì khuyến nghị Mua vào.

Sự kiện: Cập nhật số lượng dự án chưa triển khai của mảng M&C và tiến độ hiện tại

Dự án Lô B Ô Môn bắt đầu có tiến triển tốt

Tóm tắt quá trình triển khai dự án Lô B - Ô Môn trong 12 tháng qua:

- **Giàn xử lý trung tâm:** PVS đã hoàn thành phần chân đế cho giàn xử lý trung tâm vào tháng 11/2025. PVC-MS (công ty con của PVS) đã hoàn thành 4 khối thượng tầng cho dự án Lô B - Ô Môn vào tháng 10/2025 (đây là một hợp phần phụ thuộc gói thầu EPCI #2 mà PVS đã giao lại cho PVC-MS).
- **Các dự án đang triển khai:** Tổng gói thầu trên bờ đã đạt tỷ lệ hoàn thành 29,63% vào tháng 11/2025. Công tác giải phóng mặt bằng đã hoàn tất tại thành phố Cần Thơ và phần giải phóng mặt bằng còn lại tại tỉnh An Giang dự kiến sẽ hoàn thành vào tháng 1/2026. PVS đang thực hiện gói thầu đường ống trên bờ của dự án Lô B - Ô Môn cùng với một nhà thầu khác là Lilama18.
- **Gói thầu ngoài khơi:** Công tác sản xuất đường ống tại đây dự kiến sẽ được hoàn thành trong tháng này.
- **Hợp đồng FSO:** Tàu Ocean Star Elite đã thực hiện lễ cắt thép đầu tiên tại xưởng đóng tàu Nam Thông (Trung Quốc) vào tháng 12/2025 phục vụ cho dự án FSO Lô B - Ô Môn.

Bảng 22: Tiến độ các gói thuộc Lô B - Ô Môn

PVS đang thực hiện phần đường ống trên bờ của dự án Lô B - Ô Môn

Gói thầu	Phạm vi công việc	Nhà thầu	Vai trò của PTSC
Đường ống trên bờ	102 km đường ống 30 inch + các trạm GDS/LFS (từ Cà Mau đến Kiên Giang đến Cần Thơ)	Liên danh PVS / Lilama18	Đối tác đứng đầu liên danh. Ký tháng 12/2023. Tổng thể đạt 29,6% (tháng 11/2025): thiết kế 100%; mua sắm 37%; xây lắp 3%
PC1 (ngoài khơi vùng nước nông)	~80 km đường ống 28 inch + 38,5 km đường ống 18 inch, lắp đặt và chôn lấp tại vùng nước nông	Vietsovpetro / Thiên Nam Offshore JV	PVS không tham gia
PC2 (ngoài khơi vùng nước sâu)	213 km đường ống 28 inch, chế tạo và lắp đặt tại vùng nước sâu	Vietsovpetro / TIMAS (Indonesia) / Tân Cảng Offshore Services JV	PVS không tham gia

Nguồn: HSC ước tính

Gói thầu số 1 cho dự án Maydan Mahzam

Vào đầu tháng 03/2026, Qatar Energy đã gia hạn thời hạn nộp thầu cho dự án mỏ dầu ngoài khơi Maydan Mahzam thêm khoảng hai tháng, nguyên nhân có khả năng là do cuộc chiến tại Trung Đông. Trong thời gian tới, PVS sẽ tham gia đấu thầu hợp đồng cho Gói thầu số 1 cho mỏ dầu ngoài khơi Maydan Mahzam. Phạm vi công việc bao gồm chế tạo bảy cấu trúc thượng tầng mới với tổng trọng lượng cấu trúc hơn

78.000 tấn. Hạn chót nộp hồ sơ cho gói thầu này là ngày 1/3/2025. Tổng giá trị hợp đồng EPC cho dự án này dự kiến đạt khoảng 4-5 tỷ USD, chia làm bốn gói thầu.

Dự báo lợi nhuận mới

Sau khi phân tích KQKD vững chắc của năm 2025 và các xu hướng cơ bản, HSC tăng lần lượt 33,1% và 20% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 lên 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 15,8%) và 1,9 nghìn tỷ đồng (giảm 7,5% so với cùng kỳ). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với doanh thu đạt 41,5 nghìn tỷ đồng (giảm tăng 0,6% so với cùng kỳ) và lợi nhuận thuần đạt 2 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 1,7%). Dự báo mới cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần tăng trưởng với tốc độ CAGR 3 năm lần lượt ở mức 5,5% và 2,9%.

Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng M&C cải thiện được kỳ vọng sẽ là những động lực tăng trưởng lợi nhuận chính, cùng với lợi nhuận HĐ tài chính cao hơn (PVS nắm giữ 265 triệu USD tiền mặt tính đến Q2/2025 và sẽ hưởng lợi từ khi đồng USD mạnh lên, tăng 3,2% trong một năm qua).

Chúng tôi nhận thấy chiến lược mới tập trung vào cả dầu khí và năng lượng tái tạo, với kế hoạch trong ngắn hạn là mở rộng khu vực hậu cần dầu khí để đáp ứng nhu cầu dự kiến tăng cao trong những năm tiếp theo. Khi PVS đang lập kế hoạch mở rộng thêm 50% khu vực hậu cần lên 300 ha (từ mức 200 ha), doanh thu và lợi nhuận mảng M&C sẽ cải thiện, đồng thời tạo ra tiềm năng tăng trưởng cao hơn so với dự báo trước đó của chúng tôi.

Bảng 23: Dự báo mới và dự báo cũ, PVS

Nâng dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2027 lên 33,1% và 20%

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	32,556	41,261	41,812	41,548	43,725	37,513	-5.6%	11.5%
Lợi nhuận gộp	1,809	2,037	2,019	2,179	1,891	1,776	7.8%	13.7%
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	834	774	740	669	774	740	0.0%	0.0%
Thu nhập tài chính	927	952	831	787	559	621	70.3%	33.8%
Chi phí tài chính	(59)	(124)	(125)	(125)	(219)	(188)	-43.4%	-33.1%
Lợi nhuận khác	98	578	585	582	612	525	-5.6%	11.5%
Lợi nhuận thuần	1,821	2,108	1,949	1,983	1,583	1,625	33.1%	20.0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.6%	4.9%	4.8%	5.2%	4.3%	4.7%	0.6ppt	0.1ppt
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.6%	5.1%	4.7%	4.8%	3.6%	4.3%	1.5ppt	0.3ppt
Tăng trưởng								
Doanh thu thuần	37.0%	26.7%	1.3%	-0.6%	34.3%	-14.2%		
Lợi nhuận gộp	69.9%	12.6%	-0.9%	7.9%	4.5%	-6.1%		
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	-3.5%	-7.2%	-4.4%	-9.7%	-7.2%	-4.4%		
Lợi nhuận thuần	70.2%	15.8%	-7.5%	1.7%	-13.0%	2.6%		
Tỷ suất lợi nhuận gộp	1.1ppt	-0.6ppt	-0.1ppt	0.4ppt	-1.2ppt	0.4ppt		
Tỷ suất lợi nhuận thuần	1.1ppt	-0.5ppt	-0.4ppt	0.1ppt	-2.0ppt	0.7ppt		

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 24: Các giả định chính, PVS

Nâng ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp đối với mảng Máy móc & xây dựng

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	32,556	41,261	41,812	41,548	43,922	37,682	-6.1%	11.0%
Tàu dịch vụ	1,840	1,932	1,932	1,932	2,504	2,504	-22.9%	-22.9%
FPSO/FSO	2,792	2,792	2,792	2,792	2,369	2,369	17.8%	17.8%
ROV	559	559	559	559	507	507	10.3%	10.3%
Dịch vụ cảng	1,994	2,193	2,193	2,193	1,764	1,764	24.3%	24.3%
Máy móc & xây dựng	21,625	29,722	29,924	29,277	32,848	26,280	-9.5%	13.9%
O&M	3,167	3,483	3,832	4,215	3,285	3,613	6.0%	6.0%
Mảng khác	581	581	581	581	645	645	-9.9%	-9.9%
Lợi nhuận gộp	1,809	2,037	2,019	2,179	1,899	1,784	7.3%	13.2%
Tàu dịch vụ	299	290	290	290	300	300	-3.6%	-3.6%
FPSO/FSO	158	195	195	195	166	166	17.8%	17.8%
ROV	109	56	56	56	51	51	10.3%	10.3%
Dịch vụ cảng	398	483	483	483	388	388	24.3%	24.3%
Máy móc & xây dựng	592	809	776	920	791	662	2.2%	17.2%
O&M	131	146	161	177	138	152	6.0%	6.0%
Mảng khác	122	58	58	58	64	64	-9.9%	-9.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.6%	4.9%	4.8%	5.2%	4.3%	4.7%		
Tàu dịch vụ	16.3%	15.0%	15.0%	15.0%	12.0%	12.0%		
FPSO/FSO	5.7%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%		
ROV	19.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%		
Dịch vụ cảng	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%		
Máy móc & xây dựng	2.7%	2.7%	2.6%	3.1%	2.4%	2.5%		
O&M	4.1%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%		
Mảng khác	21.0%	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 tăng 22,6% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên mức 55.000đ (từ mức 44.860đ). Với tiềm năng tăng giá là 32% tại giá mục tiêu mới, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng. Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PVS ở mức giá hiện tại do công ty đang chuyển mình thành một nhà thầu EPC có quy mô lớn cho các dự án năng lượng, cũng như trở thành nhà đầu tư vào điện gió ngoài khơi. Các rủi ro chính đối với PVS bao gồm việc hủy các hợp đồng FSO/FPSO khi các hợp đồng này hết hạn và nhu cầu phát triển các dự án dầu khí và điện gió ngoài khơi yếu đi. Việc chuyển sang niêm yết tại sàn HoSE – có khả năng xảy ra trong bối cảnh các cuộc thảo luận về việc sáp nhập HOSE-HNX – sẽ là động lực tăng trưởng chính.

Trong mô hình định giá theo phương pháp DCF, chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, nhưng giảm hệ số beta xuống 0,9 lần (so với mức 1,2 lần trước đó) dựa trên hệ số beta điều chỉnh 2 năm của Bloomberg. Dựa trên các giả định này, WACC giảm xuống còn 10,3% (từ mức 12,9% trước đó).

Bảng 25: Giả định DCF, PVS

Mở rộng giai đoạn DCF đến năm 2030

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	2,834	2,649	2,700	2,538	2,495
Thuế suất 20.0%	(567)	(530)	(540)	(508)	(499)
EBIT sau thuế	2,267	2,119	2,160	2,030	1,996
Khấu hao	955	945	939	933	889
Thay đổi vốn lưu động	(2,257)	36	(32)	(629)	49
Chi phí đầu tư	(2,620)	(3,452)	(939)	(933)	(889)
Dòng tiền hoạt động khác	(133)	(126)	(142)	(135)	(132)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(422)	(390)	(397)	(371)	(363)
Dòng tiền tự do trước nợ vay	(2,208)	(867)	1,589	895	1,550
Chiết khấu	1.00	1.10	1.22	1.34	1.48
Giá trị hiện tại của UCF	(2,208)	(786)	1,306	667	1,047
Tổng UFCF	26				

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 26: Tính toán WACC, PVS

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	11.7%
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	10.3%

Nguồn: HSC ước tính
Bảng 27: Định giá, PVS

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	4.4 lần
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	11,366
Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	26
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp	11,392
Cộng: Tiền & tương đương tiền	15,860
Trừ: Tổng nợ	(967)
Giá trị vốn CSH	26,285
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	478
Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)	55,000

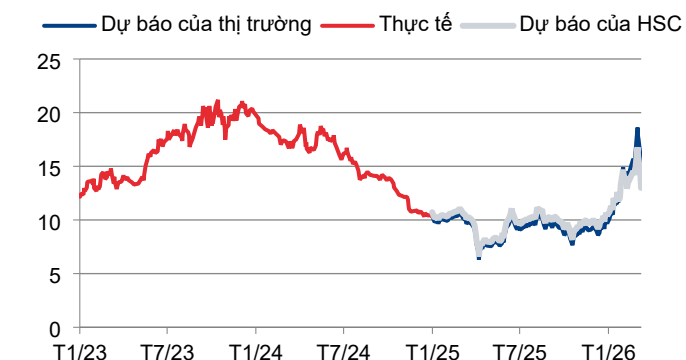
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 30% trong 1 tháng qua, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 13,8 lần. Ngoài ra, cổ phiếu có EV/EBITDA điều chỉnh dự phóng cho năm 2026-2027 lần lượt ở mức 5,1 lần và 5,7 lần, thấp hơn 22,3% và 8,8% so với bình quân các công ty cùng ngành trong nước (không bao gồm PVS) ở mức 6,5 lần và 6,3 lần.

Biểu đồ 28: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVS

PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm 12,9 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 29: PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm 13,8 lần

...thấp hơn 0,2 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 13,8 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 30: So sánh với các công ty cùng ngành khác, PVS

PVS hiện giao dịch ở mức định giá cao hơn bình quân EV/EBITDA 2026

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITD A điều chỉnh 2026	EV/EBITD A điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi suất cổ tức 2026
GAS	8,422	10.3	10.2	13.6	14.1	3.0	4.4%
BSR	6,701	2.3	3.0	3.6	6.5	1.6	0.0%
PVD	845	7.0	5.6	13.5	10.7	1.2	0.0%
PVS	727	5.1	5.7	12.1	13.1	1.2	1.8%
Bình quân – các công ty ngành dầu khí	4,174	6.2	6.1	10.7	11.1	1.8	1.5%
Bình quân – các công ty ngành dầu khí trừ PVS	5,323	6.5	6.3	10.2	10.4	1.9	1.5%

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	23,770	32,556	41,261	41,812	41,548
Lợi nhuận gộp	1,065	1,809	2,037	2,019	2,179
Chi phí BH&QL	(1,330)	(1,385)	(1,382)	(1,401)	(1,392)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(265)	424	655	618	787
Lãi vay thuần	351	799	738	594	544
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	864	834	774	740	669
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	603	98.4	578	585	582
LN TT	1,553	2,156	2,744	2,538	2,581
Chi phí thuế TNDN	(299)	(257)	(549)	(508)	(516)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(185)	(78.8)	(87.8)	(81.2)	(82.6)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,070	1,821	2,108	1,949	1,983
Lợi nhuận thuần ĐC	835	1,457	1,686	1,559	1,586
EBITDA ĐC	1,200	2,055	2,384	2,303	2,395
EPS (đồng)	2,238	3,680	4,121	3,811	3,877
EPS ĐC (đồng)	1,747	2,944	3,297	3,049	3,101
DPS (đồng)	793	75.5	700	700	700
Slg CP bình quân (triệu đv)	478	495	511	511	511
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	478	511	511	511	511
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	478	511	511	511	511

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	11,422	11,585	9,571	8,844	6,619
Đầu tư ngắn hạn	3,886	4,275	4,275	4,275	4,275
Phải thu khách hàng	6,244	7,303	9,609	9,737	9,676
Hàng tồn kho	1,830	3,234	3,224	3,271	3,236
Các tài sản ngắn hạn khác	500	621	621	621	621
Tổng tài sản ngắn hạn	23,882	27,018	27,299	26,748	24,427
TSCĐ hữu hình	3,588	4,777	4,726	4,697	4,666
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	160	155	152	149	146
Đầu tư dài hạn	430	462	2,177	4,713	8,510
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,729	4,867	5,013	5,163	5,318
Tài sản dài hạn khác	1,289	1,287	1,287	1,287	1,287
Tổng tài sản dài hạn	10,195	11,548	13,355	16,009	19,927
Tổng cộng tài sản	34,077	38,566	40,655	42,757	44,353
Nợ ngắn hạn	869	189	189	189	189
Phải trả người bán	4,654	6,957	6,985	7,087	7,011
Nợ ngắn hạn khác	7,663	8,241	8,252	8,362	8,310
Tổng nợ ngắn hạn	13,938	16,335	16,374	16,586	16,457
Nợ dài hạn	790	777	1,077	1,377	1,477
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	741	641	641	641	641
Nợ dài hạn khác	3,867	4,603	4,603	4,603	4,603
Tổng nợ dài hạn	5,399	6,022	6,322	6,622	6,722
Tổng nợ phải trả	19,337	22,357	22,696	23,208	23,179
Vốn chủ sở hữu	13,569	15,023	16,772	18,363	19,988
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,171	1,186	1,186	1,186	1,186
Tổng vốn chủ sở hữu	14,740	16,209	17,959	19,550	21,174
Tổng nợ phải trả và VCSH	34,077	38,566	40,655	42,757	44,353
BVPS (đ)	28,388	29,375	32,796	35,907	39,083
Nợ thuần/(tiền mặt)	(9,762)	(10,618)	(8,304)	(7,277)	(4,952)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	(265)	424	655	618	787
Khấu hao	(601)	(796)	(955)	(945)	(939)
Lãi vay thuần	351	799	738	594	544
Thuế TNDN đã nộp	(350)	(514)	(549)	(508)	(516)
Thay đổi vốn lưu động	2,840	559	(2,257)	36.5	(32.0)
Khác	1,581	446	653	425	193
LCT thuần từ HKKD	4,343	1,643	(632)	1,406	1,252
Đầu tư TS dài hạn	(855)	(2,018)	(2,620)	(3,452)	(4,705)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	1,917	1,045	1,369	1,402	1,436
LCT thuần từ HĐĐT	1,062	(973)	(1,251)	(2,050)	(3,269)
Cổ tức trả cho CSH	(379)	(38.6)	(358)	(358)	(358)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	335
Tăng/giảm nợ	(80.7)	(692)	300	300	100
Khác	719	224	(73.3)	(24.9)	(285)
LCT thuần từ HĐTC	259	(507)	(131)	(82.9)	(209)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,757	11,422	11,585	9,571	8,844
LCT thuần trong kỳ	5,664	163	(2,014)	(727)	(2,225)
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	11,422	11,585	9,571	8,844	6,619
Dòng tiền tự do	3,488	(374)	(3,251)	(2,046)	(3,453)

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	4.48	5.56	4.94	4.83	5.24
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.05	6.31	5.78	5.51	5.76
Tỷ suất LNT (%)	4.50	5.59	5.11	4.66	4.77
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.2	11.9	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.7	37.0	26.7	1.34	(0.63)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	6.15	71.1	16.1	(3.39)	3.98
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	5.47	74.4	15.8	(7.53)	1.73
Tăng trưởng EPS (%)	4.22	64.4	12.0	(7.53)	1.73
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	5.47	68.5	12.0	(7.53)	1.73
Tăng trưởng DPS (%)	0.41	(90.5)	827	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	35.5	2.05	17.0	18.4	18.1
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	8.10	12.7	13.3	11.1	10.3
ROACE (%)	(1.42)	2.00	2.82	2.45	2.91
Vòng quay tài sản (lần)	0.79	0.90	1.04	1.00	0.95
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	(16.4)	3.88	(0.96)	2.28	1.59
Số ngày tồn kho	29.4	38.4	30.0	30.0	30.0
Số ngày phải thu	100	86.7	89.4	89.3	89.7
Số ngày phải trả	74.8	82.6	65.0	65.0	65.0
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(69.0)	(68.6)	(47.7)	(37.9)	(23.2)
Nợ/tài sản (%)	6.06	3.31	3.88	4.39	4.46
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	6.14	1.05	0.98	1.20	1.15
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.71	1.65	1.67	1.61	1.48
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.43	0.33	0.32	0.34	0.40
EV/EBITDA ĐC (lần)	8.51	5.24	5.48	6.12	6.86
P/E (lần)	18.7	11.4	10.1	11.0	10.8
P/E ĐC (lần)	23.9	14.2	12.7	13.7	13.5
P/B (lần)	1.47	1.42	1.27	1.16	1.07
Lợi suất cổ tức (%)	1.90	0.18	1.67	1.67	1.67

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

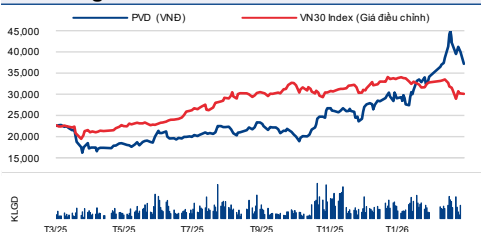
Mua vào (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ46,500 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 25.0%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026)	37,200
Mã Bloomberg	PVD VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	16,282-45,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	39,483
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	20,676
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	786
Slg CP lưu hành (tr.đv)	556
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	272
Slg CP NN được mua (tr.đv)	206
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	12.0%
Tỷ lệ freefloat	43.8%
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	8.93	43.9	65.0
So với chỉ số	18.7	48.3	23.5
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	2,948	2,181	35.2
2027F	3,722	2,647	40.6
2028F	3,859	2,737	41.0

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

Tăng dự báo lợi nhuận/giá mục tiêu dựa trên triển vọng của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan

- PVD đang điều động thêm giàn khoan tự nâng về hoạt động tại Việt Nam trong năm 2026. Điều này dự kiến sẽ hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.
- Dựa trên yếu tố này, HSC tăng lần lượt 15% và 29% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 lên mức bình quân đạt 2,1 nghìn tỷ đồng. Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2028 cho thấy lợi nhuận thuần đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%), tương ứng với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm đạt 27,4%.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 44% trong 3 tháng qua, PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 15,5 lần. Chúng tôi tăng 45% giá mục tiêu lên 46.500đ và duy trì khuyến nghị Mua vào.

Sự kiện: Thêm nhiều chiến dịch khoan tại Việt Nam

Nhờ có thêm hai giàn khoan tự nâng trong thời gian gần đây, PVD điều động thêm giàn khoan hoạt động trong nước trong năm 2026 và ngày hoạt động ước đạt 1.050 ngày trong năm, bao gồm cả các giàn thuê ngoài (tăng 51,3% so với cùng kỳ). Đáng chú ý, chiến lược của PVD phù hợp với chiến lược tổng thể của Chính phủ nhằm tăng sản lượng dầu khí trong nước nhằm tăng cường an ninh năng lượng, đồng thời đa hóa sản lượng khai thác từ các mỏ dầu khí cận biên.

Tác động: Tăng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027

HSC tăng lần lượt 14,6% và 29,3% dự báo lợi nhuận thuần cho năm 2026-2027 lên 1,6 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 58,1%) và 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 26,2%). Chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028, với doanh thu đạt 15,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,7%) và lợi nhuận thuần đạt 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%). Chúng tôi tăng dự báo lợi nhuận dựa trên kỳ vọng mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan có đóng góp cao hơn. Theo đó, dự báo lợi nhuận gộp cho năm 2026-2027 được điều chỉnh tăng bình quân 32,7%.

Dự báo mới cho thấy doanh thu và lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm đạt lần lượt 12% và 27,4%.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 44% trong 3 tháng qua, PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 15,5 lần. Mặc dù tăng 45% giá mục tiêu lên 46.500đ, HSC vẫn duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVD sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh trong thời gian gần đây. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 25% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 15,8 lần và 12,5 lần.

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PVD vì mức độ thâm nhập của công ty vào thị trường trong nước ngày càng tăng. Điều này cho phép PVD cung cấp các gói dịch vụ trọn gói nhờ hoạt động thăm dò và khai thác gia tăng tại các mỏ dầu cận biên. Rủi ro chính đối với PVD bao gồm sự sụt giảm mang tính cấu trúc của giá thuê theo ngày của giàn khoan tự nâng. Ngoài ra, bất kỳ sự sụt giảm mạnh nào của giá dầu Brent cũng sẽ làm nản lòng các kế hoạch chi tiêu vốn vào các mỏ dầu khí mới, từ đó làm giảm nhu cầu khoan ngoài khơi. Động lực tăng trưởng chính cho công ty là khả năng mua thêm các giàn khoan tự nâng mới.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	2,020	2,256	3,359 ▲	3,787 ▲	3,814
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	698	1,037	1,640 ▲	2,070 ▲	2,147
EPS ĐC (đồng)	1,254	1,865	2,948 ▲	3,722 ▲	3,859
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
BVPS (đồng)	28,406	30,270	33,219	36,940 ▲	40,797
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	10.3	6.58	5.22	4.51
P/E ĐC (lần)	29.7	19.9	12.6	10.00	9.64
Lợi suất cổ tức (%)	-	0	0	0	0
P/B (lần)	1.31	1.23	1.12	1.01	0.91
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	19.3	48.7	58.1	26.2	3.69
ROAE (%)	4.58	6.36	9.29	10.6	9.93

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

Số ngày hoạt động cao hơn = Lợi nhuận và Giá trị doanh nghiệp cao hơn

PVD đang điều động thêm giàn khoan tự nâng về hoạt động trong nước trong năm 2026. Điều này dự kiến sẽ hỗ trợ doanh thu và lợi nhuận của mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan. Nhằm tận dụng quy trình phê duyệt kế hoạch chi tiêu vốn nhanh hơn, PVD dự kiến bổ sung thêm các giàn khoan tự nâng để đáp ứng nhu cầu trong nước và khu vực. Cuộc chiến tại Trung Đông sẽ có tác động lâu dài đến nhận thức về an ninh năng lượng của nhiều nước, trong đó có cả Việt Nam. Chúng tôi tăng 45% giá mục tiêu lên 46.500đ (tiềm năng tăng giá là 25%), và duy trì xếp hạng Mua vào.

Số ngày hoạt động tại Việt Nam dự kiến tăng năm 2026

So với năm 2025, PVD có kế hoạch vận hành nhiều giàn khoan hơn tại thị trường trong nước trong năm 2026. Số ngày hoạt động trong năm 2026 tăng là nhờ có thêm hai giàn khoan mới mua trong thời gian gần đây (PVD 8 và PVD 9). Do Chính phủ yêu cầu tăng cường sản lượng dầu khí trong nước cho năm tới, HSC kỳ vọng sẽ có nhiều giàn khoan thuộc sở hữu của PVD hoạt động tại thị trường Việt Nam hơn so với vài năm qua. Ngoài ra, công ty có thể thuê thêm các giàn khoan tự nâng để thực hiện các chiến dịch khoan ngắn hạn tại Việt Nam. Thông thường, các giàn khoan thuê ngoài sẽ xuất hiện trong kế hoạch khoan muộn hơn các giàn khoan tự sở hữu do tính chất ngắn hạn. Số ngày hoạt động tại Việt Nam tăng cao sẽ giúp PVD tăng doanh thu từ dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.

Bảng 31: Số ngày hoạt động của giàn khoan sở hữu và gian khoan thuê, PVD

Số ngày hoạt động của giàn khoan tại Việt Nam được kỳ vọng sẽ tăng đáng kể trong năm 2026

Đơn vị	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	Q1/26	Q2/26	Q3/26	Q4/26	2025	2026
JU sở hữu	271	305	398	428	436	457	534	552	1,402	1,979
Sở hữu một phần	90	91	92	92	90	76	92	92	365	350
Giàn khoan trên đất liền	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
JU thuê	90	100	89	293	270	91	62	-	572	423
Tổng số ngày	451	496	579	813	796	624	688	644	2,339	2,752
Việt Nam	90	100	119	385	360	260	246	184	694	1,050
Các quốc gia khác	361	396	460	428	436	364	442	460	1,645	1,702

Ghi chú: Dựa trên công bố của công ty, và ước tính của chúng tôi đối với các giàn khoan chưa được công bố (PVD 1 cho Q4/2026 và PVD 9 cho nửa cuối năm 2026) sẽ hoạt động tại Việt Nam
Nguồn: HSC ước tính

Bảng 32: Kế hoạch khoan, PVD

Số ngày hoạt động trong năm 2026 tăng lên

Tên dàn khoan	Loại giàn	Sở hữu/thuê	Khách hàng	Quốc gia	Tình trạng HĐ	Ngày bắt đầu	Ngày kết thúc	Số ngày
PVD 1	Jack-up	Sở hữu	PCSB (Petronas Carigali)	Malaysia	Đang hoạt động	1/1/26	15/4/26	105
PVD 1	Jack-up	Sở hữu	Cuu Long JOC	Việt Nam	Đang hoạt động	15/4/26	30/9/26	169
PVD 1	Jack-up	Sở hữu	TBA (*)	Việt Nam	Đang hoạt động	1/10/26	31/12/26	92
PVD 2	Jack-up	Sở hữu	Pertamina	Indonesia	Đang hoạt động	1/1/26	31/12/26	365
PVD 3	Jack-up	Sở hữu	Pertamina	Indonesia	Đang hoạt động	1/1/26	31/12/26	365
PVD 6	Jack-up	Sở hữu	SKEO	Malaysia	Đang hoạt động	15/1/26	30/4/26	106
PVD 6	Jack-up	Sở hữu	DIALOG	Malaysia	Đang hoạt động	1/5/26	31/8/26	123
PVD 6	Jack-up	Sở hữu	PCSB	Malaysia	Đang hoạt động	1/9/26	30/11/26	91
PVD 6	Jack-up	Sở hữu	ENEOS	Malaysia	Đang hoạt động	1/12/26	31/12/26	31
PVD 8	Jack-up	Sở hữu	Vietsovpetro	Việt Nam	Đang hoạt động	1/1/26	15/6/26	166
PVD 8	Jack-up	Sở hữu	PCSB	Malaysia	Đang hoạt động	10/7/26	20/9/26	73
PVD 8	Jack-up	Sở hữu	PCSB	Malaysia	Đang hoạt động	30/9/26	31/12/26	93
PVD 9	Jack-up	Sở hữu	TBA (*)	Việt Nam	Đang hoạt động	15/6/26	31/12/26	200
PVD 5	Semi-sub	Sở hữu	BSP	Brunei	Đang hoạt động	1/1/26	15/4/26	105
PVD 5	Semi-sub	Sở hữu	BSP	Brunei	UWILD (*)	16/4/26	30/4/26	15
PVD 5	Semi-sub	Sở hữu	BSP	Brunei	Đang hoạt động	1/5/26	31/12/26	245
Borr-Thor	Jack-up	Cho thuê	HL-HV	Việt Nam	Đang hoạt động	1/1/26	31/8/26	243
Hakuryu-14	Jack-up	Cho thuê	Murphy	Việt Nam	Đang hoạt động	1/1/26	31/3/26	90
Gunlord	Jack-up	Cho thuê	HL-HV	Việt Nam	Đang hoạt động	1/1/26	31/3/26	90

Ghi chú: (*)Dựa trên thông tin do công ty công bố và ước tính của chúng tôi về số giàn khoan chưa được công bố (PVD 1 cho quý 4 năm 2026 và PVD 9 cho nửa cuối năm 2026) sẽ hoạt động tại Việt Nam; UWILD = kiểm tra dưới nước thay cho việc đưa vào ụ khô.
Nguồn: HSC ước tính

Các công ty liên doanh có đóng góp cao hơn trong năm 2025

Trong năm 2025, đóng góp lợi nhuận cho PVD từ các liên doanh tăng 192% so với cùng kỳ. HSC hiểu rằng đã tăng trưởng lợi nhuận chủ yếu đến từ các liên doanh, bao gồm PVD-Baker Hughes, BJ-PVD và PVD-Expro.

Trong quá khứ, các liên doanh cung cấp dịch vụ kỹ thuật giếng khoan đã đóng góp từ 26,3% - 44,8% vào tổng doanh thu của PVD trong giai đoạn 2014-2025. Các dịch vụ này có thể đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận gộp khi PVD thực hiện nhiều chiến dịch khoan hơn tại Việt Nam. Trong khi đó, đối với các nước Đông Nam Á khác, do các yêu cầu về tỷ lệ nội địa hóa, PVD rất khó thâm nhập vào các thị trường này để cung cấp các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan.

Bảng 33: Đóng góp của các công ty liên kết vào lợi nhuận thuần

Đóng góp của các công ty liên kết tăng lên trong năm 2025

	2021A	2022A	2023A	2024A	2025A
Lợi nhuận/lỗ thuần từ các công ty liên kết	104	45	66	49	143
Lợi nhuận HĐ	69	-83	567	919	1,198
Lợi nhuận thuần	20	-103	585	698	1,037

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 34: Dự báo mới và dự báo cũ, PVD

Nâng dự báo lợi nhuận năm 2026-2027 bình quân 14,6% và 29,3%

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	10,892	13,443	14,628	15,319	13,163	13,786	2.1%	6.1%
Lợi nhuận gộp	2,077	3,331	3,890	3,944	3,096	3,279	7.6%	18.6%
Lợi nhuận HĐ	1,407	2,410	2,888	2,894	2,195	2,335	9.8%	23.7%
Thu nhập HĐ tài chính	197	100	155	246	129	189	-22.4%	-17.6%
Chi phí tài chính	363	546	553	552	554	551	-1.4%	0.4%
Thu nhập từ cty LD, LK	143	171	206	206	94	112	83.4%	83.4%
Lợi nhuận thuần	1,037	1,640	2,070	2,147	1,432	1,601	14.6%	29.3%
Giá cho thuê giàn khoan (nghìn USD/ngày)	111.3	116.9	122.7	122.7	116.9	116.9	0.0%	5.0%
Chi phí HĐ (Nghìn USD/ngày)	55.1	57.1	59.1	61.1	57.1	59.1	0.0%	0.0%
Giá cho thuê giàn TAD (Nghìn USD/ngày)	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	0.0%	0.0%
TSLNG của dịch vụ giếng/màng khác	20.1%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	0bps	0bps
Thuế TNDN	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	0bps	0bps
Tăng trưởng								
Doanh thu thuần	17.3%	23.4%	8.8%	4.7%				
Lợi nhuận gộp	18.4%	60.4%	16.8%	1.4%				
Lợi nhuận HĐ	23.7%	71.3%	19.8%	0.2%				
Lợi nhuận thuần	48.7%	58.1%	26.2%	3.7%				

Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới

HSC điều chỉnh tăng 14,6% và 29,3% dự báo lợi nhuận cho năm 2026-2027. Ngoài ra chúng tôi cũng đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2028 với lợi nhuận thuần ở mức 2,1 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 3,7%) trên doanh thu 15,3 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 4,7%). Những thay đổi chính trong các giả định của chúng tôi bao gồm:

- Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp từ dịch vụ kỹ thuật giếng khoan tăng 32,7% mỗi năm trong năm 2026-2027, do có nhiều giàn khoan tự nâng dưới sự quản lý của PVD (bao gồm cả giàn tự sở hữu và giàn thuê ngoài) đang hoạt động tại Việt Nam. Số lượng giàn khoan lớn hơn sẽ hỗ trợ các dịch vụ của PVD vì công ty có cơ sở đặt tại Vũng Tàu, miền Nam, gần với nhiều mỏ dầu khí trong nước.
- Chúng tôi cũng dự báo giá thuê ngày bình quân cho các giàn khoan tự nâng trong năm 2028 ở mức 122.700 USD/ngày.

Bảng 35: Điều chỉnh nâng giả định mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan, PVD

Nâng ước tính lợi nhuận thuần mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan 32,7% cho giai đoạn 2026-2027

Tỷ đồng	Dự báo mới				Dự báo cũ		Điều chỉnh	
	2025A	2026	2027	2028	2026	2027	2026	2027
Doanh thu thuần	10,892	13,443	14,628	15,319	13,163	13,786	2.1%	6.1%
Khoan	6,006	8,035	8,949	9,356	8,069	8,437	-0.4%	6.1%
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan	4,221	4,643	4,875	5,119	3,499	3,674	32.7%	32.7%
Thương mại	665	765	804	844	1,595	1,675	-52.0%	-52.0%
Lợi nhuận gộp	2,077	3,331	3,890	3,944	3,097	3,279	7.6%	18.6%
Khoan	1,197	2,132	2,631	2,622	2,142	2,277	-0.5%	15.5%
Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan	849	1,161	1,219	1,280	875	919	32.7%	32.7%
Thương mại	31	38	40	42	80	84	-52.1%	-52.1%

Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 36: Giá thuê giàn khoan tự nâng 360-400 ft (Nghìn USD/ngày)

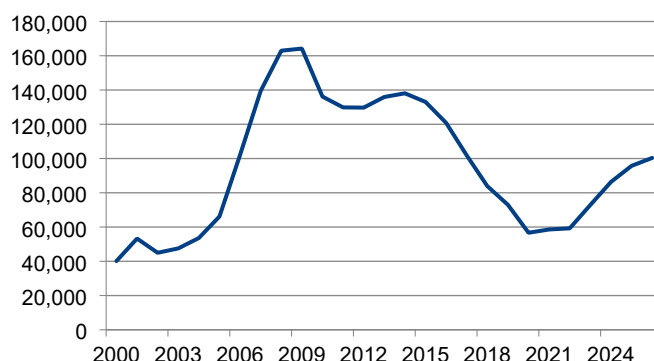
Đạt mức 100 nghìn USD/ngày trong T2-2026



Nguồn: Bloomberg

Biểu đồ 37: Giá thuê giàn khoan tự nâng 360-400 ft (Nghìn USD/ngày)

...nhưng vẫn thấp hơn nhiều so với mức đỉnh tại 160 nghìn USD/ngày trong năm 2009



Nguồn: Bloomberg

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 45% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 46.500đ (từ mức 32.000đ trước đó) sau khi phản ánh KQKD năm 2025 và xác xu hướng nền tảng vào mô hình dự báo lợi nhuận, cũng như việc điều chỉnh hệ số beta và áp dụng giai đoạn dự báo 5 năm cho mô hình dự báo. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVD dựa trên triển vọng cải thiện ở mảng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan. Giá mục tiêu mới cho thấy tiềm năng tăng giá là 25% và cổ phiếu có P/E dự phóng năm 2026 và 2027 lần lượt ở mức 15,8 lần và 12,5 lần.

Trong mô hình định giá theo phương pháp DCF, chúng tôi giữ nguyên lãi suất phi rủi ro ở mức 4% và phần bù rủi ro vốn CSH ở mức 8,75%, nhưng giảm hệ số beta xuống 0,9 lần (so với mức 1,2 lần trước đó) dựa trên hệ số beta điều chỉnh 2 năm của Bloomberg. Dựa trên các giả định này, WACC giảm xuống còn 10,1% (từ mức 12,4% trước đó).

Bảng 38: Giả định DCF, PVD

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	FY30F
EBIT	2,453	3,000	3,085	3,131	3,168
Thuế trên EBIT @ 18,0%	(491)	(600)	(617)	(626)	(634)
NOPAT	1,963	2,400	2,468	2,505	2,534
Khấu hao	950	900	920	870	825
Thay đổi vốn lưu động	(586)	(205)	(120)	(100)	(104)
Chi phí đầu tư TSCĐ	(333)	(321)	(309)	(309)	(309)
Dòng tiền HĐ khác	(190)	(41)	(24)	(20)	(21)
UFCF	1,803	2,733	2,935	2,946	2,924
Hệ số chiết khấu	1.10	1.21	1.34	1.47	1.62
Giá trị hiện tại	1,638	2,254	2,198	2,003	1,806
Tổng UFCF	9,900				

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 39: Tính toán WACC, PVD

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	11.5%
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	10.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 40: Định giá, PVD

	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	0.0%
EV/EBITDA	6.6x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	17,867
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	9,900
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp	27,766
Cộng: Tiền	2,510
Trừ: Tổng nợ	(4,409)
Giá trị vốn CSH	25,867
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu)	556.3
Giá mục tiêu 12 tháng	46,500

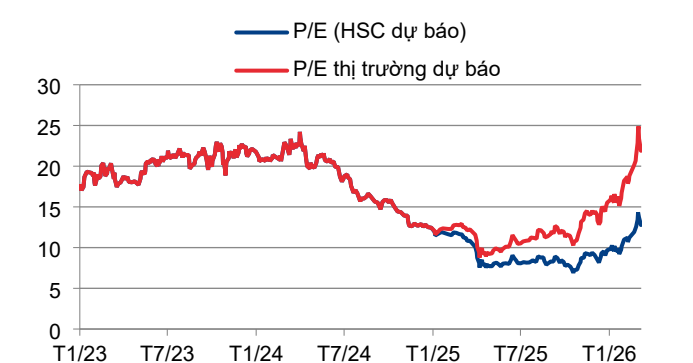
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 44% trong 3 tháng qua, PVD đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 12,9 lần, vẫn thấp hơn so với bình quân quá khứ ở mức 15,5 lần. Trong khi đó, so với các công ty cùng ngành trong nước, PVD đang được giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2027 thấp hơn lần lượt 11% và 4%.

Biểu đồ 41: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVD

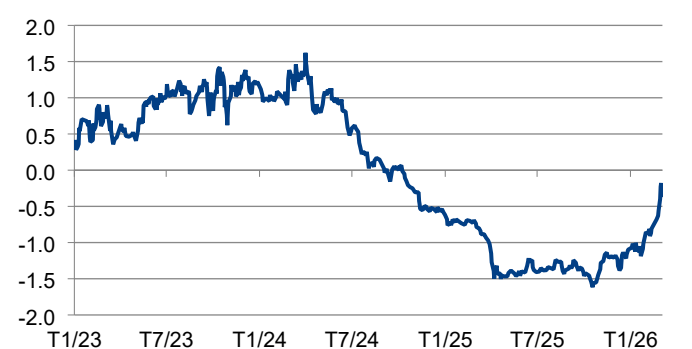
Hiện đang là 12,9 lần



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 42: Độ lệch chuẩn so với bình quân, PVD

... thấp hơn 1,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ ở mức 15,5 lần



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 43: So sánh định giá với các công ty cùng ngành trong nước, PVD

PVD hiện giao dịch ở mức giá chiết khấu xét theo EV/ EBITDA điều chỉnh và P/E năm 2027

	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA điều chỉnh 2026	EV/EBITDA điều chỉnh 2027	P/E điều chỉnh 2026	P/E điều chỉnh 2027	P/B 2026	Lợi suất cổ tức 2026
GAS	8,422	10.3	10.2	13.6	14.1	3.0	4.4%
BSR	6,701	2.3	3.0	3.6	6.5	1.6	0.0%
PVD	845	7.0	5.6	13.5	10.7	1.2	0.0%
PVS	727	5.1	5.7	12.1	13.1	1.2	1.8%
Bình quân – các công ty ngành dầu khí	4,174	6.2	6.1	10.7	11.1	1.8	1.5%
Bình quân – các công ty ngành dầu khí trừ PVD	5,283	5.9	6.3	9.8	11.2	2.0	2.0%

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	9,288	10,892	13,443	14,628	15,319
Lợi nhuận gộp	1,754	2,077	3,331	3,890	3,944
Chi phí BH&QL	(635)	(856)	(921)	(1,002)	(1,049)
Thu nhập khác	77.6	315	0	0	0
Chi phí khác	(59.8)	(130)	0	0	0
EBIT	1,137	1,407	2,410	2,888	2,894
Lãi vay thuần	(248)	(166)	(446)	(398)	(306)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	48.7	143	171	206	206
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	0	0	0	0	1.00
LNTT	937	1,384	2,136	2,696	2,795
Chi phí thuế TNDN	(239)	(333)	(427)	(539)	(559)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.12)	(13.0)	(68.3)	(86.3)	(89.4)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	698	1,037	1,640	2,070	2,147
Lợi nhuận thuần ĐC	698	1,037	1,640	2,070	2,147
EBITDA ĐC	2,020	2,256	3,359	3,787	3,814
EPS (đồng)	1,254	1,865	2,948	3,722	3,859
EPS ĐC (đồng)	1,254	1,865	2,948	3,722	3,859
DPS (đồng)	-	0	0	0	0
Slg CP bình quân (triệu đv)	556	556	556	556	556
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	556	556	556	556	556
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	556	556	556	556	556

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	2,203	1,823	2,808	4,970	7,361
Đầu tư ngắn hạn	770	687	1,075	1,170	1,226
Phải thu khách hàng	3,469	5,476	4,974	5,412	5,668
Hàng tồn kho	1,216	1,537	2,016	2,194	2,298
Các tài sản ngắn hạn khác	124	308	175	190	199
Tổng tài sản ngắn hạn	7,782	9,831	11,049	13,937	16,752
TSCĐ hữu hình	12,861	14,608	13,842	13,143	12,432
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,222	2,049	2,198	2,318	2,418
Đầu tư vào Cty LD,LK	681	770	801	833	867
Tài sản dài hạn khác	1,068	1,053	1,277	1,390	1,455
Tổng tài sản dài hạn	15,832	18,480	18,119	17,684	17,172
Tổng cộng tài sản	23,614	28,311	29,168	31,621	33,924
Nợ ngắn hạn	507	821	846	871	896
Phải trả người bán	1,173	2,596	1,344	1,463	1,532
Nợ ngắn hạn khác	2,235	2,912	3,361	3,657	3,830
Tổng nợ ngắn hạn	4,124	6,630	5,820	6,283	6,564
Nợ dài hạn	2,541	3,588	3,388	3,188	2,988
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	897	997	1,210	1,316	1,379
Tổng nợ dài hạn	3,438	4,585	4,598	4,505	4,367
Tổng nợ phải trả	7,562	11,215	10,418	10,788	10,931
Vốn chủ sở hữu	15,802	16,839	18,480	20,550	22,695
Lợi ích cổ đông thiểu số	250	257	270	284	298
Tổng vốn chủ sở hữu	16,052	17,096	18,750	20,833	22,993
Tổng nợ phải trả và VCSH	23,615	28,311	29,168	31,621	33,924
BVPS (đ)	28,406	30,270	33,219	36,940	40,797
Nợ thuần/(tiền mặt)	846	2,586	1,426	(911)	(3,477)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,137	1,407	2,410	2,888	2,894
Khấu hao	(884)	(850)	(950)	(900)	(920)
Lãi vay thuần	(248)	(166)	(446)	(398)	(306)
Thuế TNDN đã nộp	(281)	(353)	(617)	(581)	(583)
Thay đổi vốn lưu động	1,512	1,740	2,326	2,531	2,650
Khác	(1,977)	(2,183)	(3,171)	(2,973)	(2,960)
LCT thuần từ HKKD	1,037	1,269	1,580	2,460	2,630
Đầu tư TS dài hạn	(1,842)	(3,423)	(333)	(321)	(309)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	1,084	721	332	747	850
LCT thuần từ HĐĐT	(758)	(2,702)	(1,555)	426	541
Cổ tức trả cho CSH	(3.49)	0	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	(292)	1,361	(175)	(175)	(175)
Khác	(36.0)	(307)	(418)	(549)	(605)
LCT thuần từ HĐTC	(332)	1,054	(593)	(724)	(780)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	2,256	2,203	1,823	2,808	4,970
LCT thuần trong kỳ	(52.8)	(380)	985	2,162	2,391
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2,203	1,823	2,808	4,970	7,361
Dòng tiền tự do	(805)	(2,154)	1,247	2,139	2,321

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	18.9	19.1	24.8	26.6	25.7
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	21.8	20.7	25.0	25.9	24.9
Tỷ suất LNT (%)	7.51	9.52	12.2	14.2	14.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	25.5	24.1	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	60.0	17.3	23.4	8.81	4.73
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	18.4	11.7	48.9	12.7	0.71
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	19.3	48.7	58.1	26.2	3.69
Tăng trưởng EPS (%)	19.3	48.7	58.1	26.2	3.69
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	19.3	48.7	58.1	26.2	3.69
Tăng trưởng DPS (%)	-	-	nm	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	-	0	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	4.58	6.36	9.29	10.6	9.93
ROACE (%)	5.99	6.83	10.7	11.9	11.0
Vòng quay tài sản (lần)	0.41	0.42	0.47	0.48	0.47
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	0.91	0.90	0.66	0.85	0.91
Số ngày tồn kho	58.9	63.6	72.8	74.6	73.7
Số ngày phải thu	168	227	180	184	182
Số ngày phải trả	56.8	107	48.5	49.7	49.2
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	6.37	16.6	8.44	(3.72)	(14.6)
Nợ/tài sản (%)	13.6	16.3	15.0	13.3	11.9
EBIT/lãi vay (lần)	4.58	8.50	5.41	7.26	9.45
Nợ/EBITDA (lần)	1.59	2.05	1.30	1.11	1.06
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.89	1.48	1.90	2.22	2.55
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	2.32	2.14	1.65	1.35	1.12
EV/EBITDA ĐC (lần)	10.7	10.3	6.58	5.22	4.51
P/E (lần)	29.7	19.9	12.6	10.00	9.64
P/E ĐC (lần)	29.7	19.9	12.6	10.00	9.64
P/B (lần)	1.31	1.23	1.12	1.01	0.91
Lợi suất cổ tức (%)	-	0	0	0	0

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

Năm giữ (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ34,000 (giữ nguyên)

Tiềm năng tăng/giảm: 3.8%

Giá cổ phiếu (đồng) (16/3/2026)	32,750
Mã Bloomberg	BSR VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	9,009-37,850
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	35,250
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	163,989
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	6,238
Slg CP lưu hành (tr.đv)	5,007
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	2,454
Slg CP NN được mua (tr.đv)	2,430
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	0.47%
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	33.7	113	179
So với chỉ số	45.6	119	109
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	9,763	784	1,145.1
2027F	5,453	837	551.8
2028F	1,773	1,221	45.2

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

Nâng khuyến nghị lên Năm giữ sau cuộc tấn công vào đảo Kharg

- Cuộc tấn công gần đây của quân đội Mỹ vào đảo Kharg của Iran đang làm phức tạp thêm tình hình chiến sự tại Trung Đông và làm kéo dài tình trạng đóng cửa tại tuyến vận tải huyết mạch qua Eo biển Hormuz. Thậm chí trước khi sự kiện này diễn ra, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm 2:1:1 tại Singapore đã tăng gấp đôi so với tháng trước.
- Dựa trên yếu tố này, HSC tăng bình quân 167% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 lên 28,6 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi cũng tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ và nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Bán ra), với tiềm năng tăng giá 3,8% so với giá mục tiêu mới.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 113% trong 3 tháng qua trong bối cảnh căng thẳng tại Trung Đông, BSR đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, vẫn thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,4 lần. Vẫn còn rủi ro bị hủy niêm yết.

Sự kiện: Cuộc tấn công vào đảo Kharg có thể làm nghiêm trọng thêm tình hình

Vào tối ngày 13/3/2026, sau khi thị trường chứng khoán Mỹ và thị trường dầu thô tương lai đóng cửa, quân đội Mỹ tấn công đảo Kharg – trung tâm xuất khẩu dầu chính của Iran, vốn thường xuyên cung cấp khoảng 90% sản lượng xuất khẩu của nước này. Cuộc tấn công đã phá hủy các "mục tiêu quân sự" được cho là không bao gồm hạ tầng dầu mỏ, trong một nỗ lực rõ ràng nhằm buộc Iran phải mở lại Eo biển Hormuz vốn đang gần như bị phong tỏa. Để đáp trả, Iran đã đe dọa sẽ phá hủy tất cả các cơ sở dầu mỏ có liên hệ với Mỹ tại vùng Vịnh để trả đũa. Giá dầu Brent neo cao quanh ngưỡng 99 USD/thùng phản ánh áp lực đòn bẩy kinh tế cưỡng ép do lo ngại gián đoạn nguồn cung từ Trung Đông, hơn là sự hủy diệt nhu cầu toàn cầu. Tuy nhiên, rủi ro về một cuộc xung đột kéo dài có thể đẩy giá tăng cao hơn.

Tác động: Tăng mạnh dự báo lợi nhuận

HSC điều chỉnh tăng bình quân 168% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028, cho thấy tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm lên mức 20,9% (so với mức 15,8% trước đó). Ngoại trừ những năm thực hiện bảo dưỡng định kỳ, công ty thường xuyên sản xuất với mức công suất tối đa.

Định giá và khuyến nghị

Sau khi giá cổ phiếu tăng 34% trong 1 tháng qua và tăng 113% trong 3 tháng qua trong bối cảnh chiến tranh tại Trung Đông leo thang và chênh lệch giá crack tăng cao, BSR hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, vẫn thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với EV/EBITDA và P/E dự phóng năm 2026-2027 lớn hơn so với bình quân của các công ty cùng ngành. Chúng tôi tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ và nâng khuyến nghị lên Năm giữ (từ Bán ra), với tiềm năng tăng giá là 3,8% tại giá mục tiêu mới.

Các rủi ro chính với dự báo lợi nhuận năm 2026 bao gồm việc thiếu hụt nguồn cung dầu thô thế giới và khả năng BSR không thể điều chỉnh cơ chế giá bán linh hoạt theo biến động giá đầu vào. Một vấn quan trọng là liệu sự gián đoạn dòng chảy dầu thô hiện nay mang tính ngắn hạn hay có tính cấu trúc. Thị trường dường như đang được định giá theo kịch bản gián đoạn trong ngắn hạn (vài tuần đến vài tháng), trong khi chúng tôi đang nghiêng về kịch bản còn lại (mang tính cấu trúc/dài hạn). Rủi ro hủy niêm yết vẫn hiện hữu nếu BSR không thể tăng tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng lên trên 10% vào cuối năm nay, hoặc không nhận được đặc cách từ Chính phủ về vấn đề này.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,498	6,686	54,380 ▲	30,770 ▲	10,255 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	631	5,186	49,184 ▲	27,604 ▲	9,176 ▲
EPS ĐC (đồng)	129	1,205	9,763 ▲	5,453 ▲	1,773 ▲
DPS (đồng)	703	2.49	0	0	0
BVPS (đồng)	17,902	12,073	21,895 ▲	27,408 ▲	29,241 ▲
EV/EBITDA ĐC (lần)	59.0	25.0	2.06	2.57	6.03
P/E ĐC (lần)	254	27.2	3.35	6.01	18.5
Lợi suất cổ tức (%)	2.15	0.01	0	0	0
P/B (lần)	1.83	2.71	1.50	1.19	1.12
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	834	710	(44.1)	(67.5)
ROAE (%)	1.12	8.94	57.8	22.4	6.47

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

Vẫn còn dư địa cải thiện lợi nhuận

Cuộc tấn công do Mỹ dẫn đầu nhằm vào 'hạ tầng quân sự' trên đảo Kharg của Iran có khả năng làm giảm cơ hội xuống thang xung đột một cách nhanh chóng tại Trung Đông cũng như việc mở lại kênh vận tải huyết mạch qua Eo biển Hormuz một. Trên thực tế, điều này có thể kích hoạt các cuộc tấn công vào hạ tầng dầu khí trên khắp khu vực. Sự cải thiện mức chênh lệch giá crack trong thời gian gần đây, kết hợp với các yếu tố gián đoạn vận tải biển, đặc biệt là khi tàu thuyền ngừng đi qua các eo biển chiến lược, đã trực tiếp nói rộng tỷ suất lợi nhuận cho các nhà máy lọc dầu. HSC tăng bình quân 167% dự báo lợi nhuận thuần giai đoạn 2026-2028 và tăng 48% giá mục tiêu lên 34.000đ cũng như nâng khuyến nghị lên Nắm giữ (từ Bán ra), với tiềm năng tăng giá 3% tại giá mục tiêu mới.

Cuộc tấn công của Mỹ vào Đảo Kharg

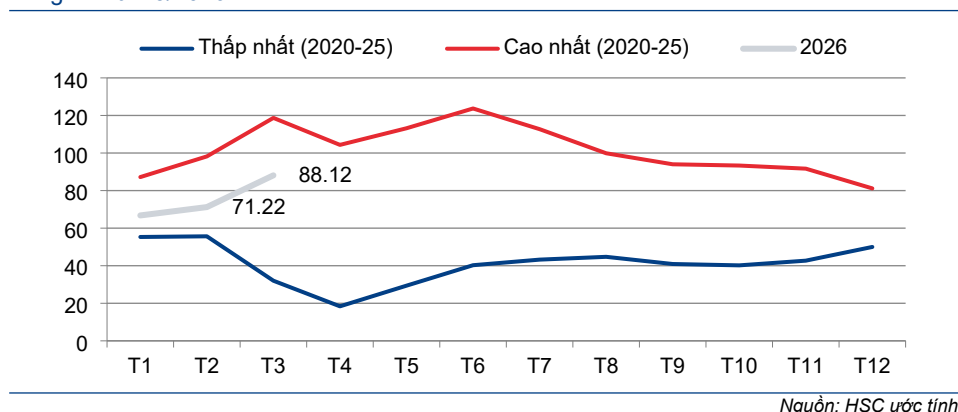
Vào ngày 13/3/2026, Tổng thống Mỹ Donald Trump cho biết Bộ Chỉ huy Trung tâm Hoa Kỳ đã phá hủy toàn bộ các mục tiêu quân sự (nhưng cố ý chừa lại hạ tầng dầu mỏ) trên đảo Kharg – trung tâm xuất khẩu dầu quan trọng nhất của Iran, nơi thường xuyên xử lý khoảng 90% sản lượng dầu thô xuất khẩu của nước này (gần 1,5 triệu thùng/ngày).

Đây là sự leo thang đáng kể, làm giảm cơ hội đạt được thỏa thuận xuống thang nhanh chóng và nghiêng về kịch bản gián đoạn kéo dài hoặc tồi tệ hơn. Iran đáp trả bằng cách đe dọa sẽ thiêu rụi toàn bộ hạ tầng dầu khí và năng lượng có liên hệ với Mỹ ở vùng Vịnh nếu các cơ sở dầu mỏ của mình bị tấn công. Trong khi đó, Lực lượng Vệ binh Cách mạng Hồi giáo – một nhánh quan trọng của Quân đội Iran có nhiệm vụ bảo vệ hệ thống và tư tưởng Hồi giáo của nước này – đã phát tín hiệu triển khai các tên lửa Heidar tiên tiến nhất.

Chúng tôi lưu ý rằng nếu hạ tầng dầu mỏ của đảo Kharg thực sự bị vô hiệu hóa, ước tính có tới một nửa sản lượng dầu của Iran có thể gặp rủi ro, triệt tiêu mọi khả năng xuất khẩu còn lại của Iran sau xung đột. Giá dầu Brent tăng vọt từ mức 60,9 USD/thùng cuối năm 2025 lên trên 99 USD/thùng phản ánh thị trường lo ngại rủi ro chiến tranh kéo dài tại Trung Đông. Việc neo giá cao cho thấy tâm lý lo ngại về đòn bẩy địa chính trị hơn là sự hủy diệt cung ứng ngay lập tức, nhưng rủi ro về một cuộc xung đột kéo dài làm tăng mạnh rủi ro thị trường. Trong khi đó, lãnh đạo tối cao mới của Iran, Mojtaba Khamenei, đã khẳng định rằng Eo biển Hormuz phải tiếp tục bị đóng cửa như một công cụ gây áp lực chống lại Mỹ và Israel.

Biểu đồ 44: Giá dầu brent (USD/thùng)

Tăng lên từ T3/2026



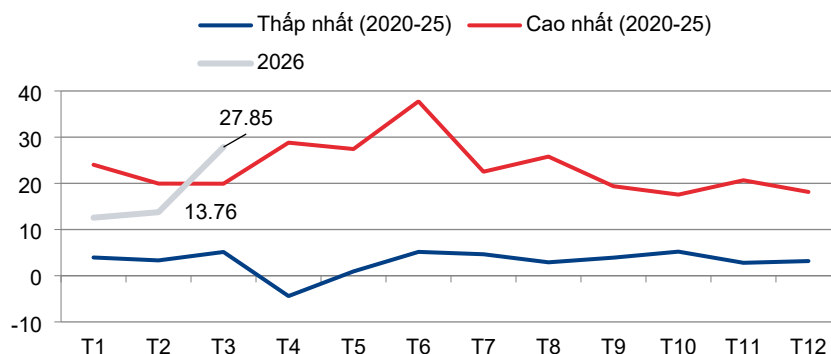
Cập nhật mức chênh lệch giá crack

Mức chênh lệch giá crack đã tăng mạnh ngay cả trước khi cuộc tấn công đảo vào Kharg diễn ra. Mặc dù giá dầu Brent tăng lên trên 88,1 USD/thùng (tăng 23,7% so với tháng trước) vào tháng 3/2026, chênh lệch giá dầu thô và dầu sản phẩm 2:1:1 tại Singapore đã tăng lên mức 27,9 USD/thùng (tăng 103,6% so với tháng trước). Mức chênh lệch giá dầu thô và dầu diesel tăng lên 50,4 USD/thùng (tăng 189% so với tháng trước) trong khi mức chênh lệch giá dầu thô và xăng tăng lên 21 USD/thùng

(tăng 431% so với tháng trước). Mức chênh lệch giá crack tăng mạnh hơn nhiều so với năm 2022 khi cuộc chiến Nga-Ukraine xảy ra do quy mô dòng chảy dầu thô và sản phẩm dầu mỏ bị gián đoạn lớn hơn rất nhiều.

Biểu đồ 45: Chênh lệch giá dầu thô – dầu sản phẩm 2:1:1 của Singapore (USD/thùng)

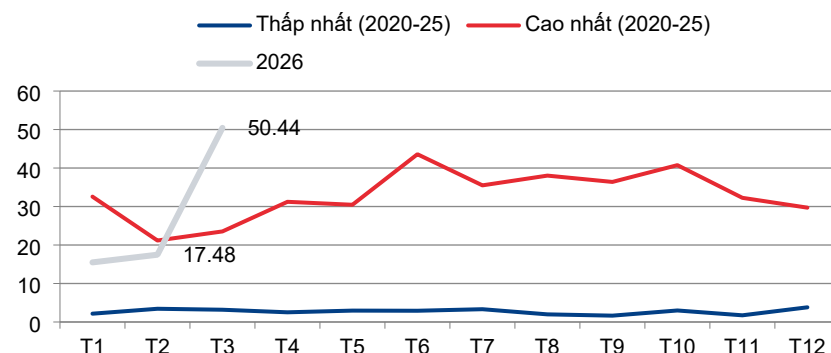
Vượt mức cao nhất so với cùng kỳ trong 6 năm



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 46: Chênh lệch giá dầu diesel của Singapore và dầu Brent (USD/thùng)

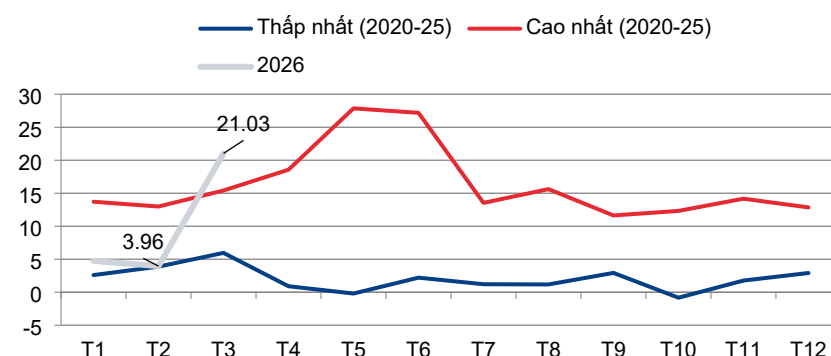
Cao hơn đáng kể mức đỉnh trong 6 năm



Nguồn: HSC ước tính

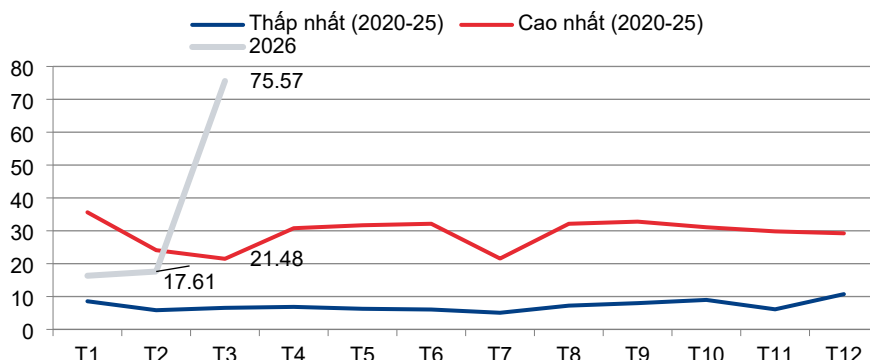
Biểu đồ 47: Chênh lệch giá xăng A92 của Singapore và dầu Brent (USD/thùng)

Giá xăng A92 cũng cao hơn mức kỷ lục 6 năm trong cùng kỳ



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 48: Chênh lệch giá Jet A1 của Singapore – và giá dầu Brent (USD/thùng)
Tăng vọt do các yêu cầu nghiêm ngặt về lưu trữ, tồn kho thấp và không pha trộn.



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 49: Dự báo mới và dự báo cũ, BSR

Tỷ đồng	2025A	Dự báo mới			Dự báo cũ			Điều chỉnh		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Doanh thu thuần	141,578	186,502	168,687	138,336	139,411	139,207	129,702	33.8%	21.2%	6.7%
Lợi nhuận gộp	6,049	54,286	30,474	10,166	16,462	10,297	8,943	229.8%	196.0%	13.7%
Lợi nhuận thuần	5,186	49,184	27,604	9,176	14,900	9,309	8,056	230.1%	196.5%	13.9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng) (*)	4.0	37.2	20.5	7.7	11.3	6.9	6.8	229.8%	196.0%	13.7%
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	7,940	7,423	7,423	6,447	7,423	7,423	6,447	0.0%	0.0%	0.0%
Cổ tức/cp (đồng)	0	0	0	0	0	0	0	N/m	N/m	N/m
Tăng trưởng										
Doanh thu thuần	15.1%	31.7%	-9.6%	-18.0%	-1.5%	-0.1%	-6.8%			
Lợi nhuận gộp	1131.7%	797.5%	-43.9%	-66.6%	172.2%	-37.5%	-13.2%			
Lợi nhuận thuần	721.7%	848.4%	-43.9%	-66.8%	187.3%	-37.5%	-13.5%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu (USD/thùng) (*)	889.1%	824.1%	-45.0%	-62.3%	180.2%	-38.7%	-2.0%			
Sản lượng tiêu thụ (nghìn tấn)	23.0%	-6.5%	0.0%	-13.2%	-6.5%	0.0%	-13.2%			
Cổ tức/cp	N/m	N/m	N/m	N/m	N/m	N/m	N/m			

Ghi chú: (*) Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu của BSR là lợi nhuận gộp chỉ cho sản lượng ; (thùng).
Nguồn: HSC ước tính

Dự báo lợi nhuận mới

Dựa trên mức chênh lệch giá crack sụt giảm trong Q1/2026 và việc phản ánh giá dầu Brent vào mô hình dự báo lợi nhuận mới cho giai đoạn 2026-2028 – hiện chúng tôi áp dụng các mức lần lượt là 67,4/69,5/73,8 USD/thùng, tăng 8%/ 8%/7% so với các giả định trước đó – HSC đã điều chỉnh dự báo lợi nhuận. Chúng tôi tăng bình quân 168% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 lên 28,6 nghìn tỷ đồng. Các dự báo mới cho thấy lợi nhuận thuần có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm đạt 20,9% (trước đây là 15,8%).

Chúng tôi giả định tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu bình quân đạt 37,2 USD/thùng cho năm 2026 và 20,5 USD/thùng cho năm 2027 trước khi ổn định ở mức 7,7 USD cho năm 2028 (tăng đáng kể từ mức 11,3/6,9/6,8 USD/thùng trong các dự báo trước đó) nhờ mức chênh lệch giá dầu thô và dầu diesel và mức chênh lệch giá dầu thô và xăng trong tháng 3/2026 cao hơn nhiều so với kỳ vọng.

Bảng 50: Giá dầu Brent thực tế và dự báo *

Ước tính sẽ tăng 7-8%

	2025A	Dự báo cũ			Dự báo mới		
		2025	2026	2027	2026	2027	2028
USD/thùng	69.0	62.4	64.5	68.8	67.4	69.5	73.8
Tăng trưởng	-14%	-10%	3%	7%	-2%	3%	6%
Điều chỉnh	-	-	-	-	8%	8%	7%

Nguồn: *Bloomberg dự báo tăng 5 USD/thùng ngày 2/3

Các giả định chi tiết cho chênh lệch giá crack năm 2026-2027 bao gồm:

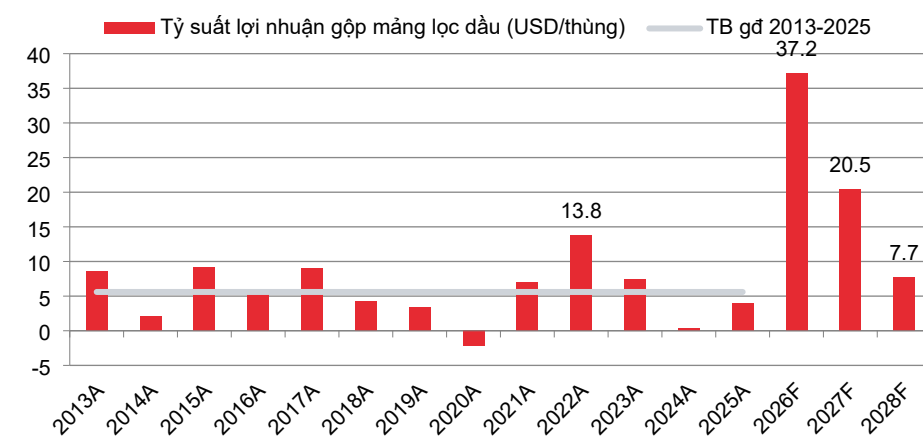
- Mức chênh lệch giá dầu thô và dầu diesel so với dầu Brent được kỳ vọng đạt mức 65/47/30 USD/thùng (so với mức 30/28,5/28,5 USD/thùng trước đó).
- Mức chênh lệch giá dầu thô và xăng A95 so với dầu Brent được kỳ vọng đạt mức 40/25/16,5 USD/thùng (so với mức 25/25/16,5 USD/thùng trước đó).
- Mức chênh lệch giá dầu thô và xăng A92 so với dầu Brent được kỳ vọng đạt mức 30/20/17 USD/thùng (so với mức 25/17/17 USD/thùng trước đó).

Để tham khảo, dầu diesel, xăng A92 và A95 đóng góp 82% tổng sản lượng tiêu thụ của BSR trong năm 2025.

Chúng tôi lưu ý rằng chiến lược của BSR tập trung vào việc tăng công suất lọc dầu và nâng cao tiêu chuẩn cho các sản phẩm của mình trong trung hạn để đáp ứng nhu cầu ngày càng tăng cao tại thị trường trong nước. Ngoài trừ những năm thực hiện bảo dưỡng định kỳ, công ty thường xuyên sản xuất với mức công suất tối đa.

Biểu đồ 51: Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng lọc dầu, BSR

Dự báo sẽ hồi phục và vượt mức đỉnh lịch sử



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 52: Phân tích độ nhạy của lợi nhuận thuần năm 2026 với hiệu suất

Lợi nhuận thuần năm 2026 sẽ giảm 13,1% nếu hiệu suất lọc dầu giảm 15%

Tỷ đồng	100%	115%	120%
Lợi nhuận thuần 2026	42,742	49,184	51,331
So với kịch bản cơ sở	-13.1%	0.0%	4.4%

Nguồn: HSC ước tính

Phân tích độ nhạy

Vì BSR sử dụng 70% dầu thô đầu vào từ nguồn trong nước và 30% từ nhập khẩu (từ nhiều quốc gia như Mỹ, Nigeria, Malaysia), HSC thực hiện phân tích độ nhạy đối với công suất hoạt động của BSR trong trường hợp công ty gặp khó khăn trong việc tìm nguồn cung dầu thô quốc tế để vận hành nhà máy. Trong kịch bản cơ sở, chúng tôi đưa ra công suất hoạt động là 115%. Nếu công suất hoạt động giảm xuống còn 100% do không thể nhập khẩu dầu thô quốc tế, lợi nhuận thuần năm 2026 có thể giảm 13,1% xuống còn 42,7 nghìn tỷ đồng (Bảng 52).

Định giá và khuyến nghị

Kết luận và phương pháp định giá

HSC tăng 47,8% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 34.000đ (từ mức 23.000đ), sau khi tăng giả định tỷ suất lợi nhuận gộp lọc dầu khi tình hình chiến sự tại Trung Đông vẫn chưa có dấu hiệu hạ nhiệt. Chúng tôi nâng khuyến nghị đối với BSR lên Nắm giữ (từ Bán ra), với tiềm năng tăng giá là 3,8% tại giá mục tiêu mới.

Lãi suất phi rủi ro 4%, phần bù rủi ro vốn CSH 8,75% và hệ số beta 1,1 lần đều không đổi, nhưng WACC được điều chỉnh giảm nhẹ xuống còn 11,1% (từ mức 11,2%).

Bảng 53: Giả định DCF, BSR

Tỷ đồng	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
EBIT	54,603	30,760	10,401	11,982	11,987	10,416	11,998
Thuế TNDN @ 10.0%	(5,460)	(3,076)	(1,040)	(1,198)	(1,199)	(1,042)	(1,200)
EBIT sau thuế	49,142	27,684	9,361	10,783	10,788	9,374	10,799
Khấu hao	2,202	2,202	1,651	1,651	1,651	1,651	1,651
Thay đổi vốn lưu động	(7,822)	2,059	3,508	(2,774)	(374)	2,175	(2,944)
Chi phí đầu tư cơ bản	(1,292)	(1,225)	(1,162)	(1,104)	(1,048)	(996)	(996)
Quỹ khen thưởng	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)	(300)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(3,019)	(1,708)	(616)	(717)	(710)	(621)	(719)
UFCF	38,911	28,713	12,443	7,539	10,008	11,283	7,491
Hệ số chiết khấu	1.00	1.11	1.24	1.37	1.53	1.70	1.89
Giá trị hiện tại của UFCF	38,911	25,833	10,069	5,489	6,555	6,649	3,970
Tổng giá trị hiện tại của UFCF	97,477						

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 54: Tính toán WACC, BSR

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.1
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.75%
Chi phí vốn CSH	13.5%
Chi phí nợ trước thuế	3.6%
Thuế suất	10.0%
Chi phí nợ	3.2%
Tỷ trọng vốn CSH	76.9%
Tỷ trọng nợ	23.1%
WACC	11.1%

Nguồn: HSC ước tính

Bảng 55: Định giá, BSR

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	5.5x
Giá trị hiện tại của DN	136,991
Giá trị hiện tại của dòng tiền	97,477
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	39,514
Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	43,762
Trừ: Tổng nợ	(10,504)
Giá trị vốn CSH	170,248
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	5,007
Giá mục tiêu (đồng)	34,000

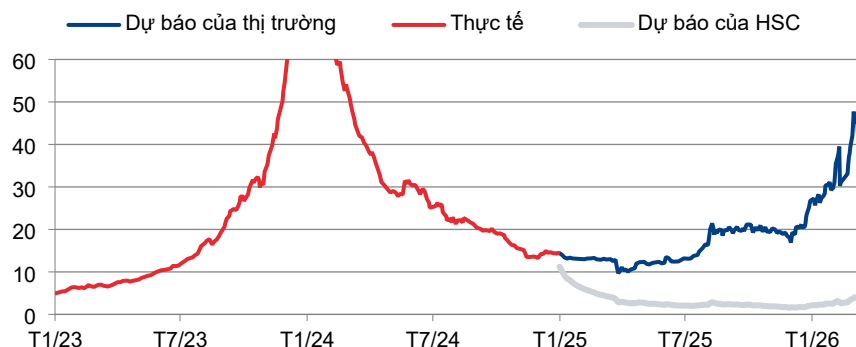
Nguồn: HSC ước tính

Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 34% trong 1 tháng qua và tăng 113% trong 3 tháng qua trong bối cảnh chiến tranh tại Trung Đông leo thang và mức chênh lệch giá crack tăng cao, BSR hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, vẫn thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. Cổ phiếu cũng đang giao dịch với EV/EBITDA dự phóng năm 2026-2027 nhỏ hơn (69,5% và 58,8%) và (72,6% và 49%) so với bình quân của các công ty cùng ngành.

Biểu đồ 56: P/E trượt dự phóng 1 năm, BSR

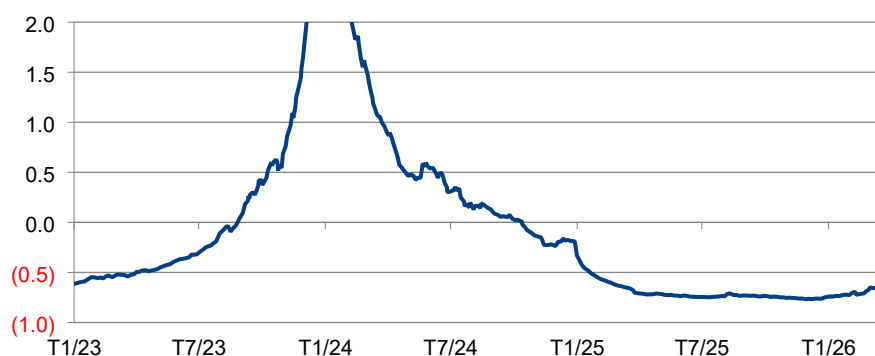
Giao dịch tại P/E trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần...



Nguồn: HSC ước tính

Biểu đồ 57: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, BSR

.. thấp hơn 0,7 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC ước tính

Bảng 58: So sánh với các công ty cùng ngành trong nước, BSR

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2026 điều chỉnh	EV/EBITDA 2027 điều chỉnh	P/E 2026 điều chỉnh	P/E 2027 điều chỉnh	P/B 2026	Lợi suất cổ tức 2026
BSR	6,701	2.3	3.0	3.6	6.5	1.6	0.0%
GAS	8,422	10.3	10.2	13.6	14.1	3.0	4.4%
PVD	845	7.0	5.6	13.5	10.7	1.2	0.0%
PVS	727	5.1	5.7	12.1	13.1	1.2	1.8%
Trung bình	4,174	6.2	6.1	10.7	11.1	1.8	1.5%
Trung bình trừ BSR	3,331	7.4	7.2	13.1	12.7	1.8	2.0%

Nguồn: HSC ước tính

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	123,027	141,578	186,502	168,687	138,336
Lợi nhuận gộp	491	6,049	54,286	30,474	10,166
Chi phí BH&QL	(1,213)	(1,564)	(2,107)	(1,906)	(1,563)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	(722)	4,484	52,178	28,568	8,603
Lãi vay thuần	1,430	1,432	2,199	1,952	1,541
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	27.9	30.3	(0.22)	(0.20)	(0.17)
LNTT	736	5,947	54,377	30,519	10,144
Chi phí thuế TNDN	(145)	(758)	(5,438)	(3,052)	(1,014)
Lợi ích cổ đông thiểu số	40.0	(3.34)	245	137	45.6
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	631	5,186	49,184	27,604	9,176
Lợi nhuận thuần ĐC	400	4,886	48,884	27,304	8,876
EBITDA ĐC	1,498	6,686	54,380	30,770	10,255
EPS (đồng)	204	1,279	9,822	5,513	1,832
EPS ĐC (đồng)	129	1,205	9,763	5,453	1,773
DPS (đồng)	703	2.49	0	0	0
Sig CP bình quân (triệu đv)	3,100	4,054	5,007	5,007	5,007
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	3,100	5,007	5,007	5,007	5,007
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	3,100	5,007	5,007	5,007	5,007

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	28,995	7,626	63,353	97,099	115,011
Đầu tư ngắn hạn	14,022	36,136	26,110	23,616	19,367
Phải thu khách hàng	12,457	13,504	19,023	17,206	14,110
Hàng tồn kho	15,891	12,635	24,059	21,761	17,845
Các tài sản ngắn hạn khác	150	273	111	101	82.5
Tổng tài sản ngắn hạn	71,516	70,173	132,656	159,782	166,417
TSCĐ hữu hình	13,216	11,292	10,382	9,405	8,916
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	1,352	1,352	1,352	1,352	1,352
Đầu tư vào Cty LD,LK	0	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,303	2,251	1,576	1,426	1,169
Tổng tài sản dài hạn	16,871	14,896	13,311	12,183	11,438
Tổng cộng tài sản	88,387	85,069	145,967	171,966	177,854
Nợ ngắn hạn	15,857	10,504	10,504	10,504	10,504
Phải trả người bán	14,473	11,291	18,650	16,869	13,834
Nợ ngắn hạn khác	483	852	933	843	692
Tổng nợ ngắn hạn	31,984	23,727	33,071	30,915	27,243
Nợ dài hạn	0	0	783	1,567	2,350
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	19.0	17.2	14.1
Nợ dài hạn khác	865	856	2,425	2,193	1,798
Tổng nợ dài hạn	865	856	3,227	3,777	4,162
Tổng nợ phải trả	32,849	24,583	36,298	34,692	31,405
Vốn chủ sở hữu	55,506	60,453	109,637	137,242	146,417
Lợi ích cổ đông thiểu số	32.3	32.1	32.1	32.1	32.1
Tổng vốn chủ sở hữu	55,538	60,485	109,669	137,274	146,449
Tổng nợ phải trả và VCSH	88,387	85,069	145,967	171,966	177,854
BVPS (đ)	17,902	12,073	21,895	27,408	29,241
Nợ thuần/(tiền mặt)	(13,138)	2,878	(52,065)	(85,028)	#####

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	(722)	4,484	52,178	28,568	8,603
Khấu hao	(2,221)	(2,202)	(2,202)	(2,202)	(1,651)
Lãi vay thuần	1,430	1,432	2,199	1,952	1,541
Thuế TNDN đã nộp	(145)	(758)	(5,503)	(3,046)	(1,004)
Thay đổi vốn lưu động	716	(817)	(7,822)	2,059	3,508
Khác	(1,888)	419	(1,404)	(396)	387
LCT thuần từ HKKD	(80.5)	5,256	39,426	29,146	12,889
Đầu tư TS dài hạn	478	(952)	(1,292)	(1,225)	(1,162)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	7,512	(20,699)	12,288	3,560	5,170
LCT thuần từ HĐĐT	7,990	(21,650)	10,996	2,335	4,008
Cổ tức trả cho CSH	(2,180)	(12.5)	0	0	0
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	4,886	(5,352)	783	783	783
Khác	1,379	389	4,522	1,482	232
LCT thuần từ HĐTC	4,085	(4,975)	5,305	2,266	1,015
Tiền & tương đương tiền đầu kì	17,001	28,995	7,626	63,353	97,099
LCT thuần trong kỳ	11,994	(21,369)	55,727	33,746	17,912
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
Tiền & tương đương tiền cuối kì	28,995	7,626	63,353	97,099	115,011
Dòng tiền tự do	397	4,305	38,134	27,921	11,727

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	0.40	4.27	29.1	18.1	7.35
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	1.22	4.72	29.2	18.2	7.41
Tỷ suất LNT (%)	0.51	3.66	26.4	16.4	6.63
Thuế TNDN hiện hành (%)	19.7	12.7	10.0	10.00	10.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(16.5)	15.1	31.7	(9.55)	(18.0)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(85.6)	346	713	(43.4)	(66.7)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(95.2)	1,121	901	(44.1)	(67.5)
Tăng trưởng EPS (%)	(92.7)	528	668	(43.9)	(66.8)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(95.2)	834	710	(44.1)	(67.5)
Tăng trưởng DPS (%)	0.69	(99.6)	(100)	nm	nm
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	345	0.19	0	0	0
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	1.12	8.94	57.8	22.4	6.47
ROACE (%)	(1.26)	7.62	59.9	22.5	5.90
Vòng quay tài sản (lần)	1.41	1.63	1.61	1.06	0.79
Tiền mặt HĐ/EBIT (lần)	0.11	1.17	0.76	1.02	1.50
Số ngày tồn kho	47.3	34.0	66.4	57.5	50.8
Số ngày phải thu	37.1	36.4	52.5	45.4	40.2
Số ngày phải trả	43.1	30.4	51.5	44.5	39.4
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(21.6)	6.44	(44.8)	(60.0)	(68.3)
Nợ/tài sản (%)	19.2	13.5	9.78	8.59	8.47
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	11.3	1.72	0.26	0.48	1.47
Chỉ số TT hiện thời (lần)	2.24	2.96	4.01	5.17	6.11
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	0.72	1.18	0.60	0.47	0.45
EV/EBITDA ĐC (lần)	59.0	25.0	2.06	2.57	6.03
P/E (lần)	161	25.6	3.33	5.94	17.9
P/E ĐC (lần)	254	27.2	3.35	6.01	18.5
P/B (lần)	1.83	2.71	1.50	1.19	1.12
Lợi suất cổ tức (%)	2.15	0.01	0	0	0

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

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2025.

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

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

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

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

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

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

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

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



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

TRỤ SỞ CHÍNH

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

CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn