

**Mua vào (giữ nguyên)**

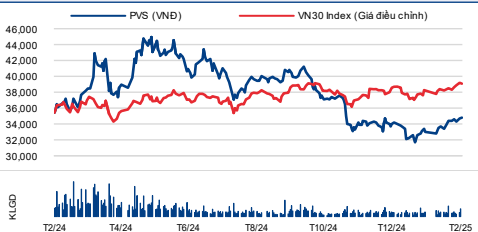
Giá mục tiêu: VNĐ43,300 (từ VNĐ50,000)

Tiềm năng tăng/giảm: 24.4%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (26/2/2025)</b>	<b>34,800</b>
Mã Bloomberg	PVS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	31,700-44,948
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	34,767
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	16,633
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	651
Slg CP lưu hành (tr.đv)	478
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	234
Slg CP NN được mua (tr.đv)	143
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	19.1%
Tỷ lệ freefloat	48.6%
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	5.45	2.65	(1.77)
So với chỉ số	3.67	(1.97)	(11.0)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2025F	1,968	2,431	(19.1)
2026F	2,248	3,202	(29.8)
2027F	2,175	2,666	(18.4)

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 trưởng lợi nhuận HĐKD cốt lõi bù đắp cho lợi nhuận mảng FSO giảm; khuyến nghị Mua vào**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối PVS nhưng giảm 13,4% giá mục tiêu xuống 43.300đ sau khi phân tích KQKD năm 2024 và triển vọng của Công ty.
- Sau khi giảm dự báo cho năm 2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026-2027, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi dự báo có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm là 11,7%, nhờ tỷ suất lợi nhuận mảng EPC cải thiện, giúp bù đắp cho việc lợi nhuận mảng FSO giảm.
- PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ. Tại giá mục tiêu mới theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), tiềm năng tăng giá là 24%, tương đương P/E dự phóng năm 2025-2026 lần lượt là 22,0 lần và 19,3 lần.

**Sự kiện: Phân tích sâu KQKD năm 2024**

Tính chung cả năm 2024, lợi nhuận thuần của PVS đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 15% và đạt 108% dự báo cả năm của HSC. Tăng trưởng lợi nhuận được thúc đẩy bởi khoản lợi nhuận không thường xuyên 311 tỷ đồng từ việc giảm nợ của nhà cung cấp liên quan đến việc giải thể công ty PTSC-CGGV; nếu không tính khoản này, lợi nhuận từ HĐKD cốt lõi giảm 9,1%.

Doanh thu tăng trưởng 23,3%, nhờ mảng cơ khí và xây lắp (tăng trưởng 25,5%) và mảng vận hành & quản lý (tăng trưởng 41,9%), trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp hợp nhất giảm 0,6 điểm phần trăm xuống mức 4,7% (bất chấp tỷ suất lợi nhuận mảng dịch vụ cân cứ căng tăng lên 21,3%, hưởng lợi từ công suất hoạt động cao hơn). PVS đang mở rộng căn cứ cung ứng tại Dung Quất và Vũng Tàu, với 328 tỷ đồng chi phí đầu tư phát sinh cho đến nay; Công ty cũng đang có vị thế tốt để giành được hợp đồng điện gió ngoài khơi của Orsted và hiện đang làm việc với các dự án Greater Changhua 2b & 4.

**Tác động: Giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2025; đưa dự báo lần đầu cho năm 2026-2027**

HSC giảm 12,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1,2 nghìn tỷ đồng, phản ánh (1) việc giảm 27,7% dự báo doanh thu mảng EPC và (2) tỷ suất lợi nhuận gộp cao hơn ở mức 4,9% (trước đây: 4,6%). Trong khi đó, dự báo lần đầu cho năm 2026-2027 cho thấy lợi nhuận thuần đạt lần lượt 1,34 nghìn tỷ đồng (tăng trưởng 14,3%) và 1,3 nghìn tỷ đồng (giảm 3,3%). Dự báo lợi nhuận thuần mới của chúng tôi thấp hơn đáng kể so với dự báo thị trường.

Mặc dù doanh thu mảng EPC (thiết kế, mua sắm, xây dựng và lắp đặt) tăng trưởng 25,7% trong năm 2024 nhưng hạn chế về công suất có thể đòi hỏi mở rộng căn cứ cung ứng trong năm 2025. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC được kỳ vọng sẽ cải thiện lên mức 2,5% trong năm nay, khi 600 tỷ đồng chi phí đầu tư đã được hạch toán vào chi phí ngay từ đầu. Thu nhập từ liên doanh FSO/FPSO cũng dự kiến sẽ giảm trong năm nay, giả định rằng FPSO Lam Sơn sẽ dừng hoạt động vào tháng 12/2026. PVS vẫn đang có vị thế tốt để hưởng lợi từ các dự án điện gió của Orsted, với doanh thu EPC dự kiến đạt 806 triệu USD trong năm 2025.

**Định giá và khuyến nghị**

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,4% và 1,7% trong 1 tháng & 3 tháng qua – có thể do giá dầu Brent phục hồi – PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, chỉ thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023. HSC giảm 13% giá mục tiêu xuống 43.300đ do giảm giả định doanh thu mảng EPC, nhưng chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

Cuối năm: Tháng 12	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,131	1,347	1,650 ▲	1,907	1,843
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,026	1,182	1,176 ▼	1,343	1,299
EPS ĐC (đồng)	1,657	1,982	1,968 ▼	2,248	2,175
DPS (đồng)	790	793	793 ▼	793	793
BVPS (đồng)	26,852	27,878	29,544	31,561	33,485
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	5.10	5.19	4.09	4.03
P/E ĐC (lần)	21.0	17.6	17.7	15.5	16.0
Lợi suất cổ tức (%)	2.27	2.28	2.28	2.28	2.28
P/B (lần)	1.30	1.25	1.18	1.10	1.04
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.98	19.6	(0.72)	14.3	(3.28)
ROAE (%)	8.16	9.04	8.57	9.20	8.36

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

## Doanh thu mảng EPC dự kiến bù đắp cho mảng FSO

HSC giảm 13% giá mục tiêu của PVS do giảm giá định doanh thu mảng EPC. PVS có thể hưởng lợi từ doanh thu EPC tăng trong năm tới từ nhu cầu đối với dầu khí và nhu cầu đầu tư vào năng lượng tái tạo gia tăng. Sau khi giảm dự báo năm 2025 và đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2025-2026, HSC dự báo lợi nhuận thuần điều chỉnh có tốc độ tăng trưởng kép hàng năm trong 3 năm là 11,7%, nhờ doanh thu từ mảng EPC cao hơn giúp bù đắp cho thu nhập mảng FSO giảm. Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua vào.

### Tóm tắt KQKD năm 2024: Lợi nhuận thuần tăng trưởng 15% nhờ lợi nhuận không thường xuyên

Tính chung cả năm 2024, lợi nhuận thuần đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, tăng trưởng 15% và đạt 108% dự báo cả năm của HSC. KQKD tích cực của năm 2024 là nhờ khoản lợi nhuận không thường xuyên sau thuế 249 tỷ đồng (trước thuế là 311 tỷ đồng) từ việc giảm nợ của nhà cung cấp trong Q4/2024, liên quan đến việc giải thể Công ty TNHH Khảo sát Địa Vật lý PTSC CGGV.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cơ khí & xây lắp là 1,5% so với mức 1,6% trong năm 2023 trong khi doanh thu của mảng cơ khí & xây lắp tăng 25%. Tỷ suất lợi nhuận gộp mảng dịch vụ cảng cũng cải thiện lên mức 21,3% từ 18,7% nhờ công suất hoạt động cảng cao hơn.

PVS đang mở rộng các căn cứ cung ứng tại Dung Quất và Vũng Tàu để đáp ứng nhu cầu ngắn hạn từ các dự án dầu khí và năng lượng tái tạo. Tại Dung Quất, PVS đang bổ sung thêm cầu tàu thứ ba với tổng vốn đầu tư 293 tỷ đồng. Trong khi đó, tại Vũng Tàu, Công ty đang giải phóng mặt bằng 5,2 ha trong dự án 35 ha tại Căn cứ Hàng hải Dầu khí Sao Mai - Bến Đình (với vốn đầu tư 35 tỷ đồng cho việc giải phóng mặt bằng).

#### Bảng 1: Cơ cấu doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp, PVS

Tỷ suất lợi nhuận năm 2024 giảm nhẹ do doanh thu tăng

Tỷ đồng	2023	2024	Tăng trưởng
<b>Doanh thu</b>	<b>19,374</b>	<b>23,878</b>	<b>23.3%</b>
Tàu dịch vụ	1,607	2,168	34.9%
FSO	2,207	2,369	7.3%
ROV	405	507	25.1%
Dịch vụ cảng	1,412	1,458	3.3%
Cơ khí & xây dựng	11,172	14,016	25.5%
Vận hành và bảo dưỡng	1,913	2,715	41.9%
Mảng khác	657	645	-1.8%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,039</b>	<b>1,133</b>	<b>9.0%</b>
Tàu dịch vụ	213	223	4.8%
FSO	172	133	-22.8%
ROV	46	58	27.3%
Dịch vụ cảng	264	310	17.3%
Cơ khí & xây dựng	175	207	18.0%
Vận hành và bảo dưỡng	70	115	63.1%
Mảng khác	99	87	-11.5%
			<b>Tăng trưởng (điểm %)</b>
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>5.4%</b>	<b>4.7%</b>	<b>-0.6</b>
Tàu dịch vụ	13.3%	10.3%	-3.0
FSO	7.8%	5.6%	-2.2
ROV	11.2%	11.4%	0.2
Dịch vụ cảng	18.7%	21.3%	2.5
Cơ khí & xây dựng	1.6%	1.5%	-0.1
Vận hành và bảo dưỡng	3.7%	4.2%	0.5
Mảng khác	15.0%	13.6%	-1.5

Nguồn: PVS

## Triển vọng tương lai: Đánh giá lại tiềm năng của các dự án điện gió ngoài khơi Orsted

HSC nhận thấy PVS có nhiều hợp đồng tiềm năng từ việc trở thành nhà thầu được lựa chọn bởi Orsted. Dưới đây là danh sách các hợp đồng hiện tại và tiềm năng từ Orsted. Hiện tại, PVS đang làm việc trên các dự án Greater Changhua 2b & 4.

### Bảng 2: Các dự án đang xây dựng và đang phát triển bởi Orsted, PVS

PVS hiện đang thực hiện các dự án của Changhua 2b và 4 tại Đài Loan

Tên dự án	Tiến độ	Công suất (MW)	Năm hoạt động
Greater Changhua 2b	Đang xây dựng	337	2025
Greater Changhua 4	Đang xây dựng	583	2025
Greater Changhua 3	Tạm dừng phát triển	570	N/A
Xu Neng 1, 2, 3	Đang phát triển	2,100	N/A
Wo Neng 1, 2	Đang phát triển	3,000	N/A
<b>Tổng cộng</b>		<b>6,590</b>	

Nguồn: HSC ước tính

## Giảm dự báo lợi nhuận thuần năm 2025; đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026-2027

### Dự báo cũ và mới

HSC giảm 12,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025 xuống 1,2 nghìn tỷ đồng từ 1,3 nghìn tỷ đồng trước đó do giảm 27,7% dự báo doanh thu năm 2025, chủ yếu từ mảng EPC, đồng thời điều chỉnh tăng tỷ suất lợi nhuận gộp của PVS lên mức 4,9% từ 4,6% trước đó. Trong khi đó, chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2026-2027 với lợi nhuận thuần đạt lần lượt 1,34 nghìn tỷ đồng và 1,3 nghìn tỷ đồng.

Chi tiết như sau:

- HSC nhận thấy đối với hợp đồng EPC, tổng doanh thu đã tăng 25,7% trong năm 2024 lên 14 nghìn tỷ đồng. Tuy nhiên, dường như các căn cứ hiện tại không thể đáp ứng nhu cầu sắp tới, do đó PVS cần nhanh chóng mở rộng các căn cứ cảng. Chúng tôi cũng đưa giá trị các hợp đồng ngắn hạn vào doanh thu EPC của PVS để phù hợp với tiến độ mới nhất của Công ty (Bảng 4). Đối với doanh thu thấp hơn từ EPC, chúng tôi điều chỉnh tổng doanh thu dựa trên các hợp đồng thực tế mà công ty đã thắng thầu, đồng thời bổ sung xuất khẩu dầu khí và điện gió sang Singapore vào danh sách hợp đồng EPC.
- HSC kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận gộp mảng EPC sẽ tăng lên mức 2,5% từ 1,5% vì Công ty đã hạch toán vào chi phí khoảng 600 tỷ đồng vốn đầu tư cho các xưởng sơn chân đế cho các nhà máy điện gió thay vì vốn hóa và khấu hao trong 20 năm, làm giảm đáng kể lợi nhuận thuần trong hai năm trước đó. Tuy nhiên, trong những năm tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận của mảng EPC sẽ tăng lên do không còn chi phí khấu hao liên quan đến tài sản này.
- Đối với thu nhập từ liên doanh FSO/FPSO, HSC dự báo khoản này sẽ giảm nhẹ xuống 639 tỷ đồng vào năm 2027 từ mức 863 tỷ đồng trong năm 2024, do dự kiến FPSO Lam Sơn chỉ có thể hoạt động đến tháng 12/2026 sau khi gia hạn hợp đồng vào tháng 12/2024.

Dựa trên dự báo mới của HSC, lợi nhuận thuần điều chỉnh và doanh thu có tốc độ tăng trưởng kép hằng năm trong 3 năm (2024-2027) lần lượt là 11,7% và 13,2%.

### Độ nhạy đối với giá dầu Brent

HSC ước tính giá dầu Brent cứ tăng thêm 5 USD/thùng thì lợi nhuận thuần của PVS sẽ tăng 5,2%, do công ty sẽ có thêm doanh thu từ các dịch vụ hỗ trợ dầu khí của mình.

**Bảng 3: Phân tích độ nhạy với giá dầu Brent, PVS**

HSC dự báo mỗi 5 USD tăng lên của giá dầu, lợi nhuận thuần sẽ tăng thêm 5,2%

Giá dầu Brent (USD/thùng)	63.7	68.7	73.7	78.7	83.7
Lợi nhuận thuần 2025E (Tỷ đồng)	1,053	1,115	1,176	1,237	1,298
Thay đổi so với kịch bản cơ sở	-10.4%	-5.2%	0.0%	5.2%	10.4%

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 4: Dự báo mới và dự báo cũ, PVS**

Hạ 12,8% dự báo lợi nhuận thuần năm 2025

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ		Điều chỉnh		3Y CAGR
		2025	2026	2027	2024	2025	2024	2025	
Doanh thu thuần	23,878	31,997	36,558	34,627	31,210	44,271	-23.5%	-27.7%	13.2%
Lợi nhuận gộp	1,133	1,583	1,693	1,646	1,449	2,037	-21.8%	-22.3%	13.3%
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	863	742	742	639	688	708	25.5%	4.7%	-9.5%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,182</b>	<b>1,176</b>	<b>1,343</b>	<b>1,299</b>	<b>1,099</b>	<b>1,348</b>	<b>7.6%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>3.2%</b>
Giảm nợ từ nhà cung cấp (sau thuế)	249	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần điều chỉnh</b>	<b>933</b>	<b>1,176</b>	<b>1,343</b>	<b>1,299</b>	<b>1,099</b>	<b>1,348</b>	<b>-15.1%</b>	<b>-12.8%</b>	<b>11.7%</b>
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>	0.1ppt	0.3ppt	
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.9%	3.7%	3.7%	3.8%	3.5%	3.0%	1.4ppt	0.6ppt	
Tỷ suất lợi nhuận cốt lõi	3.9%	3.7%	3.7%	3.8%	3.5%	3.0%	0.4ppt	0.6ppt	
<b>Tăng trưởng</b>									
Doanh thu thuần	23.3%	34.0%	14.3%	-5.3%	61.1%	41.8%			
Lợi nhuận gộp	9.0%	39.7%	7.0%	-2.8%	39.4%	40.6%			
Thu nhập FPSO/FSO từ LD, LK	32.6%	-14.0%	0.0%	-13.8%	5.6%	3.0%			
Lợi nhuận thuần	15.1%	-0.5%	14.3%	-3.3%	7.0%	22.7%			
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	-0.6ppt	0.2ppt	-0.3ppt	0.1ppt	-0.7ppt	0.0ppt			
Tỷ suất lợi nhuận thuần (%)	-0.3ppt	-1.3ppt	0.0ppt	0.1ppt	-1.8ppt	-0.5ppt			

Nguồn: HSC

**Bảng 5: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo mảng kinh doanh, PVS**

Điều chỉnh hạ 22% lợi nhuận năm 2025 do hạ giả định tỷ suất lợi nhuận mảng EPC

Tỷ đồng	Thực tế 2024	Dự báo mới			Dự báo cũ		Điều chỉnh	
		2025	2026	2027	2024	2025	2024	2025
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>23,877</b>	<b>31,996</b>	<b>36,557</b>	<b>34,625</b>	<b>31,210</b>	<b>44,271</b>	<b>-23.5%</b>	<b>-27.7%</b>
Tàu dịch vụ	2,168	2,385	2,504	2,504	1,768	1,945	22.6%	22.6%
FPSO/FSO	2,369	2,369	2,369	2,369	2,207	2,207	7.3%	7.3%
ROV	507	507	507	507	405	405	25.1%	25.1%
Dịch vụ cảng	1,458	1,604	1,764	1,764	1,560	1,716	-6.5%	-6.5%
ECPI	14,016	21,500	25,483	23,223	22,518	35,036	-37.8%	-38.6%
O&M	2,715	2,986	3,285	3,613	2,102	2,312	29.2%	29.2%
Mảng khác	645	645	645	645	651	651	-0.9%	-0.9%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,133</b>	<b>1,583</b>	<b>1,693</b>	<b>1,646</b>	<b>1,449</b>	<b>2,037</b>	<b>-21.8%</b>	<b>-22.3%</b>
Tàu dịch vụ	223	286	300	300	212	233	5.3%	22.6%
FPSO/FSO	133	166	166	166	155	155	-14.2%	7.3%
ROV	58	51	51	51	41	41	42.9%	25.1%
Dịch vụ cảng	310	353	388	388	281	309	10.4%	14.2%
ECPI	207	537	585	525	622	1,154	-66.8%	-53.4%
O&M	115	125	138	152	74	81	56.1%	55.0%
Mảng khác	87	64	64	64	65	65	34.3%	-0.9%
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.6%</b>		
Tàu dịch vụ	10.3%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%		
FPSO/FSO	5.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%		
ROV	11.4%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%		
Dịch vụ cảng	21.3%	22.0%	22.0%	22.0%	18.0%	18.0%		
ECPI	1.5%	2.5%	2.3%	2.3%	2.8%	3.3%		
O&M	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	3.5%	3.5%		
Mảng khác	13.6%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%		

Nguồn: PVS, HSC

**Bảng 6: Các dự án EPC của PVS**

HSC dự báo PVS sẽ ghi nhận doanh thu mảng EPC là 806 triệu USD

Triệu USD	Tổng doanh thu ước tính	2024 chưa kiểm toán	2025F	2026F	2027F
<b>Các hợp đồng dầu khí EPC nổi bật</b>					
Mỏ Lạc Đà Vàng	250	50	120	80	
Lô B - gói 1	493	144	144	144	36
Lô B - gói 2	300	88	88	88	22
Lô B - gói 4	254		85	85	85
Các dự án dầu khí khác (*)	200				200
<b>Tổng doanh thu dự án dầu khí EPC</b>		<b>377</b>	<b>437</b>	<b>397</b>	<b>343</b>
<b>Các hợp đồng năng lượng tái tạo EPC nổi bật</b>					
Greater Changhua 2b &4	320	100	145		
Baltica 2	180	58	58	34	
Fengmiao	90	33	33	16	
Formosa 4	400		133	133	133
Dự án hợp tác với Sembcorp xuất khẩu điện sang Singapore (*)	600			200	200
<b>Tổng doanh thu năng lượng tái tạo EPC</b>		<b>191</b>	<b>369</b>	<b>384</b>	<b>333</b>
<b>Tổng doanh thu EPC</b>		<b>568</b>	<b>806</b>	<b>781</b>	<b>676</b>

Ghi chú: (\*) Ước tính dựa trên tiến độ các dự án hiện tại và các dự án điện gió ngoài khơi.  
 Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 7: Hợp đồng FSO/FPSO giai đoạn 2025-2027, PVS**

Chúng tôi dự báo FPSO Lam Sơn sẽ dừng đóng góp doanh thu từ năm 2027

Giá thuê tàu FSO/FPSO theo ngày (USD/ngày)	2025F	2026F	2027F
FSO MV12	42,000	42,000	42,000
FSO Orkid	45,000	45,000	45,000
FSO Golden Star	68,900	68,900	68,900
FPSO Ruby II	92,500	92,500	92,500
FSO Biển Đông 1	41,300	41,300	41,300
FPSO Lam Sơn	50,000	50,000	

Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 8: Thu nhập từ công ty liên doanh, liên kết, PVS**

Ước đạt 742 tỷ đồng trong năm 2025

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F
<b>Thu nhập từ công ty liên doanh, liên kết, công ty con phân bổ cho PVS</b>	<b>742</b>	<b>742</b>	<b>639</b>
Ròng Đồi MV12 (FSO)	0	0	0
Cảng Malaysia Việt Nam (Labuan) (FSO)	166	166	169
Kho nổi Việt Nam (Ruby) (FPSO)	479	479	489
PTSC Southeast Asia (FSO)	(28)	(28)	(29)
PTSC Asia Pacific (FPSO)	115	115	0
PV Shipyard	0	0	0
Cảng Thị Vải	11	11	11

Nguồn: HSC ước tính

**Định giá và khuyến nghị**
**Kết luận và phương pháp định giá**

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với PVS nhưng giảm 13,4% giá mục tiêu theo phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF) xuống 43.300đ. Giá mục tiêu mới phản ánh việc giảm dự báo lợi nhuận năm 2025 do giảm giá định doanh thu mảng EPC, giảm giá định lợi nhuận mảng FSO/FPSO, và đưa quỹ khen thưởng & phúc lợi vào định giá DCF. Ngoài ra, chúng tôi cũng điều chỉnh giảm nhẹ giá định giá dầu thô, yếu tố có thể ảnh hưởng đến tiềm năng lợi nhuận của công ty trong dài hạn. Tại giá mục tiêu mới, tiềm năng tăng giá là 24,4%, tương đương P/E điều chỉnh cho năm 2025-2026 lần lượt là 22,0 lần và 19,3 lần.



**Những giả định chính như sau:**

Lãi suất phi rủi ro 4,0%, phần bù rủi ro vốn CSH 7,5%, beta 1,0 (cập nhật từ dữ liệu 2 năm của Bloomberg, so với mức 1,51 trước đây, nhiều khả năng do giá dầu Brent biến động ít hơn so với lần cập nhật trước) và thuế suất 20% (không đổi). Tốc độ tăng trưởng dài hạn 1,0% (giảm từ 3% do điều chỉnh giảm triển vọng tăng trưởng của ngành dầu khí) và thời điểm định giá là vào cuối năm 2025. Theo đó, giả định WACC là 10,4% (giảm từ mức 15,6% trước đó).

Lưu ý, HSC ước tính giá trị vốn CSH mới là 20,7 nghìn tỷ đồng, giảm 13,4% so với ước tính trước đó, bao gồm giá trị hiện tại của doanh nghiệp là 7 nghìn tỷ đồng (chiếm 33% tổng định giá, giảm so với mức 71% trong định giá trước đó) và tiền mặt thuần là 13,7 nghìn tỷ đồng (chiếm 66% tổng định giá, tăng so với mức 32% trước đó).

So với định giá trước đó, giá trị hiện tại của doanh nghiệp giảm 41% (trong đó giá trị hiện tại của dòng tiền giảm 90%; giá trị hiện tại của giá trị dài hạn giảm 33%) trong khi tiền mặt thuần tăng 78%. Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn hiện chiếm 30% giá trị hiện tại của doanh nghiệp, giảm so với mức 39% trước đó.

**Bảng 9: Tính toán FCFF, PVS**

Dòng tiền tự do không vay nợ đạt 726 tỷ đồng đến năm 2028

Tỷ đồng	2025F	2026F	2027F	2028F
EBIT	1,609	1,839	1,794	1,725
Thuế suất 20.0%	(322)	(368)	(359)	(345)
EBIT sau thuế	1,287	1,472	1,435	1,380
Khấu hao	718	697	718	726
Thay đổi vốn lưu động	(2,108)	277	(117)	(242)
Chi phí đầu tư	(964)	(1,023)	(1,010)	(726)
Dòng tiền hoạt động khác	(81)	(89)	(88)	(96)
Quỹ khen thưởng phúc lợi	(235)	(269)	(260)	(249)
<b>Dòng tiền tự do trước nợ vay</b>	<b>(1,384)</b>	<b>1,064</b>	<b>678</b>	<b>794</b>
Chiết khấu	1.00	1.10	1.22	1.35
<b>Giá trị hiện tại của UCFE</b>	<b>(1,384)</b>	<b>964</b>	<b>556</b>	<b>590</b>
<b>Tổng UFCF</b>	<b>726</b>			

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Tính toán WACC, PVS**

Giả định WACC là 10,4%

	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro vốn CSH	7.5%
Chi phí vốn CSH	11.8%
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%
<b>WACC</b>	<b>10.4%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 11: Tính toán giá mục tiêu, PVS**

Giá mục tiêu mới là 43.300đ

Tỷ đồng	Giá trị
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	1.0%
EV/EBITDA	3.5x
<b>Giá trị hiện tại của DN</b>	<b>7,069</b>
Giá trị hiện tại của dòng tiền	726
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	6,343
Cộng: Tiền & tương đương tiền	15,308
Trừ: Tổng nợ	(1,659)
<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>20,718</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	478
<b>Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng (đồng)</b>	<b>43,300</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 12: Phân tích độ nhạy, PVS**

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

Đồng	Tốc độ tăng trưởng dài hạn					
	43,300	-1.0%	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	41,900	43,300	45,000	47,100	49,800
	3.5%	41,300	42,600	44,100	46,000	48,500
	<b>4.0%</b>	<b>40,800</b>	<b>41,900</b>	<b>43,300</b>	<b>45,100</b>	<b>47,300</b>
	4.5%	40,300	41,400	42,600	44,200	46,200
	5.0%	39,800	40,800	42,000	43,400	45,200

Nguồn: HSC ước tính

### Bối cảnh định giá

Sau khi giá cổ phiếu tăng 5,4% và 1,7% trong 1 tháng & 3 tháng qua, PVS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần, thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân từ tháng 1/2023 ở mức 18,0 lần. Trong khi đó, PVS có P/E dự phóng năm 2025 điều chỉnh ở mức 17,5 lần, thấp hơn 39% so với các công ty cùng ngành trong danh sách khuyến nghị của HSC.

**Biểu đồ 13: P/E trượt dự phóng 1 năm, PVS**

P/E trượt dự phóng 1 năm là 17,3 lần ...



Nguồn: HSC ước tính

**Biểu đồ 14: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, PVS**

... thấp hơn 0,3 độ lệch chuẩn so với bình quân quá khứ



Nguồn: HSC ước tính

**Bảng 15: So sánh các công ty ngành dầu khí HSC khuyến nghị**

PVS hiện giao dịch mới mức chiết khấu 39% so với các công ty cùng ngành trong khu vực dựa trên P/E 2025

Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	EV/EBITDA 2025	EV/EBITDA 2026	P/E điều chỉnh 2025	P/E điều chỉnh 2026
PV Drilling (PVD)	535	6.1	4.5	10.5	8.8
Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)	2,483	14.8	14.6	65.6	72.7
Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)	6,303	7.5	7.4	10.6	10.3
<b>Bình quân không bao gồm PVS</b>	<b>3,107</b>	<b>9.5</b>	<b>8.8</b>	<b>28.9</b>	<b>30.6</b>
PTSC (PVS)	651	5.2	4.1	17.5	15.5
<i>PVS so với các công ty cùng ngành</i>	<i>-79%</i>	<i>-46%</i>	<i>-54%</i>	<i>-39%</i>	<i>-49%</i>

Nguồn: HSC ước tính

### Tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá

#### Rủi ro giảm giá

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

#### Tiềm năng tăng giá

- HSC vẫn chưa đưa vào định giá bất kỳ hợp đồng tiềm năng/sắp tới nào có thể bổ sung vào EPC chẳng hạn như dự án đường ống dẫn khí ngầm Lô B - Ô Môn (doanh thu hợp đồng dự kiến đạt 1 tỷ USD, đang đấu thầu) và các hợp đồng FPSO như: FPSO Lạc Đà Vàng (tổng giá trị hợp đồng 416 triệu USD cho 10 năm, với tùy chọn gia hạn thêm 5 năm, PTSC Asia Pacific đã thắng thầu), FSO cho Lô B - Ô Môn (đang đấu thầu). Các dự án này có thể tạo tiềm năng tăng giá cho giá mục tiêu hiện tại của chúng tôi.

**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Doanh thu	19,374	23,878	31,997	36,558	34,627
Lợi nhuận gộp	1,039	1,133	1,583	1,693	1,646
Chi phí BH&QL	(1,052)	(1,250)	(1,392)	(1,225)	(1,160)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>(13.2)</b>	<b>(117)</b>	<b>191</b>	<b>468</b>	<b>486</b>
Lãi vay thuần	573	351	310	210	255
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	651	863	742	742	639
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	66.0	603	288	329	312
<b>LNTT</b>	<b>1,277</b>	<b>1,700</b>	<b>1,531</b>	<b>1,749</b>	<b>1,692</b>
Chi phí thuế TNDN	(217)	(288)	(306)	(350)	(338)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(33.5)	(230)	(49.0)	(56.0)	(54.1)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>1,026</b>	<b>1,182</b>	<b>1,176</b>	<b>1,343</b>	<b>1,299</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>792</b>	<b>947</b>	<b>940</b>	<b>1,075</b>	<b>1,039</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>1,131</b>	<b>1,347</b>	<b>1,650</b>	<b>1,907</b>	<b>1,843</b>
EPS (đồng)	2,148	2,473	2,460	2,810	2,718
EPS ĐC (đồng)	1,657	1,982	1,968	2,248	2,175
DPS (đồng)	790	793	793	793	793
Slg CP bình quân (triệu đv)	478	478	478	478	478
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	478	478	478	478	478
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	478	478	478	478	478

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
Tiền & tương đương tiền	5,757	11,422	10,025	11,096	11,759
Đầu tư ngắn hạn	4,329	3,886	3,886	3,886	3,886
Phải thu khách hàng	4,185	6,148	7,451	8,514	8,064
Hàng tồn kho	1,470	1,924	2,500	2,866	2,711
Các tài sản ngắn hạn khác	548	501	501	501	501
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>16,290</b>	<b>23,880</b>	<b>24,363</b>	<b>26,862</b>	<b>26,921</b>
TSCĐ hữu hình	3,391	3,588	3,484	3,588	3,630
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	164	160	156	153	150
Đầu tư dài hạn	373	430	780	1,002	1,253
Đầu tư vào Cty LD,LK	4,943	4,720	4,861	5,007	5,157
Tài sản dài hạn khác	1,254	1,296	1,296	1,296	1,296
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>10,126</b>	<b>10,193</b>	<b>10,578</b>	<b>11,048</b>	<b>11,487</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>26,416</b>	<b>34,074</b>	<b>34,941</b>	<b>37,910</b>	<b>38,408</b>
Nợ ngắn hạn	1,176	869	869	869	869
Phả trả người bán	3,513	4,655	5,416	6,209	5,873
Nợ ngắn hạn khác	3,988	7,390	6,399	7,312	6,925
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>9,060</b>	<b>13,666</b>	<b>13,437</b>	<b>15,142</b>	<b>14,420</b>
Nợ dài hạn	564	790	1,090	1,390	1,690
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	695	739	739	739	739
Nợ dài hạn khác	2,553	3,988	3,988	3,988	3,988
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3,812</b>	<b>5,517</b>	<b>5,817</b>	<b>6,117</b>	<b>6,417</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>12,872</b>	<b>19,184</b>	<b>19,254</b>	<b>21,259</b>	<b>20,837</b>
Vốn chủ sở hữu	12,834	13,325	14,121	15,085	16,005
Lợi ích cổ đông thiểu số	710	1,566	1,566	1,566	1,566
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>13,544</b>	<b>14,890</b>	<b>15,687</b>	<b>16,651</b>	<b>17,571</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>26,416</b>	<b>34,074</b>	<b>34,941</b>	<b>37,910</b>	<b>38,408</b>
BVPS (đ)	26,852	27,878	29,544	31,561	33,485
Nợ thuần/(tiền mặt)	(4,017)	(9,762)	(8,065)	(8,837)	(9,200)

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
EBIT	(13.2)	(117)	191	468	486
Khấu hao	(493)	(601)	(718)	(697)	(718)
Lãi vay thuần	573	351	310	210	255
Thuế TNDN đã nộp	(219)	(354)	(306)	(350)	(338)
Thay đổi vốn lưu động	(345)	2,573	(2,108)	277	(117)
Khác	(127)	1,649	92.7	(57.4)	(211)
<b>LCT thuần từ HKKD</b>	<b>(285)</b>	<b>4,288</b>	<b>(1,492)</b>	<b>944</b>	<b>435</b>
Đầu tư TS dài hạn	(1,037)	(855)	(964)	(1,023)	(1,010)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	1,855	1,964	1,146	1,174	1,202
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>818</b>	<b>1,109</b>	<b>182</b>	<b>150</b>	<b>192</b>
Cổ tức trả cho CSH	(378)	(379)	(379)	(379)	(379)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	364	(80.7)	300	300	300
Khác	18.3	727	(8.22)	56.7	116
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>4.64</b>	<b>267</b>	<b>(87.5)</b>	<b>(22.6)</b>	<b>37.0</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	5,219	5,757	11,422	10,025	11,096
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>538</b>	<b>5,664</b>	<b>(1,397)</b>	<b>1,072</b>	<b>663</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>5,757</b>	<b>11,422</b>	<b>10,025</b>	<b>11,096</b>	<b>11,759</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(1,322)</b>	<b>3,434</b>	<b>(2,456)</b>	<b>(79.4)</b>	<b>(575)</b>

Các chỉ số tài chính	12-23A	12-24A	12-25F	12-26F	12-27F
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	5.36	4.74	4.95	4.63	4.75
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	5.84	5.64	5.16	5.22	5.32
Tỷ suất LNT (%)	5.30	4.95	3.67	3.67	3.75
Thuế TNDN hiện hành (%)	17.0	17.0	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	18.4	23.3	34.0	14.3	(5.28)
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(8.45)	19.1	22.5	15.5	(3.33)
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	1.98	19.6	(0.72)	14.3	(3.28)
Tăng trưởng EPS (%)	3.74	15.1	(0.54)	14.3	(3.28)
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	1.98	19.6	(0.72)	14.3	(3.28)
Tăng trưởng DPS (%)	(12.1)	0.41	0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	36.8	32.1	32.3	28.2	29.2
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	8.16	9.04	8.57	9.20	8.36
ROACE (%)	(0.08)	(0.62)	0.91	2.11	2.08
Vòng quay tài sản (lần)	0.74	0.79	0.93	1.00	0.91
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	21.5	(36.5)	(7.82)	2.02	0.89
Số ngày tồn kho	29.3	30.9	30.0	30.0	30.0
Số ngày phải thu	83.3	98.7	89.4	89.1	89.2
Số ngày phải trả	69.9	74.7	65.0	65.0	65.0
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(30.3)	(70.2)	(54.2)	(55.9)	(54.9)
Nợ/tài sản (%)	7.08	6.06	6.77	7.03	7.72
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	3.90	4.27	2.61	2.29	2.46
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.80	1.75	1.81	1.77	1.87
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	0.65	0.29	0.27	0.21	0.21
EV/EBITDA ĐC (lần)	11.2	5.10	5.19	4.09	4.03
P/E (lần)	16.2	14.1	14.1	12.4	12.8
P/E ĐC (lần)	21.0	17.6	17.7	15.5	16.0
P/B (lần)	1.30	1.25	1.18	1.10	1.04
Lợi suất cổ tức (%)	2.27	2.28	2.28	2.28	2.28

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



## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

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

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

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

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

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

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

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

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



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

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TPHCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

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

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