

Việt Nam: Ngành dầu khí
07 May 2025
PVD
MUA

Mức tăng giá mục tiêu	+22,9%
Đóng cửa:	07/05/2025
Giá	18.450 đồng
Mục tiêu 12T	22.683 đồng
Giá mục tiêu trước đó	38.259 đồng
Thay đổi	-41,0%

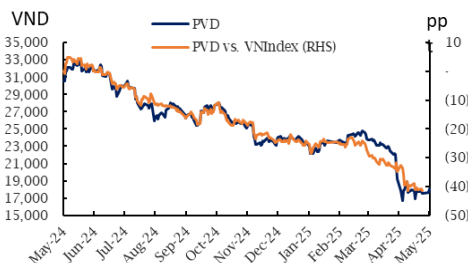
Tiêu điểm

- ▶ Giàn khoan tự nâng mới (PVD 8) dự kiến bắt đầu hoạt động thương mại trong tháng 8-9.
- ▶ Hầu hết các giàn khoan của PVD đều đã được ký hợp đồng cho năm 2025, với mức giá thuê/ngày bình quân của giàn tự nâng tăng khoảng ~2% YoY.
- ▶ Kế hoạch LNTT năm 2025 đạt 790 tỷ đồng (-15,7% YoY) có thể vẫn là mức thận trọng.
- ▶ Cổ tức tiền mặt năm 2024: 500 đồng/cp, tương đương suất cổ tức 2,7%.

Quan điểm

- ▶ Duy trì khuyến nghị **MUA** nhưng hạ giá mục tiêu -41,0% xuống còn 22.683 đồng/cp, tương ứng với tỷ suất sinh lời là 25,7%.
- ▶ Chúng tôi dự báo LNST 2025F đạt 766 tỷ đồng, tăng +9,8% YoY, chủ yếu nhờ biên lợi nhuận được cải thiện.
- ▶ Rủi ro: Giá dầu là yếu tố rủi ro trong việc đầu tư ngắn hạn chính. Tiến độ chậm trễ tại dự án Lô B có thể ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh tương lai

Hồ sơ doanh nghiệp: PVD là đơn vị cung cấp dịch vụ khoan tích hợp. Hoạt động cốt lõi bao gồm dịch vụ khoan và dịch vụ liên quan đến giếng khoan, sửa chữa cơ khí, cung ứng nhân lực, và thương mại phụ tùng. Công ty sở hữu bốn giàn khoan tự nâng, một giàn TAD và một giàn khoan đất liền với thành tích an toàn nổi bật: không có sự cố gây mất thời gian làm việc (LTI).

Tương quan giá cổ phiếu với VN-Index


Vốn hóa thị trường	386 triệu USD
GTGD BQ 6T	3,2 triệu USD
SLCP đang lưu hành	556 triệu CP
Tỷ lệ chuyển nhượng tự do	46,9%
Sở hữu nước ngoài	8,1%
Cổ đông lớn	50,41%
Nợ ròng/VCSH	Tiền mặt
EV/EBITDA 2025E	3,9x
P/B 2025E	0,6x
Sàn giao dịch	HOSE
Room ngoại còn lại	40,9%

Tình hình tài chính (đơn vị: tỷ đồng)

Năm tài chính	2024A	2025E	2026E	2027E
Doanh thu	9.290	8.667	9.108	9.151
Lợi nhuận hoạt động	1.119	1.077	1.204	982
Lợi nhuận ròng	698	766	1.035	909
EPS (đồng)	1.254	1.377	1.860	1.634
EPS +/- (%)	20,5	9,8	35,0	n/m
P/E (x)	13,4	9,9	11,3	11,0
ROE (%)	5,0	5,1	6,6	5,7
Tỷ suất cổ tức (%)	2,7	3,8	3,8	3,8
DPS (đồng)	500	700	700	700

Chuyên viên phân tích:
Trương Quang Bình

+84 28 3622 6868 ext 3845

Binh.truong@yuanta.com.vn
<http://yuanta.com.vn>

Bloomberg code: YUTA

TCTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD)
Tăng tốc hoạt động khai thác thăm dò trong nước

Chất xúc tác ngắn hạn. Giàn khoan tự nâng mới (PVD VIII) dự kiến bắt đầu vận hành vào tháng 9. Tất cả giàn khoan tự nâng của công ty đều đã có hợp đồng cho năm 2025, với giá thuê bình quân là 92.000 USD/ngày (+2% YoY).

Ban lãnh đạo kỳ vọng thị trường khoan trong nước sẽ khởi sắc trong giai đoạn 2025–2027, nhờ các dự án lớn như Lô B, Sư Tử Trắng, và Đại Hùng Nam, phù hợp với Quy hoạch điện VIII. PVD có kế hoạch tham gia phần lớn các dự án này với vai trò là đơn vị cung cấp dịch vụ liên quan đến giếng khoan.

Kế hoạch kinh doanh thận trọng. Mục tiêu doanh thu năm 2025 của PVD là 7.200 tỷ đồng, giảm -22,5% YoY, trong khi kế hoạch LNTT là 790 tỷ đồng, giảm -15,7% YoY. Theo chúng tôi, đây là ví dụ điển hình cho sự thận trọng của PVD trong việc dự báo. LNTT thực tế năm 2024 đạt 937 tỷ đồng, cao gấp đôi so với mức kế hoạch 440 tỷ đồng.

Giá thuê giàn khoan đã hạ nhiệt. Giá thuê giàn khoan tự nâng toàn cầu đã giảm -22% kể từ đỉnh năm ngoái. Giá thuê bình quân toàn cầu tháng 01/2025 là khoảng 120.000 USD/ngày, giảm từ 150.000 USD/ngày vào tháng 9/2024. Nguyên nhân là do Saudi Arabia dừng đầu tư chi phí vốn (capex) cho việc khai thác từ cuối 2024, khiến 22 giàn JU bị tạm dừng và chuyển sang khu vực khác.

Cổ tức tiền mặt dựa trên KQKD 2024 là 500 đồng/cp, tương ứng tỷ suất cổ tức 2,7% và tỷ lệ chi trả khoảng 40%.

Điều chỉnh mô hình dự báo. Chúng tôi dự báo LNST cổ đông công ty mẹ (PATMI) 2025F đạt 766 tỷ đồng (+9,8% YoY) nhờ biên lợi nhuận cải thiện dù doanh thu dự báo giảm -6,7% YoY. Dự báo PATMI 2026F tăng mạnh +35% YoY lên 1 nghìn tỷ đồng nhờ doanh thu từ dịch vụ khoan và liên quan đến giếng khoan tăng mạnh.

Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA nhưng điều chỉnh giảm giá mục tiêu -41,0% xuống 22.683 đồng/cp, tương ứng tỷ suất sinh lời 26,7%. Rủi ro chính: giá dầu và giá thuê giàn suy yếu, tiến độ chậm tại các dự án chủ chốt trong nước.

ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES ARE LOCATED IN APPENDIX A.

Yuanta does and seeks to do business with companies covered in its research reports. As a result, investors should be aware that the firm may have a conflict of interest that could affect the objectivity of this report. Investors should consider this report as only a single factor in making their investment decision.

Giá thuê giảm sẽ không ảnh hưởng đến lợi nhuận của PVD trong ngắn hạn

Điều chỉnh giảm dự báo giá dầu. Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) đã điều chỉnh giảm dự báo giá dầu cho năm 2025 và 2026 do sản lượng tăng từ OPEC+ và chính sách thuế tiếp tục được duy trì từ tháng 4/2025.

Cụ thể, EIA đã hạ mức dự báo giá dầu Brent trung bình xuống còn 68 USD/thùng trong năm 2025 (so với dự báo trước là 74 USD) và 61 USD/thùng trong năm 2026 (so với 68 USD trước đó).

EIA hiện kỳ vọng tiêu thụ dầu toàn cầu sẽ tăng 0,9 triệu thùng/ngày trong năm 2025 và 1,0 triệu thùng/ngày trong năm 2026, lần lượt thấp hơn 0,4 triệu và 0,1 triệu thùng/ngày so với dự báo tháng trước.

Việc điều chỉnh giảm dự báo này chủ yếu do bất ổn kinh tế và thay đổi chiến lược sản xuất từ các quốc gia xuất khẩu dầu lớn.

Biểu đồ 1: EIA dự báo giá Brent sẽ ổn định trong 2024-2025

Notable Forecast Changes	2025	2026
Brent crude oil spot price (dollars per barrel)	\$68	\$61
Previous forecast	\$74	\$68
Percentage change	-8.6%	-10.2%
Global oil demand growth (million barrels per day)	0.9	1.0
Previous forecast	1.3	1.2
Change	-0.4	-0.1

Nguồn: EIA

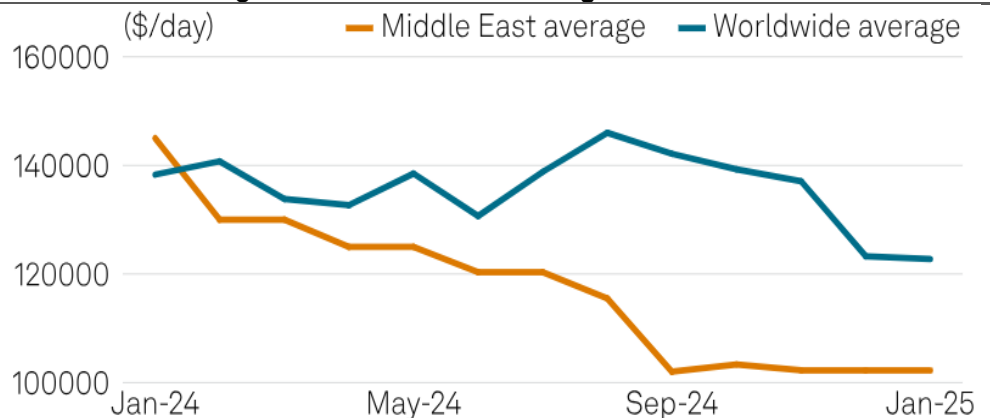
Giá thuê giàn khoan giảm. Saudi Arabia đã quyết định dừng mở rộng công suất sản xuất từ cuối năm 2024, khiến 22 giàn JU phải dừng hoạt động và được tái triển khai sang khu vực khác.

Giá thuê giàn khoan JU toàn cầu đã giảm -22% kể từ đỉnh vào tháng 9/2024. Mức giá thuê bình quân toàn cầu hiện tại là khoảng 120.000 USD/ngày vào tháng 01/2025, giảm so với mức 150.000 USD vào tháng 8-9/2024. Theo EIA, nguồn cung – cầu giàn khoan tại Đông Nam Á dự kiến vẫn giữ ở mức cân bằng. Mặc dù tỷ suất thuê giảm, khối lượng công việc theo hợp đồng vẫn ổn định.

Nhưng việc giảm giá thuê sẽ không ảnh hưởng đến lợi nhuận của PVD trong năm 2025.

Các hợp đồng dài hạn của PVD đã khóa giá thuê trung bình năm 2025 ở mức 92.000 USD/ngày (+2,2% YoY). Ngoài ra, chúng tôi vẫn lạc quan về khối lượng công việc của PVD nhờ hàng loạt dự án trong nước dự kiến triển khai.

Biểu đồ 2: Giá thuê giàn khoan JU toàn cầu đã giảm



Nguồn: Petrodata Rigs by S&P Global

Điều chỉnh dự báo lợi nhuận

Chúng tôi dự báo PATMI 2025F đạt 766 tỷ đồng (+9,8% YoY) nhờ biên lợi nhuận cải thiện nhẹ. Biên lợi nhuận gộp được kỳ vọng đạt 19,5%, tăng +0,3 điểm % YoY, nhờ PVD giảm sử dụng giàn thuê ngoài và đưa thêm 1 giàn JU vào hoạt động. Dự báo PATMI 2025E mới của chúng tôi thấp hơn 65% so với dự báo trước.

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng LNST 2026F sẽ tăng mạnh +35% YoY, đạt 1.035 tỷ đồng (thấp hơn -59% so với dự báo trước), chủ yếu nhờ doanh thu từ các dịch vụ liên quan đến giếng khoan tăng khi các dự án lớn trong nước dự kiến triển khai.

Biểu đồ 3: Điều chỉnh dự báo lợi nhuận 2025-2026

New forecasts	2024A	2025F	2026F	Notes
Revenue	9,290	8,667	9,108	
Previous forecast		9,565	10,272	
% revision		-9.4%	-11.3%	
Drilling revenue				We revised down drilling revenue due to 1) disposal of land rig in 2024; 2) less hired rigs due to (190 days vs 825 days in 2025)
5,635		4,893	5,008	
Previous forecast		6,528	7,031	
% revision		-25.1%	-28.8%	
The average day rates	90	92	90	
Previous forecast				Saudi Arabilia decided to halt its production capacity expansion late 2024, resulting in suspension of 22 JU rigs, which largely redeployed elsewhere globally. Global JU dayrate hence declined by 22%.
% revision		110	120	
% revision		-16.5%	-25.0%	
Gross profits	1,754	1,688	1,888	
Gross profit margin (%)	18.9	19.5	20.7	
Previous forecast		32.1%	33.6%	
PATMI	698	766	1,035	
Previous forecast		2,159	2,500	
% revision		-65%	-59%	

Nguồn: YSVN

Tuy nhiên, chúng tôi dự báo doanh thu 2025F sẽ giảm -6,6% YoY xuống 8,7 nghìn tỷ đồng – thấp hơn -9,4% so với dự báo trước. Chúng tôi giảm nhẹ dự báo doanh thu liên quan đến dịch vụ khoan do PVD giảm sử dụng giàn JU thuê ngoài có biên lợi nhuận thấp và không còn đóng góp từ giàn khoan đất liền.

Doanh thu năm 2026F dự báo tăng +5% YoY, đạt 9,1 nghìn tỷ đồng nhờ cả hai mảng dịch vụ khoan và dịch vụ liên quan đến giếng khoan đều tăng khi các dự án Lô B và các dự án trong nước khác được triển khai trong năm tới.

Chúng tôi dự báo doanh thu mảng khoan 2025E giảm -13,2% YoY xuống còn 4.893 tỷ đồng, thấp hơn -25,1% so với dự báo trước. Nguyên nhân là do chúng tôi đã (1) loại bỏ giàn khoan đất liền khỏi mô hình dự phóng từ năm 2024 và (2) giảm số ngày vận hành của giàn thuê ngoài giảm (190 ngày trong 2025 so với 365 ngày năm 2024).

Trong khi đó, doanh thu mảng dịch vụ liên quan đến giếng khoan được kỳ vọng tăng +8,0% YoY lên 2.642 tỷ đồng trong 2025E, chiếm 25% tổng doanh thu. Sức mạnh của mảng này sẽ tiếp tục kéo dài sang 2026 khi dự án Lô B khởi động. Do đó, chúng tôi dự báo doanh thu mảng dịch vụ giếng khoan 2026E đạt 2.830 tỷ đồng (+7,1% YoY), phù hợp với kỳ vọng của ban lãnh đạo về việc nhiều dự án trong nước được triển khai.

Ban lãnh đạo kỳ vọng thị trường khoan trong nước sẽ phục hồi trong giai đoạn 2025–2027. Nhu cầu triển khai các dự án lớn như Lô B, Sư Tử Trắng (giai đoạn 2B), và Đại Hùng Nam là cần thiết trong bối cảnh nguồn khí hiện tại đang cạn kiệt và nền kinh tế Việt Nam với mục tiêu tăng trưởng tham vọng cần nhiều năng lượng. PVD dự kiến tham gia phần lớn các dự án này, cung cấp các dịch vụ liên quan đến giếng khoan, ước tính sẽ chiếm khoảng 38-40% tổng doanh thu.

Quy hoạch điện VIII (PDP VIII) yêu cầu đẩy mạnh hoạt động thăm dò khai thác để phục vụ phát điện. Các dự án được ưu tiên bao gồm Lô B, Cá Voi Xanh, và 6.900 MW dự án điện khí hạ nguồn.

Các dự án điện nổi bật gồm nhà máy nhiệt điện Ô Môn II, III, IV (3.150 MW), Trung Bộ I, II, Dung Quất I, II, III (3.750 MW), và chuyển đổi Ô Môn I (660 MW) sử dụng khí Lô B. Ngoài ra, PDP VIII cũng đưa vào giả định dự án điện chu trình hỗn hợp Quảng Trị (340 MW) sử dụng khí từ mỏ Bảo Vàng.

Định giá: Duy trì khuyến nghị MUA

Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVD dù đã điều chỉnh giảm mạnh giá mục tiêu xuống còn 22.683 đồng/cp (-41,0%). Mức giá mục tiêu này tương ứng với tỷ suất sinh lời là +26,7%. Giá mục tiêu mới của chúng tôi được xác định theo phương pháp định giá theo trọng số, trong đó mô hình định giá FCFE và phương pháp định giá theo hệ số P/B đều áp dụng trọng số 50%.

Biểu đồ 4: Tóm tắt định giá

Method	Target price (VND)	Weighting	Upside
FCFE	22,309	50%	20.9%
P/B	23,056	50%	25.0%
Overall target price	22,683	100%	22.9%

Nguồn: YSVN

Chúng tôi vẫn duy trì quan điểm thận trọng trong định giá theo mô hình FCFE. Các giả định bao gồm chi phí vốn chủ sở hữu (COE) ở mức 15,3%, hệ số Beta là 1,3 và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn là 2,0%.

Biểu đồ 5: Định giá FCFE

FCFE (VND bn)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
PBT	988	1,337	1,180	1,224	1,282
(-) Tax	(198)	(267)	(236)	(245)	(256)
(-) Increase in WC	90	(15)	123	97	65
(-) Capex	(289)	(291)	(296)	(300)	(305)
(+) Depreciation	859	901	915	928	930
FCFE	1,451	1,665	1,686	1,704	1,716
NPV	6,152				
Terminal value	12,749				
PV of Terminal value	6,249				
Enterprise value	12,401				
Outstanding shares	555,880,005				
Fair value per share	22,309				

Nguồn: YSVN

Chúng tôi áp dụng hệ số P/B mục tiêu là 0,8x, tức chiết khấu -10% so với trung vị khu vực (0,9x). Chúng tôi cho rằng mức chiết khấu này là hợp lý do quy mô của PVD còn khá nhỏ so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

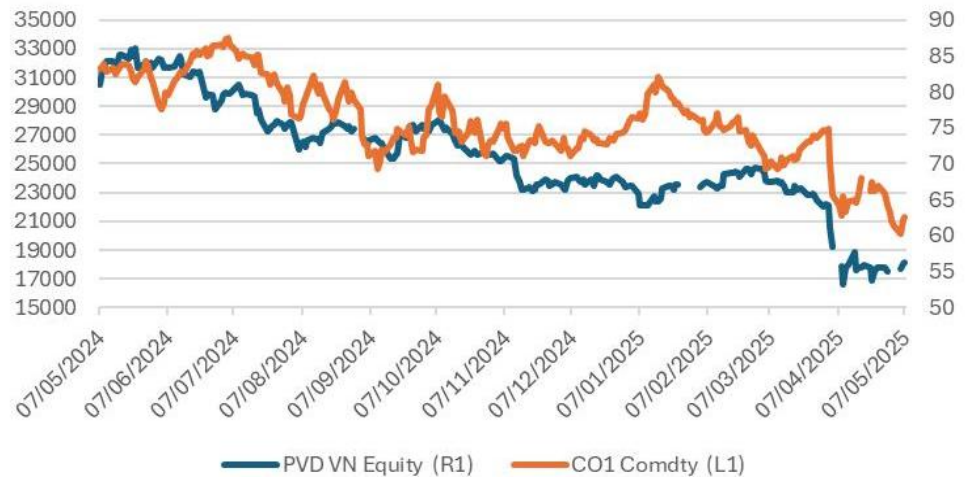
Biểu đồ 6: P/B mục tiêu của PVD thấp hơn trung vị khu vực 10%

P/B multiple method	Target price (VND)
Book value per share	30,128
Target P/B (x)	0.80
Target price	24,102

Nguồn: YSVN

Rủi ro đối với quan điểm của chúng tôi:

Biến động ngắn hạn của giá dầu là rủi ro lớn nhất trong ngắn hạn do cổ phiếu PVD có tương quan rất cao với biến động giá dầu. Mặc dù giá dầu ngắn hạn không ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của PVD, thị trường chứng khoán lại phản ứng mạnh với biến động giá dầu. Trong 12 tháng qua, hệ số tương quan giữa giá cổ phiếu PVD và hợp đồng tương lai Brent đạt tới 81%.

Biểu đồ 7: Tương quan mạnh giữa giá cổ phiếu PVD và giá dầu Brent

Nguồn: Bloomberg

Tuy nhiên, yếu tố cơ bản quan trọng hơn chính là giá thuê giàn khoan, theo quan điểm của chúng tôi. PVD đã cố định mức giá thuê giàn cho năm 2025 (ngoại trừ PVD VIII dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động thương mại từ tháng 8 hoặc tháng 9). Tuy nhiên, nếu giá thuê trung bình giảm trong các năm 2026-2027, có thể sẽ ảnh hưởng đến dự báo lợi nhuận trong giai đoạn đó. Dù vậy, chúng tôi không quá lo ngại vì nguồn cung giàn khoan còn hạn chế có thể giúp duy trì mặt bằng giá thuê trong thời gian tới.

Biểu đồ 8: Tất cả các giàn khoan JU của PVD đều đã có hợp đồng cho năm 2025

RIG	2025											
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
PV Drilling I	PCSB, 01/01/24-15/11											PCSB, 26/11-31/12
	Uwild, 16/11/25-25/11											
PV Drilling II	Pertamina, 07/12/22-24/11											RE-export rig, 25/11/25-24/12
	Hibiscus - SEAN, 03/10/23-29/03											
PV Drilling III	Uwild, 07/04/25-18/04											
	Pertamina, 14/05-02/01											
PV Drilling VI	Overhaul, 03/01/25-17/04											
	POSCO, 20/04/25-11/05											
PV Drilling VIII	Reactivation, 01/01/25-24/08											
	Client											
PV Drilling V	BSP, 27/1/2022-31/12											
	MURPHY_LDH-1X (2 firmed well), 01/01-18/04											
BORR-THOR	VSP, 22/04-15/07											

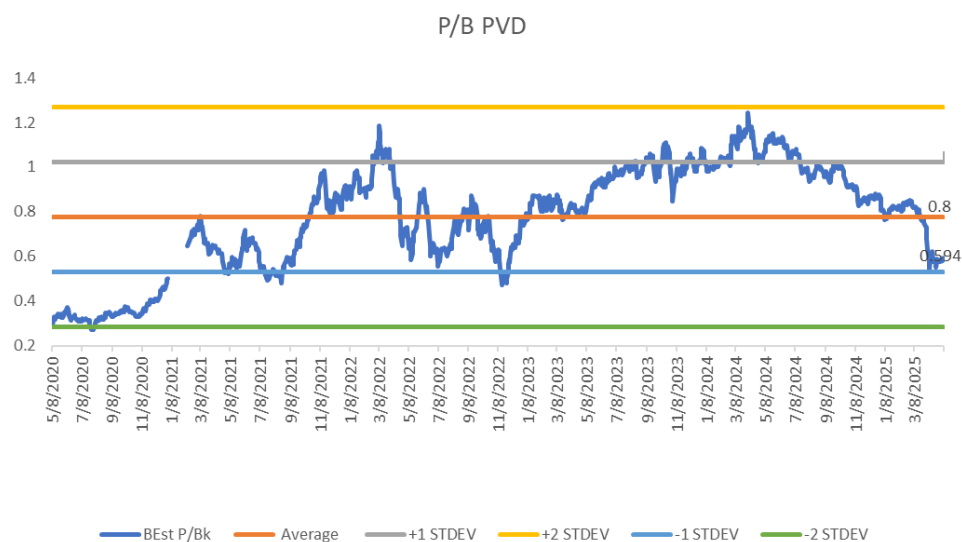
Moving Uwild

Nguồn: PVD, YSVN

Về dài hạn, rủi ro cơ bản lớn nhất là dự án Lô B và các dự án thăm dò khai thác (E&P) lớn khác tiếp tục bị trì hoãn kéo dài, điều này có thể tác động tiêu cực đến tâm lý nhà đầu tư và cả dự báo lợi nhuận / dòng tiền của PVD.

Chất xúc tác tiềm năng từ các thông tin tích cực liên quan đến các dự án trọng điểm trong nước đã được đề cập ở trên. Giá cổ phiếu PVD đã chịu ảnh hưởng kép từ giá dầu và giá thuê giàn khoan sụt giảm trong những tháng gần đây. Hiện tại, cổ phiếu đang giao dịch ở mức P/B 2025 là 0,6x – gần chạm ngưỡng -1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm.

Biểu đồ 9: PVD đang giao dịch ở mức P/B 2025 là 0,6x – gần ngưỡng -1 độ lệch chuẩn so với trung bình 5 năm



Nguồn: YSVN

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đồng)					
Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Doanh thu	5.812	9.290	8.667	9.108	9.151
<i>Khoan</i>	4.068	5.635	4.893	5.008	4.900
<i>Trading</i>	157	1.207	1.132	1.270	1.360
<i>Dv. giếng dầu</i>	1.579	2.447	2.642	2.830	2.890
	-	-	-	-	-
Giá vốn hàng bán	(4.511)	(7.534)	(6.979)	(7.220)	(7.611)
Lợi nhuận gộp	1.301	1.754	1.688	1.888	1.540
Chi phí hoạt động	(544)	(635)	(611)	(684)	(558)
Lợi nhuận hoạt động	756	1.119	1.077	1.204	982
Chi phí lãi vay	(258)	(248)	(282)	(64)	(3)
Lãi/lỗ từ hoạt động đầu tư	66	49	193	197	201
Thu nhập khác ròng	91	96	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	656	1.015	988	1.337	1.180
Thuế thu nhập doanh nghiệp	(115)	(317)	(252)	(341)	(301)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(39)	0	(30)	(39)	(30)
Lợi nhuận ròng	579	698	766	1.035	909
<i>Lợi nhuận ròng từ hoạt động cốt lõi</i>	579	698	766	1.035	909
EBITDA	1.613	2.002	1.936	2.106	1.897
EPS (đồng)	1.041	1.254	1.377	1.860	1.634

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH					
Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Tăng trưởng (% YoY)					
Doanh thu	7,0	59,8	(6,7)	5,1	0,5
<i>Khoan</i>	15	39	(13)	2	(2)
<i>Trading</i>	37	668	(6)	12	7
<i>Dv. giếng dầu</i>	(11)	55	8	7	2
<i>Khác</i>	5	6	7	8	9
Lợi nhuận hoạt động	1.128	147	95	111	81
EBITDA	140	24	-3	9	-10
Lợi nhuận ròng	n/a	20	10	35	(12)
EPS (đồng)	n/a	20	10	35	(12)
Chỉ số đo lường lợi nhuận (%)					
Biên lợi nhuận gộp	22,4	18,9	19,5	20,7	16,8
Biên lợi nhuận hoạt động	13,0	12,0	12,4	13,2	10,7
Biên EBITDA	27,8	21,6	22,3	23,1	20,7
Biên lợi nhuận ròng	9,3	7,5	8,5	10,9	9,6
ROA	2,7	3,3	3,5	4,6	4,0
ROE	4,2	5,0	5,1	6,6	5,7
Chỉ số đo lường thanh khoản tài chính					
Nợ ròng/VCSH (x)	Tiền mặt	5,8	Tiền mặt	Tiền mặt	Tiền mặt
Tỷ lệ thanh toán lãi vay (x)	3,6	5,3	5,0	7,0	6,8
Tỷ lệ thanh toán lãi vay và nợ ngắn hạn (x)	1,1	1,4	1,5	2,0	1,9
Vòng quay tiền mặt	190,6	99,1	75,2	67,1	64,0
Tỷ lệ thanh toán hiện hành (x)	2,2	1,2	1,5	1,8	1,8
Tỷ lệ thanh toán nhanh (x)	1,9	0,9	1,2	1,4	1,4
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ đồng)	193	(910)	85	1.194	1.422
Chỉ số đo lường hiệu suất hoạt động					
Vòng quay khoản phải thu	141	68	44	36	31
Vòng quay hàng tồn kho	60	39	42	41	44
Vòng quay khoản phải trả	10	8	10	10	11

Nguồn: Dữ liệu doanh nghiệp, YSVN

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đồng)					
Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Tổng tài sản	21.633	21.320	21.747	22.291	22.701
Tiền và tương đương tiền	2.256	294	1.257	2.160	2.175
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.278	1.278	1.278	1.278	1.278
Phải thu ngắn hạn	2.314	1.138	957	862	676
Hàng tồn kho	1.000	996	977	1.075	1.133
Tài sản ngắn hạn khác	80	79	78	86	90
Tài sản cố định ròng	13.115	14.905	14.379	13.812	14.129
Khác	1.590	2.630	2.822	3.019	3.219
Nợ phải trả	6.735	5.755	5.714	5.532	5.331
Phải trả ngắn hạn	3.146	3.156	3.045	3.042	3.042
Nợ vay ngắn hạn	2.593	2.472	2.463	2.486	2.498
Phải trả ngắn hạn khác	553	685	582	555	544
Phải trả dài hạn	3.589	2.599	2.670	2.490	2.289
Nợ vay dài hạn	2.788	1.798	1.869	1.689	1.488
Phải trả dài hạn khác	801	801	801	801	801
Vốn chủ sở hữu	14.898	15.565	16.033	16.760	17.370
Vốn góp của chủ sở hữu	5.563	5.563	5.563	5.563	5.563
Cổ phiếu quỹ	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
Khác	8.663	8.976	9.022	9.059	9.105
Lợi nhuận chưa phân phối	694	1.047	1.469	2.159	2.724
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	237	207	168	138

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)					
Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
Dòng tiền từ HĐKD	1.986	1.735	1.486	1.561	646
Thu nhập ròng	579	698	766	1.035	909
Khấu hao	857	884	859	901	915
Tăng/giảm vốn lưu động	(827)	1.191	90	(15)	123
Khác	1.377	(1.037)	(230)	(360)	(1.301)
Dòng tiền từ HĐ đầu tư	(1.046)	(2.570)	(222)	(184)	(150)
Chi tiêu vốn	(259)	(2.638)	(289)	(291)	(296)
Thay đổi trong ĐT dài hạn	(113)	-	-	-	-
Chi tiêu tài sản dài hạn khác	(787)	68	67	108	146
Dòng tiền sau đầu tư	827	(835)	1.263	1.377	497
Dòng tiền từ HĐ tài trợ	(762)	(1.127)	(301)	(474)	(481)
Thay đổi trong vốn góp	-	-	-	-	-
Thay đổi trong nợ	(494)	(858)	(32)	(206)	(213)
Thay đổi khác trong nợ dài hạn	(268)	(268)	(268)	(268)	(268)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	177	(1.962)	963	903	
Dòng tiền đầu kỳ	2.079	2.256	294	1.257	2.160
Dòng tiền cuối kỳ	2.256	294	1.257	2.160	2.175

HỆ SỐ ĐỊNH GIÁ					
Năm tài chính	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
PE (x)	17,7	14,7	13,4	9,9	11,3
PE pha loãng (x)	17,7	14,7	13,4	9,9	11,3
PB (x)	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6
EBITDA/cổ phiếu (đồng)	2.900	3.600	3.480	3.785	3.410
Cổ tức/cổ phiếu (đồng)		500	700	700	700
Tỷ suất cổ tức (%)		2,7	3,8	3,8	3,8
EV/EBITDA (x)	6,1	4,9	5,1	4,7	5,2

Appendix A: Important Disclosures

Analyst Certification

Each research analyst primarily responsible for the content of this research report, in whole or in part, certifies that with respect to each security or issuer that the analyst covered in this report: (1) all of the views expressed accurately reflect his or her personal views about those securities or issuers; and (2) no part of his or her compensation was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed by that research analyst in the research report.

Ratings Definitions

BUY: We have a positive outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors add to their position.

HOLD-Outperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively more attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

HOLD-Underperform: In our view, the stock's fundamentals are relatively less attractive than peers at the current price. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile.

SELL: We have a negative outlook on the stock based on our expected absolute or relative return over the investment period. Our thesis is based on our analysis of the company's outlook, financial performance, catalysts, valuation and risk profile. We recommend investors reduce their position.

Under Review: We actively follow the company, although our estimates, rating and target price are under review.

Restricted: The rating and target price have been suspended temporarily to comply with applicable regulations and/or Yuanta policies.

Note: Yuanta research coverage with a Target Price is based on an investment period of 12 months. Greater China Discovery Series coverage does not have a formal 12 month Target Price and the recommendation is based on an investment period specified by the analyst in the report.

Global Disclaimer

© 2019 Yuanta. All rights reserved. The information in this report has been compiled from sources we believe to be reliable, but we do not hold ourselves responsible for its completeness or accuracy. It is not an offer to sell or solicitation of an offer to buy any securities. All opinions and estimates included in this report constitute our judgment as of this date and are subject to change without notice.

This report provides general information only. Neither the information nor any opinion expressed herein constitutes an offer or invitation to make an offer to buy or sell securities or other investments. This material is prepared for general circulation to clients and is not intended to provide tailored investment advice and does not take into account the individual financial situation and objectives of any specific person who may receive this report. Investors should seek financial advice regarding the appropriateness of investing in any securities, investments or investment strategies discussed or recommended in this report. The information contained in this report has been compiled from sources believed to be reliable but no representation or warranty, express or implied, is made as to its accuracy, completeness or correctness. This report is not (and should not be construed as) a solicitation to act as securities broker or dealer in any jurisdiction by any person or company that is not legally permitted to carry on such business in that jurisdiction.

Yuanta research is distributed in the United States only to Major U.S. Institutional Investors (as defined in Rule 15a-6 under the Securities Exchange Act of 1934, as amended and SEC staff interpretations thereof). All transactions by a US person in the securities mentioned in this report must be effected through a registered broker-dealer under Section 15 of the Securities Exchange Act of 1934, as amended. Yuanta research is distributed in Taiwan by Yuanta Securities Investment Consulting. Yuanta research is distributed in Hong Kong by Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited, which is licensed in Hong Kong by the Securities and Futures Commission for regulated activities, including Type 4 regulated activity (advising on securities). In Hong Kong, this research report may not be redistributed, retransmitted or disclosed, in whole or in part or and any form or manner, without the express written consent of Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Limited.

Taiwan persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities Investment Consulting
4F, No. 157, Section 3, Ren'ai Road, Taipei 106
Taiwan

Hong Kong persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
Yuanta Securities (Hong Kong) Co. Ltd
23/F, Tower 1, Admiralty Centre
18 Harcourt Road,
Hong Kong

Korean persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Head Office
Yuanta Securities Building
Euljiro 76 Jung-gu
Seoul, Korea 100-845
Tel: +822 3770 3454

Indonesia persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Attn: Research
PT YUANTA SECURITIES INDONESIA

(A member of the Yuanta Group)
Equity Tower, 10th Floor Unit EFGH
SCBD Lot 9
Jl. Jend. Sudirman Kav. 52-53
Tel: (6221) – 5153608 (General)

Thailand persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Thailand)
127 Gaysorn Tower, 16th floor
Ratchadamri Road, Pathumwan
Bangkok 10330

Vietnam persons wishing to obtain further information on any of the securities mentioned in this publication should contact:

Research department
Yuanta Securities (Vietnam)
4th Floor, Saigon Centre
Tower 1, 65 Le Loi Boulevard,
Ben Nghe Ward, District 1,
HCMC, Vietnam

For U.S. persons only: This research report is a product of Yuanta Securities Vietnam Limited Company, under Marco Polo Securities 15a-6 chaperone service, which is the employer of the research analyst(s) who has prepared the research report. The research analyst(s) preparing the research report is/are resident outside the United States (U.S.) and are not associated persons of any U.S. regulated broker-dealer and therefore the analyst(s) is/are not subject to supervision by a U.S. broker-dealer, and is/are not required to satisfy the regulatory licensing requirements of FINRA or required to otherwise comply with U.S. rules or regulations regarding, among other things, communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

Research reports are intended for distribution only to "Major Institutional Investors" as defined by Rule 15a-6(b)(4) of the U.S. Securities and Exchange Act, 1934 (the Exchange Act) and interpretations thereof by U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in reliance on Rule 15a-6(a)(2). If the recipient of this report is not a Major Institutional Investor as specified above, then it should not act upon this report and return the same to the sender. Further, this report may not be copied, duplicated and/or transmitted onward to any U.S. person, which is not the Major Institutional Investor. In reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the Exchange Act and interpretations thereof by the SEC in order to conduct certain business with Major Institutional Investors, Yuanta Securities Vietnam Limited Company has entered into a chaperoning agreement with a U.S. registered broker-dealer, Marco Polo Securities Inc. ("Marco Polo").

Transactions in securities discussed in this research report should be affected through Marco Polo or another U.S. registered broker dealer.

YUANTA SECURITIES NETWORK



YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

YUANTA SECURITIES VIETNAM OFFICE

Head office: 4th Floor, Saigon Centre, Tower 1, 65 Le Loi Boulevard, Ben Nghe Ward, District 1, HCMC, Vietnam

Institutional Research

Matthew Smith, CFA

Head of Research

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3815)

matthew.smith@yuanta.com.vn

Tam Nguyen

Analyst (Property)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3874)

tam.nguyen@yuanta.com.vn

Di Luu

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

di.luu@yuanta.com.vn

Binh Truong

Deputy Head of Research (O&G, Energy)

Tel: +84 28 3622 6868 (3845)

binh.truong@yuanta.com.vn

Tanh Tran

Analyst (Banks)

Tel: +84 28 3622 6868 (ext.3874)

tanh.tran@yuanta.com.vn

An Nguyen

Assistant Analyst

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3845)

an.nguyen@yuanta.com.vn

Institutional Sales

Lawrence Heavey

Head of Institutional Sales

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3835)

lawrence.heavey@yuanta.com.vn

Hien Le

Sales Trader

hien.le@yuanta.com.vn

Dat Bui

Sales Trader

dat.bui@yuanta.com.vn

Tuan-Anh Nguyen

Sales Trader

Tel: +84 28 3622 6868 (ext. 3909)

anh.nguyen2@yuanta.com.vn

Vi Truong

Sales Trader

vi.truong@yuanta.com.vn