

## TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVS) – CẬP NHẬT

Giá thị trường

VND36.900

Giá mục tiêu

VND35.500

Tỷ suất cổ tức

2,71%

Khuyến nghị

TRUNG LẬP

Ngành

Dầu khí

Ngày 14/03/2022

Triển vọng ngắn hạn: **Tích cực**

Triển vọng dài hạn: **Tích cực**

Định giá: **Trung bình**

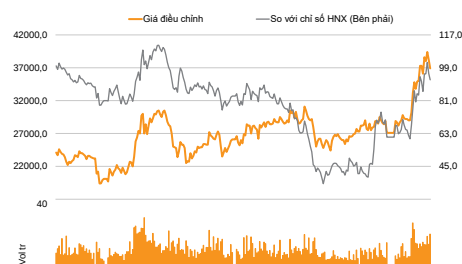
Consensus\*: Mua:4 Giữ:4 Bán:1

Giá mục tiêu/Consensus: 2,4%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

- Giảm dự phóng EPS 2022 xuống 6,3%
- Nâng dự phóng EPS 2023-24 lên 2,4%/3,5%

### Diễn biến giá



Nguồn: VND RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 39.400  |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 19.400  |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 277.945 |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 18.258  |
| Free float (%)          | 49      |
| P/E trượt (x)           | 29,3    |
| P/B hiện tại (x)        | 1,5     |

### Cơ cấu sở hữu

|      |       |
|------|-------|
| PVN  | 51,4% |
| Khác | 48,6% |

Nguồn: VND RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

www.vndirect.com.vn

## Đà tăng giá cổ phiếu được hỗ trợ bởi giá dầu

- PVS công bố lợi nhuận (LN) ròng 2021 giảm 3,5% svck xuống 602 tỷ đồng do ghi nhận hoàn nhập dự phòng bảo hành dự án cũ thấp hơn.
- Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng đạt 26,7% trong 2022-24 khi giá dầu tăng mạnh sẽ thúc đẩy nhu cầu cũng như giá dịch vụ tăng.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung Lập; giá mục tiêu cao hơn là 35.500 đ/cp.

### Giá dầu tăng mạnh sẽ có lợi cho HĐKD của PVS trong thời gian tới

Trong bối cảnh thị trường dầu thô thất chặt do thiếu hụt đầu tư vào thượng nguồn, cuộc khủng hoảng Ukraine càng làm trầm trọng thêm tình trạng này, đẩy giá dầu Brent lên mức cao nhất kể từ 2008 (~130 USD/thùng). Theo quan điểm của chúng tôi, giá dầu sẽ dần cân bằng trở lại trong thời gian tới (quanh 100 USD/thùng) khi căng thẳng địa chính trị hạ nhiệt và nguồn cung bổ sung đến từ Mỹ và Iran. Với tư cách là nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn, PVS sẽ hưởng lợi gián tiếp từ việc giá dầu cao với độ trễ nhất định do các hợp đồng trong các mảng Xây lắp (M&C) và FSO/FPSO thường kéo dài nhiều năm, trong khi các mảng khác (Tàu dịch vụ, Cấn cứ cảng) có thể được hưởng lợi sớm hơn nhờ sự phục hồi của giá dịch vụ.

### Chờ đợi sự khởi công của chuỗi dự án Lô B – Ô Môn

Sau nhiều năm trì hoãn do vướng mắc tại dự án nhà máy điện Ô Môn III, chúng tôi kỳ vọng dự án Lô B - Ô Môn sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào cuối Q2/22, tạo tiền đề cho chuỗi dự án Lô B - Ô Môn khởi công trong nửa cuối 2022. Với việc PVS đã chứng minh được năng lực trong việc xây dựng các công trình khai thác dầu khí trên biển ở cả thị trường trong và ngoài nước, chúng tôi tin rằng công ty sẽ có nhiều cơ hội để tham gia vào dự án này, đảm bảo khối lượng công việc cho mảng M&C của PVS trong những năm tới.

### Chúng tôi dự báo tăng trưởng kép LN ròng đạt 26,7% trong 2022-24

Chúng tôi tin rằng các mảng HĐKD của PVS sẽ được hưởng lợi khi hoạt động dầu khí phục hồi trở lại. Đặc biệt, giá dầu cao sẽ là động lực cho các đơn vị liên quan để tái khởi động các dự án lớn tại Việt Nam, có lợi cho mảng M&C của PVS. Ngoài ra, giá dầu cao cũng tạo điều kiện thuận lợi cho PVS trong việc gia hạn các hợp đồng thuê FSO/FPSO, củng cố hiệu quả hoạt động của các liên doanh FSO/FPSO kể từ 2022. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ đạt tăng trưởng kép LN ròng là 26,7% trong năm 2022-24. Đáng chú ý, việc bổ sung phát triển điện gió ngoài khơi vào lĩnh vực kinh doanh chính vào cuối năm 2021 có thể mở ra một hướng kinh doanh mới cho công ty trong dài hạn.

### Đà tăng giá cổ phiếu được hỗ trợ bởi giá dầu; Hạ khuyến nghị xuống Trung Lập

Giá mục tiêu của chúng tôi tăng 13,8% lên 35.500 đồng nhờ: (1) chuyển mô hình DCF sang 2022, (2) giảm dự phóng EPS 2022 nhưng nâng dự phóng EPS 2023-24, và (3) áp dụng P/E mục tiêu cao hơn. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung Lập do đà giá cổ phiếu tăng gần đây chủ yếu được hỗ trợ bởi giá dầu tăng mạnh. Rủi ro tăng là giá dầu cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu giảm và sự chậm trễ trong việc trao thầu các dự án.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A  | 12-21A  | 12-22E | 12-23E              |
|---------------------------|---------|---------|--------|---------------------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 20.180  | 14.221  | 19.654 | 23.276              |
| Tăng trưởng DT thuần      | 20,2%   | (29,5%) | 38,2%  | 18,4%               |
| Biên lợi nhuận gộp        | 3,9%    | 6,2%    | 6,2%   | 6,4%                |
| Biên EBITDA               | 8,0%    | 9,6%    | 9,9%   | 9,5%                |
| LN ròng (tỷ)              | 624     | 602     | 945    | 1.144               |
| Tăng trưởng LN ròng       | (39,6%) | (3,5%)  | 57,0%  | 21,0%               |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    | (39,6%) | (3,5%)  | 57,0%  | 21,0%               |
| EPS cơ bản                | 1.306   | 1.260   | 1.977  | 2.393               |
| EPS điều chỉnh            | 1.149   | 1.108   | 1.740  | 2.105               |
| BVPS                      | 25.411  | 24.674  | 25.769 | 25.503 <sub>1</sub> |
| ROAE                      | 5,1%    | 5,0%    | 7,8%   | 9,3%                |

Nguồn: VND RESEARCH

## ĐÀ TĂNG GIÁ CỔ PHIẾU ĐƯỢC HỖ TRỢ BỞI GIÁ DẦU

Khoản lỗ bất ngờ từ các công ty liên kết trong Q4/21 làm sụt giảm KQKD năm 2021

Hình 1: Tổng quan KQKD Q4/21 và 2021

| ĐVT: Tỷ đồng                          | Q4/20        | Q4/21        | % scvk            | 2020          | 2021          | % scvk            | % sv dự phóng 2021 | Nhận định                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|---------------------------------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------|--------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                | <b>5.455</b> | <b>4.570</b> | <b>-16,2%</b>     | <b>20.180</b> | <b>14.221</b> | <b>-29,5%</b>     | <b>101,4%</b>      | Doanh thu thuần Q4/21 giảm 16,2% scvk do khối lượng công việc mảng M&C và O&M sụt giảm                                                                                                                                                                                                                |
| Tàu dịch vụ                           | 385          | 510          | 32,3%             | 1.878         | 1.714         | -8,8%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| FSO/FPSO                              | 535          | 532          | -0,7%             | 3.002         | 1.977         | -34,1%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Khảo sát địa chấn/địa chất công trình | 115          | 51           | -56,0%            | 422           | 285           | -32,4%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Cần cẩu cảng                          | 405          | 374          | -7,6%             | 1.586         | 1.568         | -1,2%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Cơ khí & Xây lắp (M&C)                | 2.862        | 2.493        | -12,9%            | 10.859        | 7.188         | -33,8%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)            | 836          | 455          | -45,5%            | 1.706         | 950           | -44,3%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Dịch vụ khác                          | 316          | 155          | -50,8%            | 726           | 538           | -25,8%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>LN gộp</b>                         | <b>(92)</b>  | <b>254</b>   | <b>-377,7%</b>    | <b>778</b>    | <b>876</b>    | <b>12,6%</b>      | <b>99,7%</b>       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Tàu dịch vụ                           | 15           | 55           | 276,4%            | 114           | 136           | 19,7%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| FSO/FPSO                              | 3            | 118          | 3687,6%           | 89            | 202           | 126,9%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Khảo sát địa chấn/địa chất công trình | 4            | 12           | 192,8%            | 15            | 23            | 48,4%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Cần cẩu cảng                          | 25           | 117          | 365,9%            | 215           | 320           | 48,5%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Cơ khí & Xây lắp (M&C)                | (197)        | (104)        | -47,0%            | 206           | 64            | -68,7%            |                    | Trong 4Q21, PVS đã trích lập dự phòng bảo hành 62 tỷ đồng cho dự án Gallaf Giai đoạn 1                                                                                                                                                                                                                |
| Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)            | 32           | 56           | 74,9%             | 93            | 112           | 21,0%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Dịch vụ khác                          | 27           | 1            | -97,9%            | 47            | 19            | -58,5%            |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>Biên LN gộp</b>                    | <b>-1,7%</b> | <b>5,6%</b>  | <b>7,2 điểm %</b> | <b>3,9%</b>   | <b>6,2%</b>   | <b>2,3 điểm %</b> |                    | Biên LN gộp Q4/21 tăng 7,2 điểm % scvk do tất cả các hoạt động kinh doanh chính đều phục hồi nhờ đà tăng mạnh giá dầu có khả năng làm tăng giá dịch vụ                                                                                                                                                |
| Tàu dịch vụ                           | 3,8%         | 10,8%        | 7,0 điểm %        | 6,1%          | 7,9%          | 1,9 điểm %        |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| FSO/FPSO                              | 0,6%         | 22,3%        | 21,7 điểm %       | 3,0%          | 10,2%         | 7,2 điểm %        |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Khảo sát địa chấn/địa chất công trình | 3,6%         | 23,8%        | 20,3 điểm %       | 3,7%          | 8,1%          | 4,4 điểm %        |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Cần cẩu cảng                          | 6,2%         | 31,2%        | 25,0 điểm %       | 13,6%         | 20,4%         | 6,8 điểm %        |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Cơ khí & Xây lắp (M&C)                | -6,9%        | -4,2%        | 2,7 điểm %        | 1,9%          | 0,9%          | -1,0 điểm %       |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Vận hành & Bảo dưỡng (O&M)            | 3,8%         | 12,3%        | 8,5 điểm %        | 5,4%          | 11,8%         | 6,4 điểm %        |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Dịch vụ khác                          | 8,4%         | 0,4%         | -8,1 điểm %       | 6,4%          | 3,6%          | -2,8 điểm %       |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Chi phí bán hàng                      | 40           | 27           | -32,6%            | 119           | 90            | -23,8%            | 103,9%             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Chi phí QLDN                          | 413          | 166          | -59,7%            | 798           | 781           | -2,1%             | 100,3%             | Chi phí QLDN trong Q4/21 giảm mạnh 59,7% scvk, chủ yếu do con số cao đột biến trong Q4/20. Trong Q4/20, PVS có khả năng đã phân loại lại chi phí nhân viên trong năm 2020 của các bộ phận gián tiếp từ giá vốn hàng bán vào chi phí QLDN trong Q4/20, khiến mức chi phí này ghi nhận mức cao đột biến |
| EBIT                                  | (544)        | 61           | NA                | (138)         | 5             | NA                |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính       | 76           | 41           | -45,6%            | 257           | 183           | -28,8%            | 70,8%              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Lãi/lỗ từ công ty LDLK                | 66           | (92)         | NA                | 191           | 414           | 117,1%            | 64,1%              | Khoản lỗ bất ngờ phát sinh trong Q4/21 đến từ chi phí dự phòng cho rủi ro hết hạn hợp đồng tại FPSO Lam Sơn                                                                                                                                                                                           |
| Thu nhập khác                         | 537          | 108          | -79,9%            | 715           | 214           | -70,0%            | 138,8%             | PVS ghi nhận khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành cho các dự án cũ là 112 tỷ đồng trong Q4/21, thấp hơn đáng kể so với Q4/20 (516 tỷ đồng)                                                                                                                                                               |
| <b>LNTT</b>                           | <b>135</b>   | <b>118</b>   | <b>-12,3%</b>     | <b>1.025</b>  | <b>816</b>    | <b>-20,4%</b>     | <b>76,1%</b>       |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| LNST                                  | 75           | 102          | 36,8%             | 710           | 678           | -4,5%             |                    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>49</b>    | <b>84</b>    | <b>71,4%</b>      | <b>624</b>    | <b>602</b>    | <b>-3,5%</b>      | <b>83,2%</b>       | Thấp hơn kỳ vọng của chúng tôi do chúng tôi dự báo thu nhập từ các công ty liên kết cao hơn và thu nhập tài chính ròng cao hơn                                                                                                                                                                        |

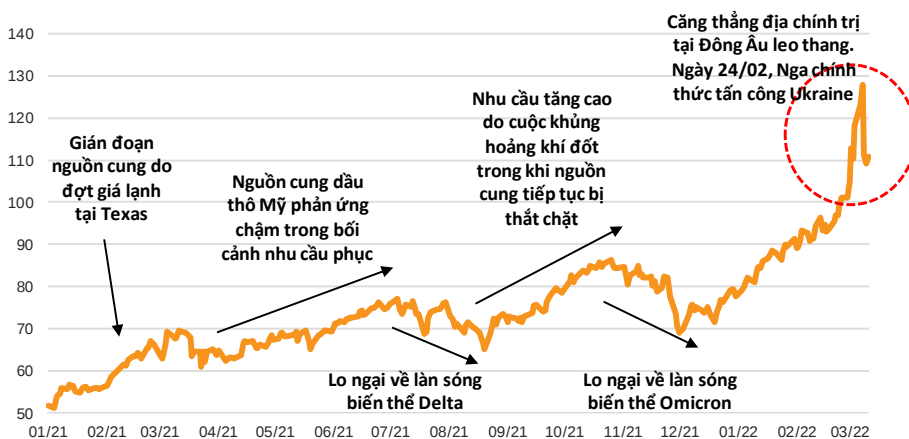
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng 2022-24: Mảng M&C tích cực hơn kể từ năm 2022

**Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ hạ nhiệt và tái cân bằng trong vài tháng tới, nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong năm nay**

Trong bối cảnh thị trường dầu thô toàn cầu thắt chặt do sụt giảm đầu tư vào lĩnh vực thượng nguồn trong nhiều năm, căng thẳng giữa Nga và Ukraine càng làm trầm trọng thêm tình trạng này, đẩy giá dầu Brent lên mức cao nhất kể từ năm 2008 (gần 130 USD/thùng). Tuy nhiên, chúng tôi vẫn cho rằng giá dầu sẽ cân bằng trở lại trong vài tháng tới (quanh 100 USD/thùng) khi căng thẳng địa chính trị ở Ukraine dần hạ nhiệt và nguồn cung bổ sung tiềm năng đến từ Mỹ, Iran và OPEC.

**Hình 2: Giá dầu Brent tiếp tục duy trì đà tăng mạnh mẽ trong năm 2022**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Đối với PVS, với tư cách là nhà cung cấp dịch vụ thượng nguồn, giá dầu tăng mạnh sẽ ảnh hưởng gián tiếp đến PVS với độ trễ nhất định do các hợp đồng của PVS trong các mảng M&C, FSO/FPSO thường kéo dài nhiều năm, trong khi các mảng khác (Tàu dịch vụ, Căn cứ cảng) có thể được hưởng lợi sớm hơn nhờ sự phục giá dịch vụ. Nhìn chung, giá dầu cao hơn một cách bền vững có thể thúc đẩy tiến độ của các dự án thăm dò khí lớn (Lô B - Ô Môn, Nam Du - U Minh...) tại Việt Nam, tiềm ẩn khối lượng công việc khổng lồ đối với PVS trong những năm sắp tới.

### Chờ đợi chuỗi dự án Lô B – Ô Môn khởi công trong nửa cuối năm 2022

Sau nhiều năm trì hoãn do vướng mắc tại dự án nhà máy điện Ô Môn III, cuối cùng chúng tôi đã nhìn thấy tín hiệu tích cực cho dự án sau khi Chính phủ ban hành Nghị định mới liên quan đến việc quản lý và sử dụng vốn ODA, tạo cơ sở pháp lý quan trọng để phê duyệt chủ trương đầu tư nhà máy điện Ô Môn III. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng dự án thượng nguồn sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào cuối Q2/22 sau khi Chính phủ chấp thuận chủ trương đầu tư cho Ô Môn III trong Q2/22, tạo tiền đề cho toàn chuỗi dự án Lô B - Ô Môn khởi công trong nửa cuối năm 2022.

Với năng lực xây lắp các công trình khai thác dầu khí đã được chứng minh ở cả thị trường trong và ngoài nước, chúng tôi tin rằng PVS sẽ có nhiều cơ hội để tham gia vào dự án này, bao gồm dự án phát triển mỏ khí Lô B và dự án đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn. Với tổng vốn đầu tư của các dự án phát triển mỏ và dự án đường ống lần lượt là 6,7 tỷ USD và 1,3 tỷ USD, dự án này sẽ cung cấp một khối lượng backlog tiềm năng rất lớn cho các đơn vị nhà thầu xây lắp thượng nguồn trong nước như PVS.

**Hình 3: Các dự án chính của PVS trong mảng M&C**

| STT Dự án                    | Giá trị HĐ ước tính (tr USD) | GTHĐ ước tính ghi nhận năm 2022 | GTHĐ còn lại tại cuối năm 2022 | Thời gian triển khai | Tiến độ dự án                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|------------------------------|------------------------------|---------------------------------|--------------------------------|----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Đã đưa vào dự phóng</b>   |                              |                                 |                                |                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 1 Sao Vàng Đại Nguyệt (SVĐN) | 600                          | 50                              | -                              | 2018 - 2022          | Dòng khí đầu tiên mở Sao Vàng vào tháng 11/2020, dòng khí đầu tiên mở Đại Nguyệt dự kiến vào Q3/22                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 2 Kho LNG Thị Vải            | 78                           | 16                              | 16                             | Q3/19 - Q3/22        | Dự án khởi công vào tháng 10/2019. PVS nắm 39% cổ phần của dự án. Dự án này dự kiến sẽ hoàn thành vào Q3/22                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| 3 Tổ hợp hóa dầu miền Nam    | 81                           | 28                              | 24                             | Q2/20 - Q2/22        | PVS là nhà thầu phụ cho gói thầu A1 liên quan đến xây dựng nhà máy olefin                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| 4 Gallaf Batch 3             | 360                          | 180                             | 108                            | Q3/21 - Q4/23        | PVS đảm nhiệm vai trò nhà thầu EPC dự án Gallaf Batch 3 (gói 5) với tổng khối lượng công việc khoảng 19.000 tấn cho 2 giàn đầu giếng. Dự án sẽ cung cấp việc làm trong công ty cho đến cuối năm 2023                                                                                                                                                                              |
| 5 Điện gió Hai Long          | 68                           | 20                              | 48                             | Q3/22 - Q1/24        | PVS và đối tác chịu trách nhiệm thiết kế, kỹ thuật, mua sắm, xây dựng và đưa vào vận hành hai trạm biến áp ngoài khơi với khối lượng chế tạo lên đến 18.000 tấn, trong đó PVS sẽ chịu trách nhiệm phần thiết kế chân đế, mua sắm một số hạng mục vật tư, thi công cho toàn bộ các cấu kiện của dự án tại công trường PTSC M&C tại thành phố Vũng Tàu                              |
| *6 Sư Tử Trắng GĐ 2          | 250                          | 75                              | 150                            | 2021 - 2024          | Dòng khí đầu tiên của giai đoạn 2A vào tháng 7/2021. Dòng khí đầu tiên cho giai đoạn 2B dự kiến từ 2024                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| *7 Nam Du - U Minh           | 150                          | 15                              | 135                            | 2022 - 2024          | Theo Jadestone, công ty đang trong quá trình đàm phán hợp đồng mua bán khí sửa đổi với Chính phủ Việt Nam. Jadestones cũng đang chuẩn bị gọi thầu lại cho hợp đồng FPSO của dự án này. First gas dự kiến không trước năm 2023                                                                                                                                                     |
| *8 Đường ống Lô B - Ô Môn    | 1.000                        | 100                             | 900                            | 2022 - 2025          | Các đợt đấu thầu EPC đã được mở vào tháng 2/2020 và được gia hạn nhiều lần. Dòng khí đầu tiên kỳ vọng vào cuối năm 2025                                                                                                                                                                                                                                                           |
| <b>Chưa đưa vào dự phóng</b> |                              |                                 |                                |                      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| 1 Mô Lô B - Ô Môn            | 6.700                        | -                               | -                              | 2022 - 2025          | Hợp đồng thiết kế tổng thể (FEED) đã hoàn thành. Các gói thầu sẽ được mở tùy theo tiến độ của các dự án hạ nguồn (nhiệt điện Ô Môn 3 và 4)                                                                                                                                                                                                                                        |
| 2 Cá Voi Xanh                | NA                           | -                               | -                              | 2024 - 2025          | Hợp đồng FEED được trao cho Saipem vào tháng 2 năm 2019. Hiện PVN và EVN vẫn đang làm việc với ExxonMobil để hoàn tất các thỏa thuận mua bán khí và mua bán điện                                                                                                                                                                                                                  |
| 3 Lạc Đà Vàng                | NA                           | -                               | -                              | NA                   | Kế hoạch phát triển đại cương (ODP) được chấp thuận vào tháng 09/2019. Kế hoạch phát triển mô đầy đủ (FDP) đã được nộp vào Q3/20 và dự kiến khởi động từ năm 2022. Murphy cũng đang triển khai thăm dò ở các mỏ lân cận như Lạc Đà Trắng, Lạc Đà Nâu và Lô 15-2/17                                                                                                                |
| 4 LNG Thị Vải GĐ2            | 212                          | -                               | -                              | 2022 - 2024          | Nghiên cứu khả thi đang trong giai đoạn thẩm định để nâng công suất lên 3tr tấn LNG/năm                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 5 Điện gió La Gàn (3,5 GW)   | 10.000                       | -                               | -                              | 2021 - 2030          | Trang trại điện gió có kế hoạch xây dựng theo hai giai đoạn, giai đoạn đầu tiên từ 500-600 MW sẽ hoạt động vào năm 2024, và 3.000 MW còn lại sẽ được bổ sung từ năm 2026 đến 2030. Vào tháng 2/2021, nhà đầu tư dự án La Gàn đã ký kết biên bản ghi nhớ (MoU) về việc hợp tác cung cấp móng cọc và cảng hậu cần với 4 nhà thầu trong nước, bao gồm PTSC M&C (công ty con của PVS) |

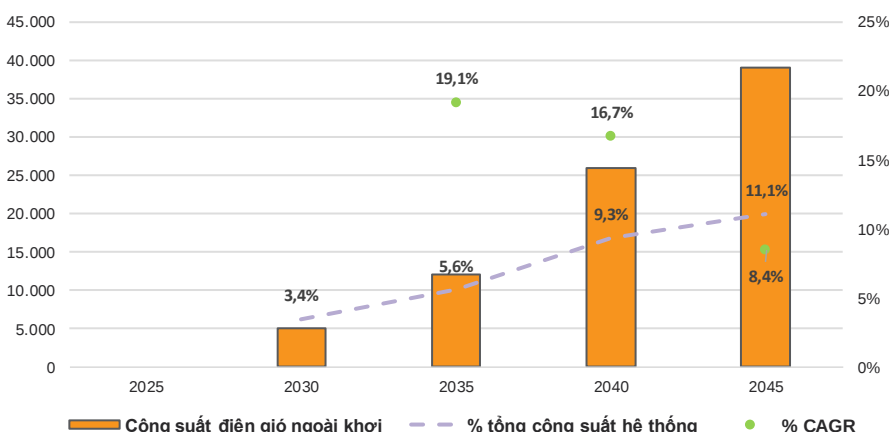
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Tham gia thị trường năng lượng tái tạo có thể mở ra một hướng kinh doanh mới

Mới đây, PVN đã kiến nghị Ủy ban Quản lý vốn Nhà nước tại doanh nghiệp hỗ trợ PVN trình Chính phủ đề xuất tham gia lĩnh vực năng lượng tái tạo (đặc biệt là điện gió ngoài khơi). Đáng chú ý, chúng tôi thấy rằng PVS hiện là thành viên duy nhất của PVN có khả năng hoạt động trong lĩnh vực này sau khi đã bổ sung phát triển điện gió ngoài khơi vào lĩnh vực kinh doanh chính vào cuối năm 2021.

Điện gió ngoài khơi là một phân khúc đầy hứa hẹn tại Việt Nam do Chính phủ đang ưu tiên phát triển năng lượng xanh theo cam kết tại COP26. Chúng tôi cũng thấy rằng Việt Nam là một quốc gia thích hợp để phát triển điện gió xa bờ nhờ: (1) sở hữu bờ biển dài trên 3.000km, và (2) tốc độ gió lớn, đạt trung bình 7 m/s với tổng công suất kỹ thuật đạt 162GW đối với năng lượng gió ngoài khơi. Hiện nay, Bộ Công Thương đang hoàn thiện dự thảo Quy hoạch điện 8, dự kiến công suất điện gió ngoài khơi đạt khoảng 5.000 MW vào năm 2030 và tăng lên gần 40.000 MW vào năm 2045, chiếm 11% tổng công suất điện toàn hệ thống. Điều này cho thấy những cơ hội to lớn để tham gia vào lĩnh vực hấp dẫn này.

Hình 4: Công suất lắp điện gió ngoài khơi sẽ tăng mạnh trong giai đoạn 2030-45 (MW)



Nguồn: BỘ CÔNG THƯƠNG

Với vai trò là nhà thầu hàng đầu trong lĩnh vực xây lắp các công trình dầu khí, đặc biệt là công trình ngoài khơi, PVS đã tham gia cung cấp dịch vụ cho nhiều dự án sản xuất điện gió gần bờ và xa bờ ở thị trường trong nước và quốc tế, trong đó có dự án điện gió Thăng Long tại Bình Thuận (cung cấp, lắp đặt và vận hành phao nổi LiDAR), hay dự án điện gió Hai Long tại Đài Loan (hợp đồng EPC cho hai trạm biến áp ngoài khơi). Nhìn chung, chúng tôi cho rằng PVS có nhiều lợi thế trong việc tham gia đầu tư, phát triển các dự án điện gió ngoài khơi tại Việt Nam, mở ra một hướng kinh doanh mới cho công ty trong dài hạn.

**Thay đổi dự phóng KQKD 2022-24: Chúng tôi giảm dự phóng EPS 2022 xuống 6,3%, nhưng nâng dự phóng EPS 2023-24 lên 2,4%/3,5%**

Hình 5: Thay đổi dự phóng KQKD 2022-24

| Tỷ đồng                         | 2022   |        |            | 2023   |        |            | 2024   |        |            | Nhận định                                                                                                                                                                                                               |
|---------------------------------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                 | Cũ     | Mới    | % Δ        | Cũ     | Mới    | % Δ        | Cũ     | Mới    | % Δ        |                                                                                                                                                                                                                         |
| Doanh thu thuần                 | 21.132 | 19.654 | -7,0%      | 24.375 | 23.276 | -4,5%      | 21.596 | 20.449 | -5,3%      | Chúng tôi giảm dự phóng DT năm 2022-24 xuống 7,0%/4,5%/5,3% chủ yếu do chúng tôi cập nhật tình hình các dự án lớn trong mảng M&C, dẫn đến điều chỉnh giảm dự phóng DT mảng M&C xuống 10,1%/ 6,4%/7,2% trong năm 2022-24 |
| LN gộp                          | 1.248  | 1.209  | -3,1%      | 1.475  | 1.490  | 1,0%       | 1.376  | 1.402  | 2,0%       |                                                                                                                                                                                                                         |
| Biên LN gộp (%)                 | 5,9%   | 6,2%   | 0,2 điểm % | 6,1%   | 6,4%   | 0,3 điểm % | 6,4%   | 6,9%   | 0,5 điểm % |                                                                                                                                                                                                                         |
| Chi phí bán hàng                | 116    | 108    | -7,0%      | 134    | 128    | -4,5%      | 119    | 112    | -5,3%      |                                                                                                                                                                                                                         |
| Chi phí QLDN                    | 744    | 747    | 0,4%       | 858    | 815    | -5,1%      | 800    | 757    | -5,4%      |                                                                                                                                                                                                                         |
| EBIT                            | 387    | 354    | -8,6%      | 483    | 547    | 13,2%      | 493    | 533    | 8,2%       | Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định thu nhập lãi trong năm 2022-23 do thu nhập lãi thấp hơn dự kiến trong năm 2021                                                                                                       |
| Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính | 264    | 243    | -8,1%      | 242    | 236    | -2,3%      | 266    | 266    | -0,1%      |                                                                                                                                                                                                                         |
| Lãi/lỗ từ công ty LDLK          | 642    | 613    | -4,5%      | 799    | 781    | -2,2%      | 846    | 846    | 0,0%       |                                                                                                                                                                                                                         |
| LNTT                            | 1.484  | 1.387  | -6,5%      | 1.646  | 1.681  | 2,1%       | 1.751  | 1.809  | 3,3%       | Chúng tôi điều chỉnh dự phóng thu nhập từ các công ty liên kết năm 2022 để phản ánh kết quả năm 2021                                                                                                                    |
| LN ròng                         | 1.001  | 938    | -6,3%      | 1.110  | 1.137  | 2,4%       | 1.183  | 1.224  | 3,5%       |                                                                                                                                                                                                                         |
| EPS (đồng)                      | 2.094  | 1.963  | -6,3%      | 2.323  | 2.379  | 2,4%       | 2.475  | 2.560  | 3,5%       |                                                                                                                                                                                                                         |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hạ khuyến nghị xuống Trung Lập với giá mục tiêu cao hơn là 35.500 đ/cp**

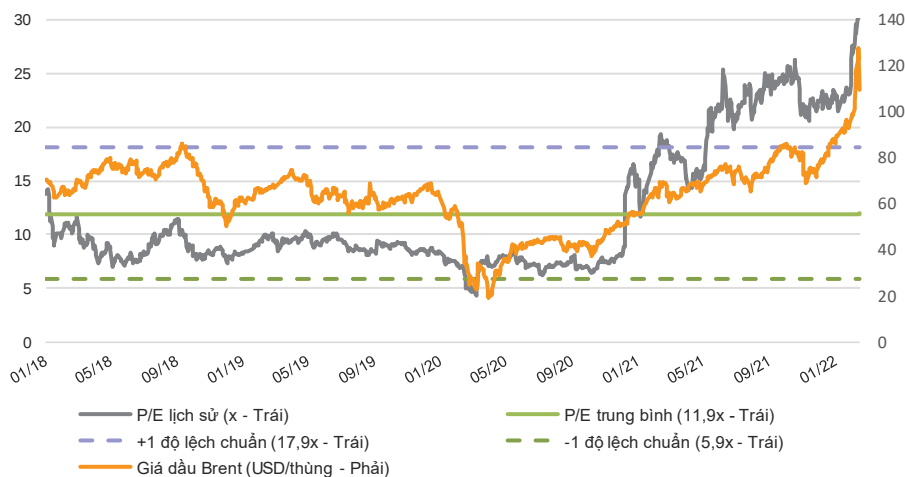
Việc giá dầu tăng mạnh gần đây là động lực chính cho đà tăng của giá cổ phiếu dầu khí nói chung và PVS nói riêng khi giá dầu tăng mạnh giúp củng cố tâm lý

thị trường đối với nhóm ngành dầu khí cũng như giúp cải thiện nền tảng cơ bản của các công ty thượng nguồn như PVS. Do đó, chúng tôi nâng P/E mục tiêu năm 2022 từ 15,4 lần lên 17,9 lần (+1 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 4 năm). Do đó, chúng tôi tăng giá mục tiêu 13,8% lên 35.500 đồng nhờ vào: (1) chuyển mô hình DCF sang năm 2022, (2) giảm dự báo EPS 2022 xuống 6,3% nhưng tăng dự báo EPS năm 2023-24 lên 2,4%/3,5%, và (3) áp dụng mức P/E mục tiêu 2022 cao hơn là 17,9 lần. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng tương đương phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu năm 2022 là 17,9 lần. Tuy nhiên, bất chấp triển vọng tích cực của công ty, chúng tôi vẫn hạ khuyến nghị xuống Trung Lập do giá cổ phiếu tăng gần đây chủ yếu được hỗ trợ bởi đà giá dầu thế giới, dẫn đến mức tiềm năng tăng giá bị hạn chế.

Rủi ro đầu tư:

- Rủi ro tăng giá bao gồm giá dầu cao hơn dự kiến và khối lượng công việc cao hơn kỳ vọng từ các dự án lớn như Lô B - Ô Môn.
- Rủi ro giảm giá đến từ sự sụt giảm của giá dầu và sự chậm trễ hơn nữa trong việc trao thầu các dự án.

**Hình 6: P/E lịch sử của PVS và giá dầu Brent**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 7: Giá mục tiêu**

| Phương pháp                    | Giá trị hợp lý (VND) | Tỷ trọng (%) | Đóng góp (VND/cp) |
|--------------------------------|----------------------|--------------|-------------------|
| DCF                            | 35.826               | 50%          | 17.913            |
| P/E mục tiêu 2022 ở mức 17.9   | 35.106               | 50%          | 17.553            |
| Giá mục tiêu                   |                      |              | 35.466            |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b> |                      |              | <b>35.500</b>     |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Tóm tắt dự phóng dòng tiền tự do (FCF)

| Tỷ đồng                                  | 12/22    | 12/23    | 12/24    | 12/25    | 12/30    | 12/35    | CAGR 2021-35 |
|------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------|
| Tổng doanh thu                           | 19.654   | 23.276   | 20.449   | 21.471   | 26.499   | 30.498   | 5,6%         |
| % svck                                   | 38,2%    | 18,4%    | -12,1%   | 5,0%     | 3,9%     | 2,3%     |              |
| GVHB & OPEX                              | (19.300) | (22.729) | (19.916) | (20.911) | (25.808) | (29.703) |              |
| EBIT                                     | 354      | 547      | 533      | 560      | 691      | 796      |              |
| <i>Biến LN hoạt động KD</i>              | 1,8%     | 2,4%     | 2,6%     | 2,6%     | 2,6%     | 2,6%     |              |
| Thuế khả dụng                            | 20,0%    | 20,0%    | 20,0%    | 20,0%    | 20,0%    | 20,0%    |              |
| EBIT x (1-mức thuế)                      | 283      | 438      | 427      | 448      | 553      | 636      |              |
| + Chi phí khấu hao                       | 500      | 474      | 462      | 580      | 715      | 823      |              |
| % doanh thu                              | 2,5%     | 2,0%     | 2,3%     | 2,7%     | 2,7%     | 2,7%     |              |
| - Capex                                  | (343)    | (406)    | (356)    | (374)    | (462)    | (532)    |              |
| % doanh thu                              | -1,7%    | -1,7%    | -1,7%    | -1,7%    | -1,7%    | -1,7%    |              |
| + Thay đổi vốn lưu động                  | 706      | (273)    | 257      | (429)    | (530)    | (610)    |              |
| % doanh thu                              | 3,6%     | -1,2%    | 1,3%     | -2,0%    | -2,0%    | -2,0%    |              |
| Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác | 1.033    | 1.134    | 1.275    | 1.074    | 1.325    | 1.525    |              |
| % doanh thu                              | 5,3%     | 4,9%     | 6,2%     | 5,0%     | 5,0%     | 5,0%     |              |
| Dòng tiền tự do (UFCF)                   | 2.180    | 1.366    | 2.065    | 1.298    | 1.602    | 1.843    | 6,9%         |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Chi phí VCSH

| Chi phí VCSH              |              |
|---------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro       | 3,0%         |
| Beta                      | 1,3          |
| Phần bù rủi ro thị trường | 11,0%        |
| <b>Chi phí VCSH</b>       | <b>17,3%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: WACC và Tăng trưởng dài hạn

| Tỷ đồng                    |              |
|----------------------------|--------------|
| Vốn hóa                    | 11.793       |
| Nợ                         | 1.245        |
| Chi phí nợ                 | 5,0%         |
| Mức thuế                   | 20,0%        |
| <b>WACC</b>                | <b>16,0%</b> |
| <b>Tăng trưởng dài hạn</b> | <b>1,5%</b>  |

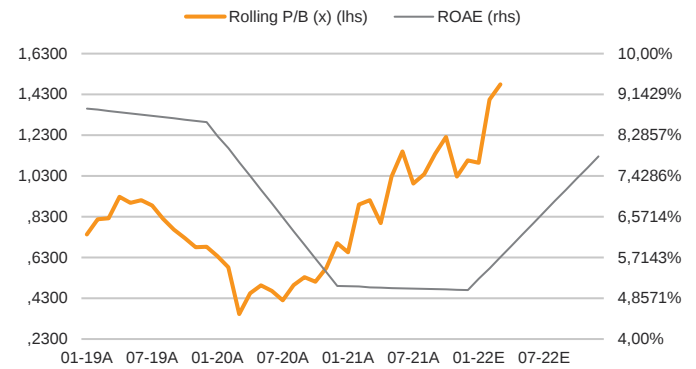
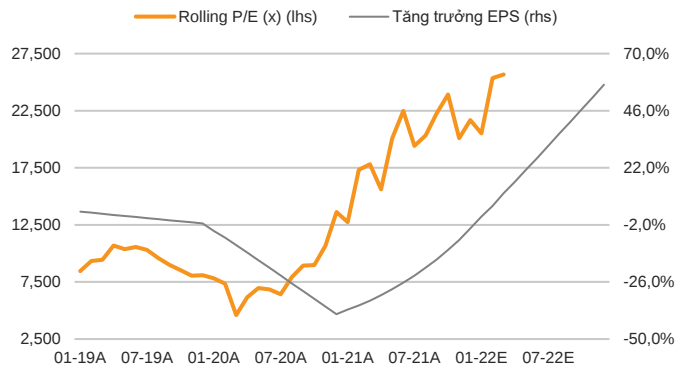
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: So sánh các công ty trong ngành

| Công ty                           | Mã Bloomberg | Khuyến nghị | Giá đóng cửa (nội tệ) | Giá mục tiêu (nội tệ) | Vốn hóa (tr USD) | P/E (x)     |             | Tăng trưởng EPS 3 năm (%) | P/BV (x)   |            | ROE (%)     |             | ROA (%)     |             |
|-----------------------------------|--------------|-------------|-----------------------|-----------------------|------------------|-------------|-------------|---------------------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|                                   |              |             |                       |                       |                  | 2022        | 2023        |                           | 2022       | 2023       | 2022        | 2023        | 2022        | 2023        |
| PTSC                              | PVS VN       | Trung Lập   | 36.900                | 35.500                | 772              | 18,8        | 15,5        | 26,7%                     | 1,4        | 1,4        | 7,8%        | 9,3%        | 3,8%        | 4,6%        |
| Malaysia Marine Eng               | MMHE MK      | NR          | 0,38                  | NA                    | 143              | NA          | 37,5        |                           | 0,3        | 0,4        | 1,8%        | 2,1%        | 0,9%        | 1,0%        |
| Yinson Holdings                   | YNS MK       | NR          | 4,82                  | NA                    | 1.224            | 14,3        | 12,3        |                           | 2,4        | 1,6        | 14,4%       | 14,1%       | 5,0%        | 5,0%        |
| Sembcorp Marine                   | SMM SP       | NR          | 0,09                  | NA                    | 2.077            | NA          | NA          |                           | 0,6        | 0,8        | -4,6%       | -1,5%       | -2,5%       | -0,5%       |
| Hyundai Engineering               | 000720 KS    | NR          | 49.400                | NA                    | 4.454            | 11,4        | 9,9         |                           | 0,7        | 0,7        | 7,3%        | 7,6%        | 3,4%        | 3,8%        |
| Keppel Corp                       | KEP SP       | NR          | 6,11                  | NA                    | 8.110            | 12,6        | 11,9        |                           | 0,9        | 0,9        | 7,2%        | 7,6%        | 2,7%        | 2,7%        |
| <b>Trung bình (tất cả)</b>        |              |             |                       |                       |                  | <b>14,3</b> | <b>17,4</b> |                           | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> | <b>5,6%</b> | <b>6,5%</b> | <b>2,2%</b> | <b>2,8%</b> |
| <b>Trung bình (ngoại trừ PVS)</b> |              |             |                       |                       |                  | <b>12,8</b> | <b>17,9</b> |                           | <b>1,0</b> | <b>0,9</b> | <b>5,2%</b> | <b>6,0%</b> | <b>1,9%</b> | <b>2,4%</b> |

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 11/03)

## Định giá



### Báo cáo KQ HĐKD

| (tỷ VND)                              | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần                       | 14.221       | 19.654       | 23.276       |
| Giá vốn hàng bán                      | (13.345)     | (18.445)     | (21.786)     |
| Chi phí quản lý DN                    | (781)        | (747)        | (815)        |
| Chi phí bán hàng                      | (90)         | (108)        | (128)        |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>5</b>     | <b>354</b>   | <b>547</b>   |
| EBITDA thuần                          | 505          | 855          | 1.021        |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(500)</b> | <b>(500)</b> | <b>(474)</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>5</b>     | <b>354</b>   | <b>547</b>   |
| Thu nhập lãi                          | 278          | 329          | 327          |
| Chi phí tài chính                     | (94)         | (86)         | (91)         |
| Thu nhập ròng khác                    | 214          | 177          | 116          |
| TN từ các Cty LK & LD                 | 414          | 623          | 791          |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>816</b>   | <b>1.397</b> | <b>1.690</b> |
| Thuế                                  | (138)        | (333)        | (403)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (76)         | (119)        | (144)        |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>602</b>   | <b>945</b>   | <b>1.144</b> |
| Thu nhập trên vốn                     | 602          | 945          | 1.144        |
| Cổ tức phổ thông                      | (533)        | (478)        | (478)        |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>69</b>    | <b>467</b>   | <b>666</b>   |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-21A        | 12-22E        | 12-23E        |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 5.754         | 6.049         | 5.681         |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 2.670         | 2.670         | 2.670         |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 4.620         | 4.846         | 5.612         |
| Hàng tồn kho                     | 2.161         | 1.533         | 1.671         |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 241           | 333           | 395           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>15.446</b> | <b>15.431</b> | <b>16.029</b> |
| Tài sản cố định                  | 2.982         | 2.824         | 2.756         |
| Tổng đầu tư                      | 4.910         | 4.794         | 4.804         |
| Tài sản dài hạn khác             | 1.356         | 1.288         | 1.224         |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>24.693</b> | <b>24.337</b> | <b>24.814</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 711           | 517           | 435           |
| Phải trả người bán               | 4.293         | 4.598         | 5.229         |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 3.622         | 2.703         | 2.816         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>8.626</b>  | <b>7.817</b>  | <b>8.480</b>  |
| Vay & nợ dài hạn                 | 534           | 477           | 455           |
| Các khoản phải trả khác          | 3.012         | 3.012         | 3.012         |
| Vốn điều lệ và                   | 4.780         | 4.780         | 4.780         |
| LN giữ lại                       | 3.622         | 3.992         | 3.680         |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>11.793</b> | <b>12.317</b> | <b>12.189</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 728           | 715           | 677           |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>24.693</b> | <b>24.337</b> | <b>24.814</b> |

### Báo cáo LCTT

| (tỷ VND)                        | 12-21A       | 12-22E       | 12-23E       |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>816</b>   | <b>1.397</b> | <b>1.690</b> |
| Khấu hao                        | 500          | 500          | 474          |
| Thuế đã nộp                     | (155)        | (273)        | (330)        |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (1.062)      | (1.165)      | (1.144)      |
| <b>Thay đổi VLB</b>             | <b>(340)</b> | <b>706</b>   | <b>(273)</b> |
| <b>LC tiền thuần HĐKD</b>       | <b>(241)</b> | <b>1.166</b> | <b>417</b>   |
| Đầu tư TSCĐ                     | (248)        | (343)        | (406)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 14           | 14           | 14           |
| Các khoản khác                  | 1.504        | 188          | 188          |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   |              |              |              |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>1.270</b> | <b>(140)</b> | <b>(204)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     | 0            | 0            | 0            |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     |              |              |              |
| Tiền vay ròng nhận được         | 45           | (252)        | (103)        |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          |              |              |              |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (533)        | (478)        | (478)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>(488)</b> | <b>(730)</b> | <b>(581)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ  | 5.212        | 5.754        | 6.049        |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>542</b>   | <b>295</b>   | <b>(368)</b> |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 5.754        | 6.049        | 5.681        |

### Các chỉ số cơ bản

|                                 | 12-21A  | 12-22E   | 12-23E |
|---------------------------------|---------|----------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |         |          |        |
| Biên LN ròng                    | 4,2%    | 4,8%     | 4,9%   |
| Vòng quay TS                    | 0,56    | 0,80     | 0,95   |
| ROAA                            | 2,4%    | 3,9%     | 4,7%   |
| Đòn bẩy tài chính               | 2,13    | 2,03     | 2,01   |
| ROAE                            | 5,0%    | 7,8%     | 9,3%   |
| <b>Hiệu quả</b>                 |         |          |        |
| Số ngày phải thu                | 118,6   | 90,0     | 88,0   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 59,1    | 30,3     | 28,0   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 117,4   | 91,0     | 87,6   |
| Vòng quay TSCĐ                  | 4,65    | 6,77     | 8,34   |
| ROIC                            | 4,4%    | 6,7%     | 8,3%   |
| <b>Thanh khoản</b>              |         |          |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 1,8     | 2,0      | 1,9    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 1,5     | 1,8      | 1,7    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 1,0     | 1,1      | 1,0    |
| Vòng quay tiền                  | 60,2    | 29,3     | 28,4   |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (voy)</b> |         |          |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | (29,5%) | 38,2%    | 18,4%  |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD          |         | 7.383,8% | 54,4%  |
| Tăng trưởng LN ròng             | (3,5%)  | 57,0%    | 21,0%  |
| Tăng trưởng EPS                 | (3,5%)  | 57,0%    | 21,0%  |

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

|              |                                                                 |
|--------------|-----------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

|            |                                                                                                  |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| TÍCH CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Tiến Dũng – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [dung.nguyentien5@vndirect.com.vn](mailto:dung.nguyentien5@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>