



Ngành Dầu khí

Triển vọng 2025: Điểm sáng LNG

“Chúng tôi cho rằng LNG sẽ là điểm sáng nổi bật của ngành trong năm 2025F. Tiêu thụ LNG sẽ được dẫn dắt bởi nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 đi vào hoạt động thương mại trong 2H25F. Ở chiều ngược lại, toàn ngành Dầu khí có thể đối diện rủi ro gia tăng đến từ triển vọng kém khả quan của giá dầu trong 2025F, chi phối bởi bất ổn quốc tế và những hứa hẹn về chính sách khai thác năng lượng của ông Trump ...”



Nội dung

I.	Tóm tắt sơ lược	2
II.	Khí nội địa tiếp tục giảm	4
	1. Nhu cầu yếu từ khách hàng điện	4
	2. Khả năng cấp khí giảm có thể ảnh hưởng nhu cầu	6
III.	LNG có thể bù đắp từ 2H25F	7
IV.	E&P: áp lực gia tăng khi triển vọng giá dầu lung lay	8
V.	Rủi ro cần xem xét	11
	Phân tích doanh nghiệp	12
	Petro Vietnam Gas (GAS)	13
	CNG Vietnam (CNG)	17
	PV Drilling (PVD)	20

Sơ lược báo cáo

- Khí khô nội địa tiếp tục giảm trong 2025F, nhưng tiêu thụ của KHCN có thể phục hồi
- LNG bùng nổ từ 2H25F, thúc đẩy bởi COD của NT3&4
- Khuyến nghị MUA với GAS và PVD

Khí nội địa có thể tiếp tục giảm, dẫn dắt bởi tiêu thụ kém của nhóm khách hàng điện. Nhu cầu của KHCN có thể phục hồi trở lại.

Sản lượng LNG sẽ bùng nổ vào 2H25F với COD của NT3&4

Giá thuê ngày giàn khoan có thể chịu áp lực do triển vọng giá dầu trong 2025F

Rủi ro: Khẩu hiệu “drill, baby, drill” của ông Trump có thể làm triển vọng giá dầu xấu hơn

I. Tóm tắt sơ lược

Chúng tôi dự báo tiêu thụ khí khô nội địa có thể giảm 5% n/n, đạt 5.7 BCM trong năm 2025F. Nhu cầu từ khách hàng điện có thể giảm 10% do (1) tăng huy động thủy điện, (2) Phú Mỹ 2.2 và 3 hết hợp đồng BOT, (3) sự thay thế trực tiếp bởi Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4) sử dụng LNG và (4) giá khí neo cao. Tiêu thụ của khách hàng công nghiệp (KHCN) có thể tăng 8% n/n vào năm 2025F, chúng tôi cho rằng phân khúc này đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất từ 3Q24, với sản lượng tăng 6% n/n, và năm 2025F triển vọng sẽ là năm phục hồi.

Tiến độ xây dựng tại NT3&4 đã đạt trên 94% và dự kiến sẽ chạy thử từ nay đến hết 1H25. Vào ngày 4/10, POW và EVNEPTC đã ký hợp đồng mua bán điện (PPA) cho NT3&4 (chưa xác định Qc). Chúng tôi cho rằng Qc có thể nằm trong khoảng 40-70% và hợp đồng mua bán khí (GSA) có thể được hoàn tất trong 1H25F với tỷ lệ bao tiêu (take-or-pay) tương ứng. Chúng tôi dự báo tổng sản lượng LNG sẽ đạt 0.7-0.8 BCM (~530-600 nghìn tấn) vào năm 2025F. Sản lượng có thể tăng mạnh từ 2H25F sau khi NT3&4 lần lượt vận hành thương mại vào tháng 6 và tháng 9, 2025.

Chúng tôi cho rằng hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) tại Đông Nam Á sẽ tiếp tục sôi động, được thúc đẩy bởi các kế hoạch đầu tư mạnh mẽ từ các quốc gia trong khu vực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng yếu tố giá thuê ngày (day rate) sẽ dẫn dắt triển vọng của phân khúc này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng giá dầu kém tích cực (dự báo Brent Bloomberg 2025F: 73.25 USD/thùng, giảm 8.4% n/n) có thể gây áp lực lên giá dịch vụ thượng nguồn. SP Global dự báo dư thừa giàn khoan tự nâng ở Đông Nam Á có thể duy trì cao trong 8T25 trước khi hạ nhiệt, điều này sẽ là bất lợi cho giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng trong năm 2025F.

Chúng tôi nhận thấy rủi ro triển vọng giá dầu tiếp tục bị hạ thấp, trong trường hợp tổng thống đắc cử Trump thực hiện các cam kết của mình về việc mở rộng khai thác dầu. Do đó, chúng tôi nhấn mạnh rủi ro giảm giá bán đối với CNG và GAS, vốn được neo theo giá thế giới, điều này có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các doanh nghiệp này. Ngoài ra, giá thuê ngày của PVD có thể chịu áp lực, nhưng chúng tôi cho rằng công ty có thể giảm thiểu rủi ro này, do đó, chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của PVD.

Bảng 1. Bảng tổng hợp định giá

Khuyến nghị và GMT			Lợi nhuận và định giá										
			DT (tỷ đồng)	LNHD (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	EPS (tỷ đồng)	BPS (tỷ đồng)	ROE (%)	ROA (%)	PE (x)	PB (x)	EV/EBITDA (x)	
PV GAS (GAS)	Khuyến nghị	MUA	2022A	100,724	17,799	15,066	7,732	70.6	31,274	12.9	3.2	26.7	18.7
	GMT (đồng)	79,300	2023A	89,954	12,906	11,793	5,053	(34.6)	27,887	14.7	2.7	18.7	13.8
	Thị giá	68,500	2024F	104,058	12,136	10,704	4,587	(9.2)	26,336	15.5	2.7	16.9	12.3
	Vốn hóa	160,239	2025F	114,541	12,651	11,151	4,778	4.2	27,971	14.9	2.6	17.6	12.7
	(tỷ đồng)		2026F	120,522	13,958	12,223	5,237	9.6	30,051	13.6	2.4	18.1	13.2
PV Drilling (PVD)	Khuyến nghị	MUA	2022A	5,432	67	(155)	(185)	24,896	(0.8)	(0.7)	11.1	1.3	175.7
	GMT (đồng)	28,600	2023A	5,804	759	546	1,051	26,354	4.1	2.6	27.0	1.0	19.4
	Thị giá	24,050	2024F	8,930	1,261	640	1,184	27,375	4.4	2.9	23.0	1.0	11.7
	Vốn hóa	13,313	2025F	7,923	1,252	705	1,283	28,530	4.6	3.1	20.9	0.9	11.8
	(tỷ đồng)		2026F	9,642	1,819	1,107	1,990	30,361	6.8	4.9	13.3	0.9	8.1
CNG Vietnam (CNG)	Khuyến nghị	NĂM GIỮ	2022A	4,185	150	118	4,356	21,014	21.6	9.8	11.1	1.3	2.0
	GMT (đồng)	-	2023A	3,112	117	110	3,142	17,169	18.8	9.1	11.3	2.1	5.3
	Thị giá	31,500	2024F	3,464	128	105	2,993	18,726	16.7	8.4	11.9	1.9	4.8
	Vốn hóa	1,085	2025F	4,184	152	124	3,544	20,555	18.0	8.5	10.0	1.7	4.1
	(tỷ đồng)		2026F	4,478	159	130	3,710	22,470	17.2	8.0	9.6	1.6	3.9

Nguồn: Bloomberg, KIS Research ước tính

Bảng 2: Dự phóng KQKD 2025F, danh sách theo dõi của KIS

(tỷ đồng, %, đpt)

	Doanh thu		LNST	
	2025F	n/n	2025F	n/n
GAS	114,541	10	11,145	4
PVD	7,923	(11)	705	10
CNG	4,184	21	124	18
Danh sách theo dõi của KIS	126,648	9	11,974	5

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

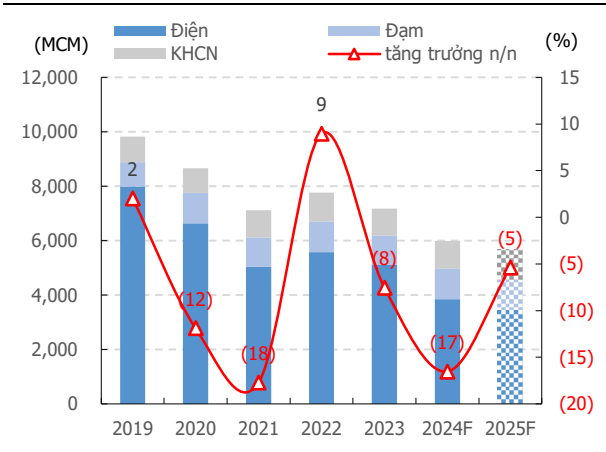
II. Khí nội địa tiếp tục giảm:

1. Nhu cầu yếu từ nhà máy điện

Tiêu thụ khí khô nội địa giảm dần dắt bởi nhóm khách hàng điện

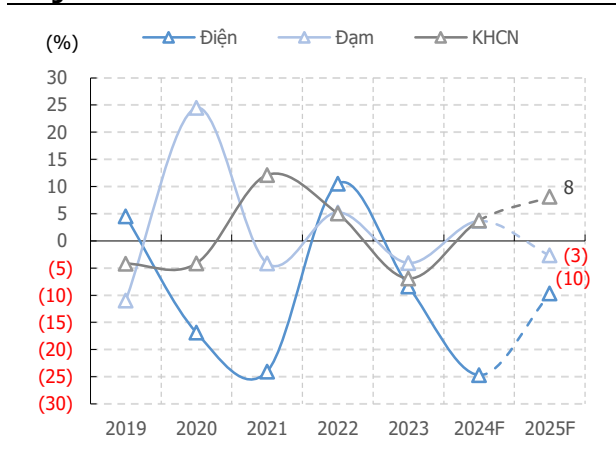
Theo ước tính của GAS, tổng sản lượng khí khô nội địa năm 2024 (không bao gồm LNG) đạt 6 BCM (-11% n/n), chủ yếu do nhu cầu yếu từ khách hàng điện (-25% n/n, theo ước tính của chúng tôi) khi hệ số công suất của điện khí giảm mạnh. Ngược lại, khí khô cho khách hàng đạm và KHCN có thể đã tăng 4% n/n.

Hình 1. Tiêu thụ khí khô theo nhóm khách hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 2. Tăng trưởng tiêu thụ khí khô theo nhóm khách hàng



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Chúng tôi dự báo tiêu thụ khí khô nội địa có thể giảm 5% n/n, đạt 5.7 BCM vào năm 2025F (Hình 1), trong đó, nhu cầu từ khách hàng ngành điện có thể giảm và tiếp tục là yếu tố chính, trong khi tiêu thụ từ KHCN có thể tăng, cụ thể:

2025F: Khí khô nội địa tiếp tục giảm do nhu cầu thấp của khách hàng điện

- Tiêu thụ của khách hàng điện**

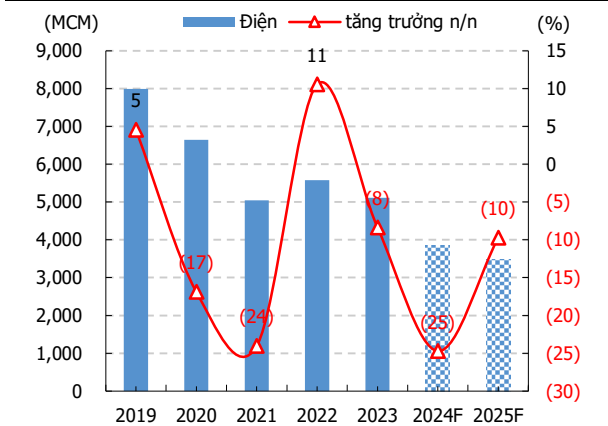
Trong năm 2025F, chúng tôi dự báo tiêu thụ khí thiên nhiên nội địa tại các nhà máy điện có thể giảm 10% n/n, xuống còn 3.5 BCM (Hình 3). Dự báo này đồng pha với kỳ vọng của chúng tôi rằng hệ số công suất của các nhà máy điện khí (không bao gồm NT3&4) có thể giảm xuống còn 28% (so với 2024F: 32%), do:

- (1) *Huy động thủy điện xu hướng cải thiện đến 1H25F* dưới ảnh hưởng của La Nina và trạng thái trung tính (Neutral).
- (2) *Các hợp đồng BOT của Phú Mỹ 3 (hết hạn vào tháng 3/2024) và Phú Mỹ 2.2 (hết hạn vào tháng 2/2025) kết thúc*, dẫn đến việc EVN không còn nghĩa vụ mua điện từ các nhà máy này. Do đó, sản lượng từ Phú Mỹ 3 (tiêu thụ 0.8 BCM mỗi năm) và Phú Mỹ 2.2 (tiêu thụ 0.76 BCM mỗi năm) có thể giảm mạnh trong năm 2025F và thậm chí có thể về mức 0 vào những lúc thấp điểm.
- (3) *Thay thế trực tiếp bởi các nhà máy điện khí LNG NT3&4*. EVN có nghĩa vụ mua điện từ NT3&4 theo Qc của PPA,

do đó EVN sẽ ưu tiên huy động từ NT3&4 hơn các nhà máy điện khí khác.

- (4) Giá khí đầu vào cao hơn do khả năng cấp khí thấp hơn có thể làm tăng giá điện đầu ra và giảm nhu cầu của EVN đối với việc huy động từ các nhà máy điện khí.

Hình 3. Khí khô nội địa cho khách hàng điện có thể giảm 10% n/n trong 2025F



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 4. Hệ số công suất của NMD khí dự phóng chỉ đạt 28% trong 2025F

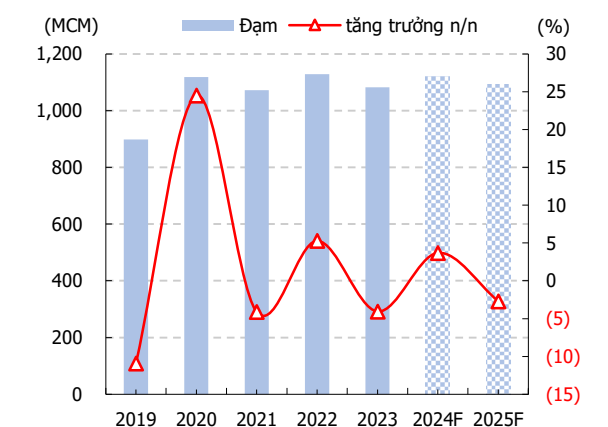
cf	2021	2022	2023	2024F	2025F
Hydro power	42%	49%	38%	45%	49%
Coal fired	58%	48%	57%	57%	62%
Gas-fired (domestic sources)	42%	47%	43%	32%	28%
LNG-fired (NT3&4)	N/A	N/A	N/A	N/A	45%
Renewables	19%	19%	20%	20%	20%

Nguồn: EVN, KIS Research ước tính

• **Tiêu thụ của khách hàng đạm**

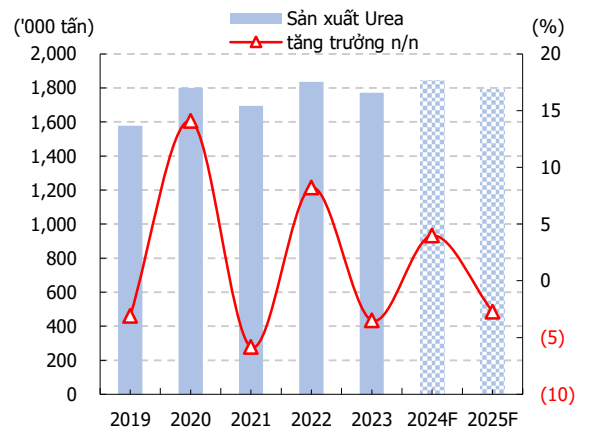
Trong năm 2025F, khí cung cấp cho các nhà sản xuất phân đạm ure có thể ổn định ở mức 1.1 BCM, do chúng tôi kỳ vọng sản lượng ure sẽ duy trì ổn định nhờ triển vọng kinh tế khả quan trong năm 2025F (Hình 5, 6).

Hình 5. Khí khô cho sản xuất đạm có thể ổn định ...



Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 6. ... do kỳ vọng sản xuất đạm vẫn tốt trong 2025F



Nguồn: Dữ liệu công ty, PVN, KIS Research ước tính

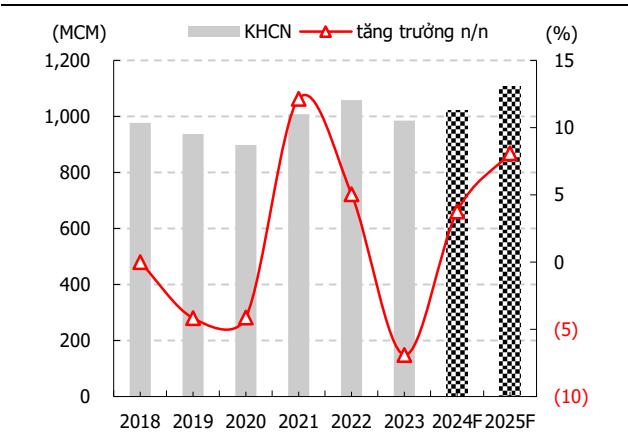
• **Tiêu thụ của KHCN**

Trong 3Q24, khí khô cung cấp cho các nhà sản xuất công nghiệp đã tăng 6% n/n (9T24: +1.3% n/n, Hình 8) sau 6 quý tri trệ, chúng tôi cho rằng là tín hiệu tích cực cho sự phục hồi. Các nhà sản xuất thép, một trong những khách hàng sử dụng khí lớn, đã ghi nhận mức tăng trưởng sản xuất 5.7% trong

2025F: năm phục hồi của sản lượng khí KHCN

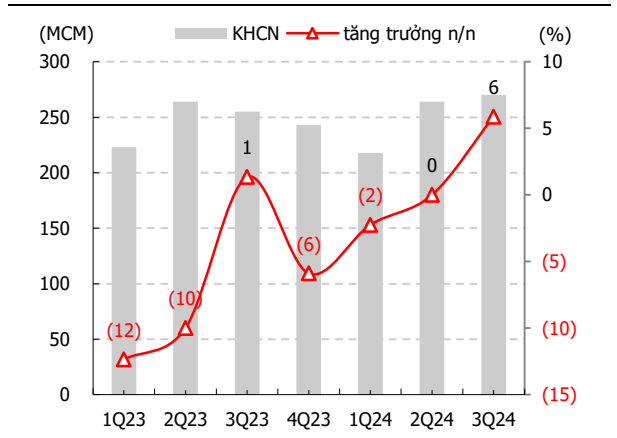
9T24 (Hình 9). Sản xuất công nghiệp nói chung, được phản ánh qua chỉ số MPMI, cũng cho thấy sự bền bỉ trong suốt 10T24 ở mức trên 50, ngoại trừ tháng 9 do ảnh hưởng của cơn bão Yagi (Hình 10). Tuy nhiên, yếu tố bất lợi là sản lượng của khách hàng ngành gạch ốp lát, với doanh thu trong 3Q24 vẫn chậm lại ở mức -4% n/n, nhưng biên độ giảm đã thu hẹp (9T24: -5% n/n, Hình 11). Điều này có thể xuất phát từ sự cạnh tranh gay gắt với các nhà sản xuất gạch nước ngoài và thị trường bất động sản trì trệ. Tổng thể, chúng tôi cho rằng KHCN đã vượt qua giai đoạn khó khăn nhất từ 3Q24 và dự báo sản lượng khí khô có thể tăng 8% n/n vào năm 2025F.

Hình 7. Tiêu thụ khí của KHCN có thể bật tăng 8% n/n



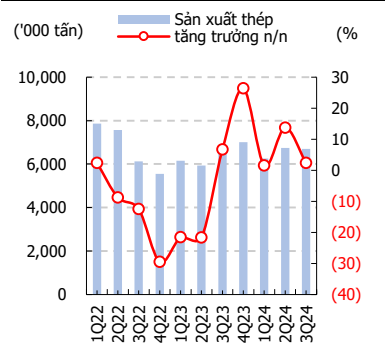
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

Hình 8. Sản lượng tăng 6% n/n trong 3Q24 sau khoảng thời gian trì trệ có thể là tín hiệu qua đáy của nhu cầu khí KHCN



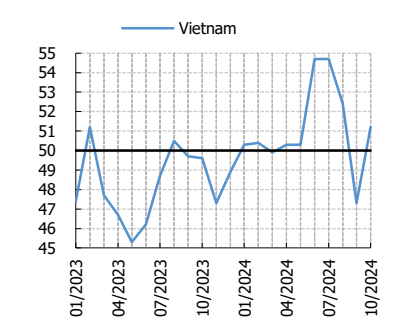
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Hình 9. Sản lượng thép tăng tốt trong 9T24



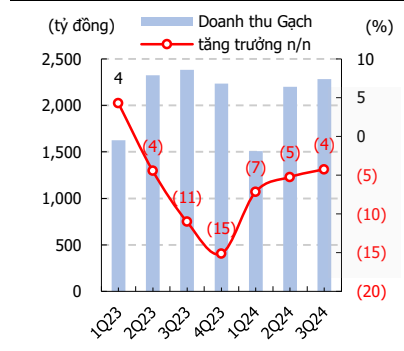
Nguồn: VSA, KIS Research

Hình 10. MPMI cho thấy ngành sản xuất tương đối khỏe mạnh trong 10T24



Nguồn: Bloomberg, KIS Research

Hình 11. Doanh thu ngành Gạch giảm là một điểm bất lợi dù biên độ giảm đã thu hẹp



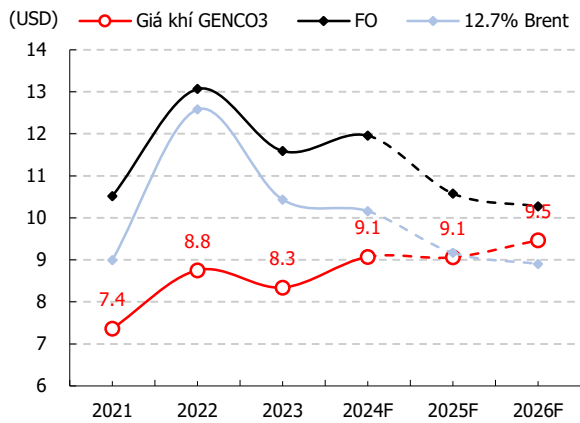
Note: tổng doanh thu phân khúc gạch ốp lát của các doanh nghiệp niêm yết
 Nguồn: KIS Research

2. Khả năng cấp khí giảm có thể ảnh hưởng nhu cầu

Giá khí trung bình cung cấp cho các nhà máy điện (GENCO3) trong 3Q24 đã tăng 5% n/n, đạt mức 9.0 USD/mmBTU, điều này trái ngược với giá FO giảm 10% n/n trong cùng kỳ (Hình 12). Lý do chính là khả năng cấp khí giảm mạnh (Hình 13), dẫn đến tăng huy động khí Sao Vàng – Đại Nguyệt, vốn có giá khí miệng giếng khá cao.

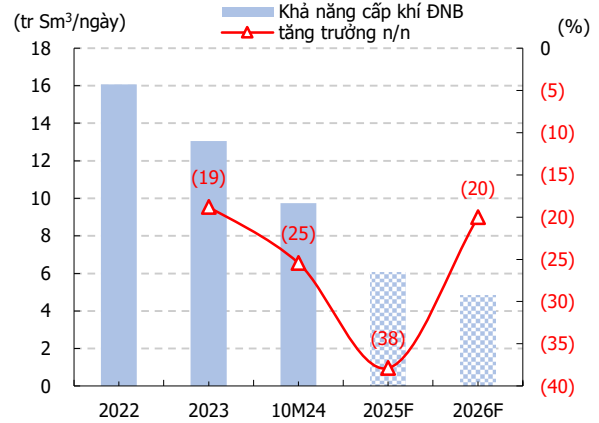
Trong năm 2025F, chúng tôi dự báo khả năng cấp khí tại Đông Nam Bộ sẽ tiếp tục xu hướng giảm và dẫn đến gia tăng tỷ trọng khí từ Sao Vàng – Đại Nguyệt. Do đó, giá khí Đông Nam Bộ có thể tiếp tục duy trì ở mức cao bất chấp biến động giá dầu toàn cầu, điều này sẽ gây áp lực lên nhu cầu khí, đặc biệt là từ khách hàng điện, vì điều này sẽ làm tăng giá điện và có thể làm giảm nhu cầu huy động điện khí của EVN.

Hình 12. Giá khí cho KH điện có thể tiếp tục tăng, bất chấp giá thế giới...



Nguồn: GENCO3, KIS Research ước tính

Hình 13. ... do khả năng cấp khí giảm mạnh

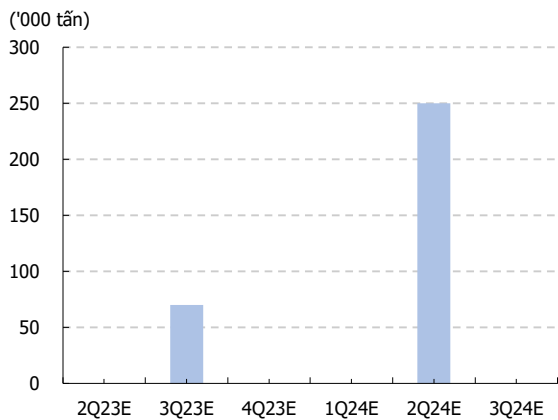


Nguồn: GENCO3, KIS Research ước tính

III. LNG có thể bùng nổ từ 2H25F

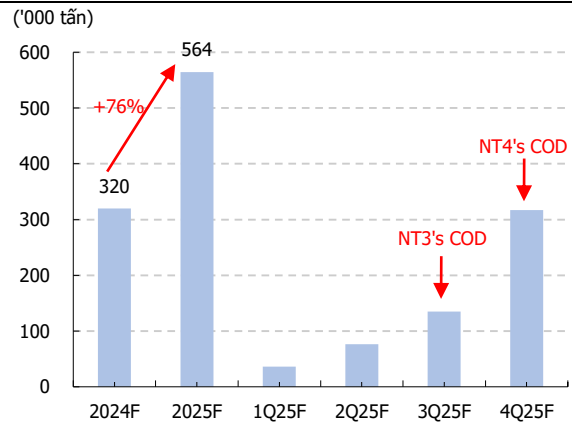
Theo quan sát của chúng tôi, trong 2024, PV GAS chỉ nhập khẩu LNG trong 2Q24 (khoảng 245 nghìn tấn, Hình 14), chủ yếu để phục vụ sản xuất điện khi EVN sử dụng LNG để dự phòng lưới điện trong mùa khô bất chấp chi phí cao. Kể từ đó, PV GAS không nhập khẩu thêm bất kỳ lô LNG nào. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân xuất phát từ giá LNG không thuận lợi và không còn nhu cầu khi mùa khô đã qua. Giá LNG ở châu Á neo cao, trên 12 USD/mmBTU trong 2H24, cao hơn đáng kể so với giá mua vào của GENCO3 dao động từ 8.5-10 USD và giá LNG đầu vào trung bình trước đó của GAS là 9.5 USD/mmBTU.

Hình 14. Sản lượng LNG nhập khẩu



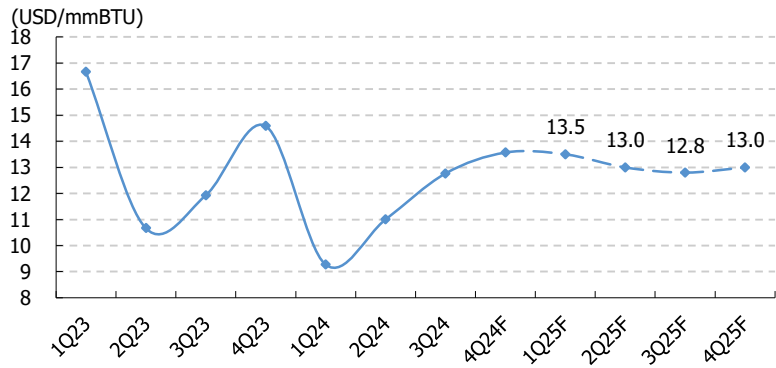
Nguồn: KIS Research ước tính

Hình 15. Sản lượng LNG tiêu thụ dự phóng



Nguồn: KIS Research ước tính

Hình 16. Giá LNG châu Á dự phóng (đồng thuận Bloomberg)



Nguồn: FRED, Bloomberg, KIS Research

Sản lượng LNG có thể bùng nổ trong 2H25F nhờ NT3&4

Theo POW, tiến độ xây dựng tại NT3&4 đã đạt 94% và dự kiến sẽ chạy thử từ nay đến hết 1H25. NT3&4 sẽ lần lượt vận hành thương mại vào tháng 6 và tháng 9 năm 2025, chậm 4 tháng so với kế hoạch trước đó (vào tháng 2 và tháng 5 năm 2025). Vào ngày 4/10, POW và EVNEPTC cũng đã ký PPA cho NT3&4, nhưng Qc vẫn chưa được xác định. Chúng tôi cho rằng Qc có thể ở mức 40-70% và GSA có thể được hoàn tất trong 1H25F với sản lượng bao tiêu (take-or-pay) tương ứng.

Trong năm 2025F, chúng tôi dự báo sản lượng LNG sẽ đạt 0.7-0.8 BCM (~530-600 nghìn tấn, Hình 15). Sản lượng có thể tăng mạnh từ 2H25F sau khi NT3&4 lần lượt vận hành thương mại (COD) vào tháng 6 và tháng 9 năm 2025.

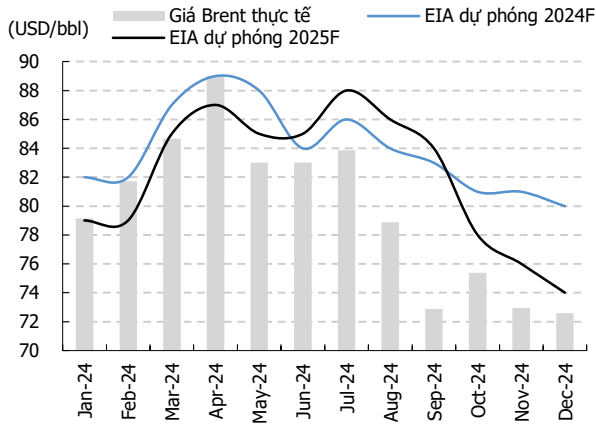
IV. E&P: áp lực gia tăng khi triển vọng giá dầu hạ nhiệt

Kể từ tháng 8, dự báo giá dầu cho năm 2025F đã bị điều chỉnh giảm, chủ yếu do giảm kỳ vọng đối với nhu cầu của Trung Quốc và Mỹ. Cả EIA và OPEC vẫn duy trì triển vọng tích cực về nhu cầu dầu trong năm 2025F, với dự báo tăng trưởng lần lượt là +1.2 và +1.5 mb/d (triệu thùng mỗi ngày). Tuy nhiên, EIA dự báo tăng trưởng cung cấp có thể vượt trội ở mức +2.0 mb/d, trong đó nguồn cung từ OPEC dự báo tăng +0.4 mb/d và các quốc gia ngoài OPEC sản xuất thêm +1.6 mb/d trong năm 2025F.

Thị trường kỳ vọng giá dầu yếu hơn trong năm 2025F

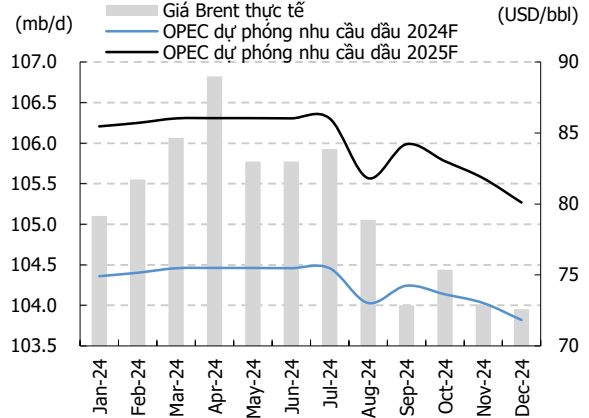
EIA hiện duy trì dự báo giá Brent năm 2025F giảm -6.2% n/n, xuống còn 76 USD/thùng, điều này hoàn toàn trái ngược so với dự báo của họ vào tháng 7 là tăng +2.4% n/n (88 USD/thùng). Dự báo đồng thuận từ Bloomberg cho năm 2025F hiện tại là 73.3 USD/thùng, giảm -8.4% n/n (xem thêm các dự báo từ các tổ chức khác trong Bảng 3).

Hình 17. EIA đảo ngược dự phóng giá dầu từ tháng 10



Note: Số dự phóng giá dầu thu thập từ các báo cáo STEO hàng tháng của EIA
 Nguồn: EIA, Bloomberg, KIS Research

Hình 18. OPEC cắt giảm dự phóng nhu cầu dầu, nhưng vẫn kỳ vọng tăng trưởng trong 2025F



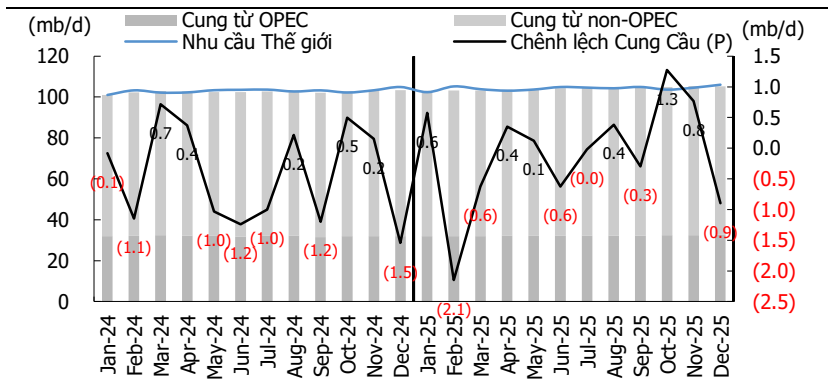
Note: Số dự phóng nhu cầu dầu thu thập từ các báo cáo MOMR của OPEC
 Nguồn: OPEC, Bloomberg, KIS Research

Bảng 3. Giá dầu dự phóng và luận điểm của một số tổ chức trên thế giới

Tổ chức	Dự phóng 2025F (USD/bbl)	Thay đổi n/n (% vs 2024E: 80)	Ngày dự phóng	Luận điểm chính
Morgan Stanley	70	(12.5)	5-Dec	- Ngân hàng này cắt ước tính sản lượng sản xuất của OPEC-9 sau khi OPEC+ gia hạn biện pháp giảm sản lượng tự nguyện 2.2 mb/d. - Dự thừa nguồn cung có thể ở mức +0.8 mb/d.
JP Morgan Chase	73	(8.8)	19-Dec	- Những chính sách có khả năng làm tăng giá dầu như gây áp lực lên Iran, Venezuela, Nga có thể không được ông Trump ưu tiên so với việc giữ giá năng lượng thấp. - Giả định OPEC sản xuất ở mức hiện tại trong suốt 2025.
EIA	74	(7.5)	10-Dec	- Sản xuất dầu khí toàn thế giới có thể tăng +1.6mb/d, và 90% tăng trưởng sản lượng đến từ các nước non-OPEC. - Nhập khẩu dầu thô ròng của Mỹ có thể giảm 20% n/n, thấp nhất kể từ 1971. - Thị trường dầu có thể khá cân bằng, khiến giá dầu trong năm 2025F giống với mức hiện tại
Goldman Sachs	76	(5.0)	6-Dec	- Sản lượng dầu thô của Saudi Arabia có thể tăng lên 9.25mb/d vào cuối 2025, và OPEC+ tăng sản lượng từ tháng 7. - Dự thừa nguồn cung có thể thấp ở +0.4mb/d do tăng cung (từ Mỹ, Canada và Na Uy) gần như được bù đắp bởi sự giảm sản lượng của OPEC và Nga.
Barclays	83	3.8	16-Dec	- Sự bùng nổ của thị trường dầu có thể đã bị thổi phồng quá mức. - OPEC có thể chơi "trò chơi chờ đợi", gia hạn các biện pháp cắt sản lượng. - Thặng dư thị trường thấp ở mức +0.37mb/d.
Đồng thuận Bloomberg (trung vị dự phóng)	73.25	(8.4)	26-Dec	- N/A.

Nguồn: Truyền thông đại chúng, EIA, Bloomberg, KIS Research

Hình 19. EIA dự phóng cung dầu có thể vượt trội nhu cầu trong 2025F

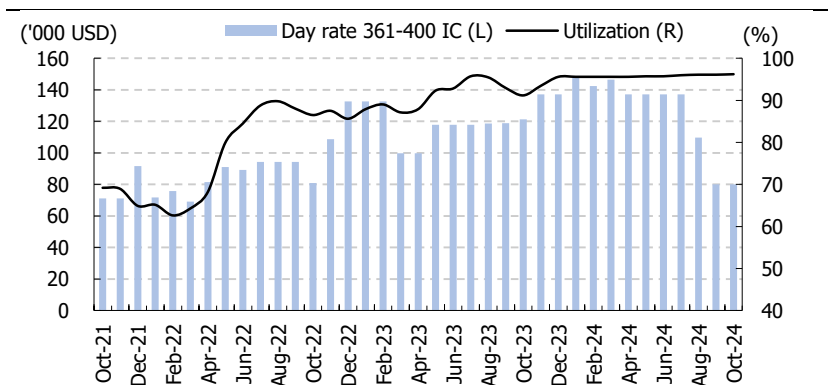


Nguồn: EIA (Dec STEO report), KIS Research

Giá thuê ngày (day rate) giàn khoan tự nâng ở Đông Nam Á đã giảm mạnh trong tháng 8 và tháng 9, xuống còn 110,000 USD và 80,000 USD sau 9 tháng liên tiếp duy trì trên mức 135,000 USD (361-400 IC, Hình 20), chủ yếu do các yếu tố sau:

- (1) Ba (03) hợp đồng mới cho giàn khoan tự nâng với giá thuê ngày thấp, bao gồm COSLSeeker, Valaris và Baltic. COSLSeeker, giàn khoan được ARAMCO giải phóng vào đầu năm 2024, đã ký hợp đồng 3 năm (với tùy chọn gia hạn thêm 2 năm) với day rate 88,000 USD. Giàn Valaris JU-106 khoan với day rate 85,000 USD; và Baltic, một giàn khoan tự nâng 41 năm tuổi, với day rate thấp, cũng khoan cho Petronas từ tháng 7.
- (2) Dư thừa giàn khoan tự nâng trên thị trường đạt đỉnh vào tháng 9 trong khi giá dầu sụt giảm có thể đã tạo lợi thế đàm phán cho bên sử dụng giàn khoan (Hình 20).

Hình 20. Day rate khu vực ĐNÁ giảm, nhưng tỷ lệ sử dụng duy trì cao



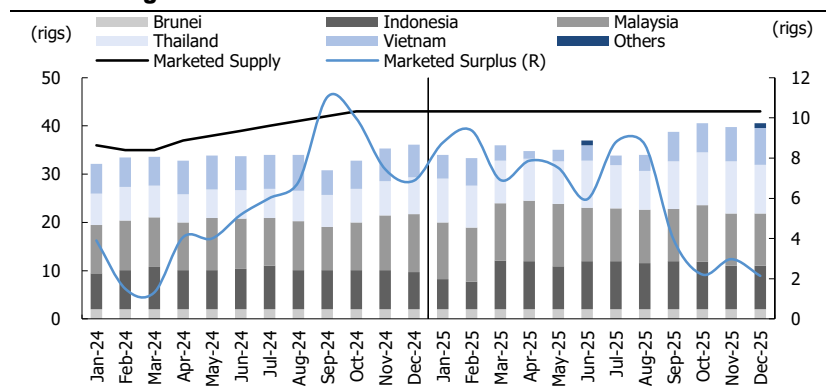
Nguồn: S&P Global (dữ liệu thu thập 15/10), KIS Research

Jack-up day rate khu vực ĐNÁ có thể chịu áp lực do dư cung giàn khoan neo cao

Trong năm 2025F, chúng tôi dự báo hoạt động E&P tại Đông Nam Á (ĐNÁ) sẽ tiếp tục sôi động, được thúc đẩy bởi các kế hoạch đầu tư mạnh mẽ từ các quốc gia trong khu vực. Do đó, chúng tôi kỳ vọng yếu tố day rate sẽ dẫn dắt triển vọng của phân khúc này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng triển vọng giá dầu kém tích cực có thể gây áp lực lên giá dịch vụ thượng nguồn. Hơn nữa, có rủi ro rằng các giàn khoan từ các

khu vực trọng điểm (ví dụ như Trung Đông) có thể bị phóng thích trong trường hợp các nhà sản xuất dầu lớn hoãn kế hoạch khai thác, điều này có thể làm gia tăng tính cạnh tranh tại các khu vực khác như ĐNÁ. SP Global cũng dự báo dư thừa giàn khoan tự nâng (ĐNÁ) có thể duy trì ở mức cao đến hết 8T25 trước khi hạ nhiệt, điều này sẽ là bất lợi cho day rate trong năm 2025F. Những tin tức này có thể tạo ra tâm lý tiêu cực cho PVD, nhưng chúng tôi cho rằng công ty có thể giảm thiểu rủi ro này vì công ty chủ yếu tham gia các hợp đồng dài hạn với mức giá thuê ngày cố định và đã chốt được lịch khoan dày đặc trong suốt năm 2025F.

Figure 21. Rig demand could pick up in 2025F, but marketed surplus could be high in 8M25



Nguồn: S&P Global (dữ liệu thu thập 15/10), KIS Research

V. Rủi ro cần xem xét

Rủi ro: Khẩu hiệu “drill, baby, drill” của ông Trump có thể làm triển vọng giá dầu xấu hơn

Trong năm 2025F, nếu nền kinh tế thế giới (phản ánh qua tăng trưởng kinh tế của Mỹ và Trung Quốc) không đạt như kỳ vọng, dự báo giá dầu có thể bị điều chỉnh giảm thêm. Bên cạnh đó, chúng tôi lưu ý rằng việc Tổng thống đắc cử Trump thúc đẩy sản xuất năng lượng có thể dẫn đến gia tăng khai thác dầu thượng nguồn, bao gồm đảo ngược các sáng kiến khí hậu của Biden và dỡ bỏ lệnh cấm fracking. Vì Mỹ là một quốc gia xuất khẩu dầu ròng lớn, việc Trump thực hiện đúng cam kết của mình có thể dẫn đến bùng nổ nguồn cung dầu và gây áp lực lên giá dầu toàn cầu.

Do nhận thấy triển vọng giá dầu yếu hơn trong năm 2025F, chúng tôi muốn nhấn mạnh rủi ro giảm giá bán với CNG (CNG Việt Nam) và GAS (Petro Vietnam Gas), điều này có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của các công ty này. Hơn nữa, giá thuê ngày của PVD có thể chịu áp lực, nhưng chúng tôi tin rằng công ty có thể giảm thiểu rủi ro này, vì vậy chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của PVD.

Phân tích doanh nghiệp

Petro Vietnam Gas	GAS
CNG Vietnam	CNG
PV Drilling	PVD

Petro Vietnam Gas (GAS)

MUA (Duy trì), GMT: 79,300 đồng

		Năm	DT	LNHD	LNST	EPS	% Thay đổi	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
		T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Giá CP (26/12, đồng)	68,500	2022A	100,724	17,799	15,066	7,732	70.6	31,274	12.9	3.2	26.7	18.7	3.0
Vốn hóa (triệu USD)	6,310	2023A	89,954	12,906	11,793	5,053	(34.6)	27,887	14.7	2.7	18.7	13.8	4.0
SLCP lưu hành (mn)	2,343	2024F	104,058	12,136	10,704	4,587	(9.2)	26,336	15.5	2.7	16.9	12.3	8.3
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	77,353/66,888	2025F	113,279	12,643	11,145	4,775	4.1	27,968	14.9	2.6	17.6	12.7	4.1
GTGD TB 6T (triệu USD)	2.91	2026F	119,754	13,943	12,202	5,229	9.5	30,040	13.6	2.4	18.0	13.2	4.1
Tỷ lệ CP tự do (%)	4.2/1.8												
Cổ đông lớn (%)													
PVN	95.76												

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Chờ đợi GSA với Nhơn Trạch 3&4

LPG dẫn dắt KQKD 9T24: Doanh thu 9T24 của GAS đạt 78.6 nghìn tỷ VND (+17% n/n), được thúc đẩy bởi sự tăng trưởng doanh thu từ LPG (40.8 nghìn tỷ VND, +46% n/n). Lợi nhuận gộp (GP) tăng chậm hơn, chỉ 6% n/n, vì lợi nhuận gộp từ khí khô giảm. Biên lợi nhuận gộp (GM) đạt 17.3%, giảm 1.8 điểm phần trăm so với năm trước, do đóng góp ít hơn của phần biên lợi nhuận dày. LNST 9T24 giảm 5% n/n, xuống còn 8.54 nghìn tỷ VND, khi chi phí quản lý tăng mạnh 96% n/n, do gia tăng dự phòng nợ xấu đối với các khoản phải thu tại các nhà máy điện của PV Power (POW). Trong năm 2024F, chúng tôi ước tính doanh thu đạt tổng cộng 104.1 nghìn tỷ VND (+16% n/n), GM đạt 15.9% và LNST đạt 10.7 nghìn tỷ VND (-9% n/n).

Bảng 3. Dự phóng kết quả kinh doanh của GAS

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F	2025F		Đồng thuận	
				n/n	n/n	2025F	n/n
Doanh thu	25,696	30,146	55,842	5	114,541	100,739	4
Khí tự nhiên	8,711	12,984	21,695	(6)	46,380	12	
LPG	14,949	14,949	29,897	12	59,795	8	
Vận chuyển khí	531	689	1,220	2	2,171	(6)	
Khác	1,505	1,525	3,030	24	6,196	17	
Lợi nhuận gộp	3,707	5,267	8,974	(5)	18,179	18,486	1
LNST	2,732	3,967	6,699	(10)	13,847	14,112	2
LNST	2,204	3,204	5,409	(9)	11,145	12,376	7

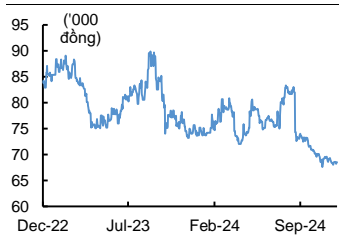
LNG và LPG dẫn dắt tăng trưởng lợi nhuận 2025F: Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh năm 2025F sẽ bền bỉ bất chấp tiêu thụ khí khô giảm, nhờ vào việc bù đắp lợi nhuận từ LNG và LPG. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2025F đạt 114.5 nghìn tỷ VND (+10% n/n) và LNST tăng trưởng đạt 11.1 nghìn tỷ VND (+4.1% n/n):

- LPG:** Chúng tôi dự báo tổng sản lượng LPG sẽ tăng 10% n/n nhờ đẩy mạnh hoạt động giao dịch LPG quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp từ LPG sẽ đạt 9%, và LPG có thể đóng góp 30% vào lợi nhuận gộp của GAS trong năm 2025F.
- LNG:** Chúng tôi dự báo LNG sẽ phát triển mạnh mẽ trong 2H25F khi NT3 vận hành thương mại vào tháng 6 và NT4 vào tháng 9. Chúng tôi cho rằng GAS sẽ thu lợi nhuận chủ yếu từ phí lưu trữ, tái hoá và vận chuyển, với mức phí ước tính từ 3-3.2 USD/mmBTU trong năm 2025F.
- Khí khô nội địa:** Chúng tôi dự báo sản lượng khí khô nội địa sẽ giảm 5% n/n, do nhu cầu từ khách hàng điện giảm (-10% n/n) trong bối cảnh

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(1.6)	(1.4)	(1.3)
Tương quan VNI (%)	(4.2)	(3.4)	(17.0)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

cảnh (1) huy động thủy điện mạnh, (2) hết hạn các hợp đồng BOT tại các nhà máy điện Phú Mỹ 2.2 và Phú Mỹ 3, (3) sự thay thế trực tiếp bằng điện khí LNG và (4) giá khí đầu vào tăng (như đã trình bày ở phần II)

Ngoài ra, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ tiếp tục gia tăng dự phòng đối với các khoản phải thu quá hạn tại các nhà máy điện của POW, điều này sẽ làm tăng chi phí quản lý và trực tiếp làm giảm biên lợi nhuận ròng. Chúng tôi dự báo SG&A sẽ duy trì ở mức cao 5.3 nghìn tỷ VND (tương đương dự báo 2024F).

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu là **79,300 VND/cổ phiếu** (đã điều chỉnh cổ tức 6,000 VND), cho chiến lược đầu tư dài hạn, dựa trên tiềm năng của phân khúc LNG từ năm 2025F và Lô B từ năm 2028F. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên sự kết hợp giữa định giá hệ số P/E (30%; với tỷ lệ P/E mục tiêu là 18x) và định giá DCF (70%; với lãi suất phi rủi ro: 4.5%, beta: 1.0, phần bù rủi ro vốn chủ: 8.0% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn: 2%).

Rủi ro: (1) Giá dầu thấp có thể ảnh hưởng đến giá bán khí của GAS và (2) sự trì hoãn liên quan đến các dự án quan trọng như Lô B – Ô Môn và GSA với NT3&4.

Chi phí VCSH - giả định

Chỉ tiêu	
Beta	1.0
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Phần bù rủi ro VCSH	8.0%
Chi phí VCSH	12.5%

Nguồn: KIS Research

WACC - giả định

Chỉ tiêu	
Chi phí sử dụng vốn vay	5.5%
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	21.6%
Thuế TNDN	20.0%
WACC	10.75%

Nguồn: KIS Research

FCFF 2025-29F

FCFF	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F
LNST-CTM	10,948	12,002	11,311	12,398	14,260
cộng: khấu hao	2,804	2,932	3,054	5,857	5,929
trừ: capex	(1,265)	(7,269)	(7,207)	(3,668)	(831)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(1,525)	(1,055)	(468)	(730)	(1,030)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(329)	(361)	(340)	(373)	(429)
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	241	338	559	531	331
Dòng tiền tự do cho DN	10,873	6,587	6,908	14,015	18,230
GTHT của dòng tiền	9,701	5,251	4,938	8,940	10,305
GTHT của giá trị cuối cùng					120,125

Nguồn: KIS Research

Định giá DCF

Chỉ tiêu	FY2025
Tổng GTHT của dòng tiền HDKD	159,259
WACC	10.75%
Cộng: Tiền mặt	12,083
Trừ: Nợ	(3,557)
Cộng: Đầu tư ngắn hạn	32,722
Đầu tư vào công ty LDLK	377
Giá trị VCSH	197,038
SLCP đang lưu hành (triệu)	2,343
Giá mục tiêu	85,749
Điều chỉnh cổ tức (T9/2024, 60%)	79,749

Nguồn: KIS Research

Định giá PE

Chỉ tiêu	FY2025
Forward EPS 2025F	4,685
PE mục tiêu	18x
Giá mục tiêu	84,321
Điều chỉnh cổ tức (T9/2024, 60%)	78,321

Nguồn: KIS Research

Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
DCF	79,749	70%	55,825
Định giá PE	78,321	30%	23,496
Giá mục tiêu của GAS			79,300

Nguồn: KIS Research

Cân đối kế toán (tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	62,218	61,918	65,529	67,773	68,490
Tiền và tương đương tiền	5,669	6,764	7,445	7,834	7,915
Khoản phải thu	16,865	19,597	21,574	22,705	22,923
Tồn kho	3,945	5,214	6,072	6,743	7,149
Tài sản dài hạn (đ/c)	56,549	55,154	58,083	59,939	60,575
Tài sản cố định	19,532	18,568	16,967	15,439	13,731
Đầu tư tài chính	398	398	398	398	398
Khác	5,607	5,923	6,390	12,562	18,549
Tổng tài sản	87,754	86,807	89,283	96,173	101,168
Người mua trả trước	119	138	152	160	161
Doanh thu chưa thực hiện	1,036	-	-	-	-
Phải trả người bán	7,138	8,257	9,089	9,564	9,663
Khác	5,074	5,870	6,461	6,799	6,869
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	1,605	1,626	1,806	1,918	1,954
Nợ và TP dài hạn	4,271	3,416	2,562	5,820	8,050
Tổng nợ và phải trả	22,456	23,001	24,137	28,539	31,021
VCSH	64,049	60,486	64,241	69,019	73,126
Vốn điều lệ	22,967	22,967	22,967	22,967	22,967
Thặng dư	0	0	0	0	0
Quý khác	24,201	24,201	24,201	24,201	24,201
LN giữ lại	16,880	13,317	17,072	21,850	25,957
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,250	1,420	1,597	1,790	1,973
Tổng VCSH	65,299	61,906	65,838	70,810	75,099

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền hoạt động	13,827	8,368	10,560	12,047	12,061
LN ròng	14,640	13,287	13,843	15,173	14,301
Khấu hao và khấu trừ	3,027	2,695	2,804	2,932	3,054
Tăng vốn lưu động ròng	16,396	14,858	15,482	16,917	16,423
Dòng tiền đầu tư	(11,249)	5,368	199	(5,661)	(5,582)
Tài sản cố định	(1,841)	(1,794)	(1,265)	(7,269)	(7,207)
Tăng đầu tư tài chính	(9,407)	7,161	1,464	1,608	1,625
Dòng tiền tài chính	(7,463)	(14,614)	(7,564)	(3,520)	(4,625)
Tăng vốn chủ	-	-	-	-	-
Tăng nợ	(344)	21	181	112	36
Chi trả cổ tức	(7,120)	(13,780)	(6,890)	(6,890)	(6,890)
Dòng tiền khác	5	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	(4,880)	(878)	3,195	2,866	1,855

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	89,954	104,058	114,541	120,522	121,770
Giá vốn hàng bán	73,029	86,509	96,362	102,556	104,379
Lợi nhuận gộp	16,925	17,549	18,179	17,966	17,392
Chi phí bán hàng & QLDN	4,019	5,413	5,528	4,008	4,050
LN hoạt động	12,906	12,136	12,651	13,958	13,342
Doanh thu tài chính	2,273	1,726	1,600	1,744	1,762
Thu nhập lãi	2,027	1,894	1,638	1,723	1,741
Chi phí tài chính	587	628	435	555	830
Chi phí lãi vay	340	384	299	419	694
LN khác	20	26	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	27	27	27	27	27
LN trước thuế	14,640	13,287	13,843	15,173	14,301
Thuế TNDN	2,846	2,584	2,692	2,950	2,781
LN sau thuế	11,793	10,704	11,151	12,223	11,520
LN ròng cho công ty mẹ	11,606	10,534	10,974	12,029	11,337
EBITDA	18,006	16,367	16,946	18,524	18,048

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	5,053	4,587	4,778	5,237	4,936
BPS	27,887	26,336	27,971	30,051	31,839
DPS	5,843	6,000	3,000	3,000	3,000
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(10.7)	15.7	10.1	5.2	1.0
LN hoạt động	(27.5)	(6.0)	4.2	10.3	(4.4)
LN ròng	(21.7)	(9.2)	4.2	9.6	(5.8)
EPS	(21.6)	(9.2)	4.2	9.6	(5.8)
EBITDA	(27.5)	(6.0)	4.2	10.3	(4.4)
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	14.3	11.7	11.0	11.6	11.0
Biên LN ròng	13.1	10.3	9.7	10.1	9.5
Biên EBITDA	14.3	11.7	11.0	11.6	11.0
ROA	13.8	12.3	12.7	13.2	11.7
ROE	18.7	16.9	17.6	18.1	16.0
Suất sinh lợi cổ tức	4.0	8.3	4.1	4.1	4.1
Tỷ lệ chi trả cổ tức	58	129	62	56	60
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	206	(1,722)	(3,077)	(95)	2,089
Nợ ròng/ VCSH (%)	0	(3)	(5)	(0)	3
Định giá (x)					
PE	14.7	15.5	14.9	13.6	14.4
PB	2.7	2.7	2.6	2.4	2.3
EV/EBITDA	10.9	10.4	10.0	9.0	9.5

CNG Vietnam (CNG)

NĂM GIỮ (Định giá lần đầu)

Giá cp (26/12, đồng)	31,500
Vốn hóa (triệu USD)	43
SLCP lưu hành (triệu)	35
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	37,894/26,391
GTGD TB 6T (triệu USD)	0.34
Tỷ lệ CP tự do (%)	44/2.8
Cổ đông lớn (%)	
PV GAS	56.0
Samarang	4.8
America LLC	4.8

Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	% Thay đổi	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	4,185	150	118	4,356	42.9	21,014	11.1	1.3	21.6	9.8	8.4
2023A	3,112	117	110	3,142	(27.9)	17,169	11.3	2.1	18.8	9.1	2.6
2024F	3,464	128	105	2,993	(4.7)	18,405	11.9	1.9	16.8	8.4	3.4
2025F	4,184	152	124	3,544	18.4	20,076	10.0	1.8	18.4	8.5	3.4
2026F	4,478	159	130	3,710	4.7	21,881	9.6	1.6	17.7	8.0	3.4

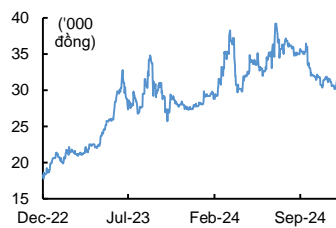
Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

Tín hiệu qua đây

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(0.2)	(0.1)	17.8
Tương quan VNI(%)	(2.8)	(2.1)	2.1

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Những dấu hiệu phục hồi đầu tiên trong 9T24: Sản lượng CNG trong 9T24 đạt 184 triệu Sm³ (-0.8% n/n), trong đó lượng 3Q24 đạt hơn 75 triệu Sm³ (+24% n/n, sau 7 quý liên tiếp tri trệ). Doanh thu 9T24 tăng 4% n/n, đạt 2.46 nghìn tỷ VND. Lợi nhuận gộp đạt 198 tỷ VND (+16% n/n) và biên gộp mở rộng lên 8.1% (9T23: 7.2%) nhờ vào khấu hao thấp hơn. LNST 9T24 tăng 10% lên 73.3 tỷ VND. Chúng tôi dự báo lượng tiêu thụ trong 4Q24F có thể đạt 75 triệu Sm³, tương đương 3Q24 và đánh dấu mức tăng trưởng 22% n/n. Do đó, trong năm 2024F, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 3.46 nghìn tỷ VND (+11% n/n), GM đạt 8.0% và LNST đạt 105 tỷ VND (-5% n/n).

Table 4. Dự phóng kết quả kinh doanh của CNG

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F	2025F		Đồng thuận	
				n/n	n/n	2025F	n/n
Doanh thu	1,013	1,031	2,044	39	4,184	21	N/A
Lợi nhuận gộp	75	75	150	23	306	11	N/A
LNST	36.9	38	74	30	155	18	N/A
LNST	29.5	30	60	30	124	18	N/A

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research ước tính

2025F có thể là năm phục hồi: Chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh lạc quan cho CNG Vietnam trong năm 2025F, với doanh thu đạt 4.2 nghìn tỷ VND (+21% n/n) và LNST đạt 124 tỷ VND (+18% n/n), dựa trên kỳ vọng của chúng tôi rằng:

- Nhu cầu khí của KHCN đã vượt qua giai đoạn khó khăn kể từ 3Q24 và nhu cầu CNG/LNG sẽ phục hồi trong năm 2025F. Chúng tôi dự báo tổng sản lượng đạt 300 triệu Sm³ (+16% n/n) trong năm 2025F, trong đó, sản lượng LNG sẽ đạt 20 triệu Sm³ (~15 nghìn tấn) nhờ vào nguồn cung LNG ổn định hơn tại cảng LNG Thị Vải khi NT3&4 chính thức vận hành trong nửa cuối năm 2025F.*
- GM của công ty có thể đạt 7.2% trong năm 2025F, thấp hơn so với 8.0% trong năm 2024F, do chúng tôi dự báo biên lợi nhuận của CNG sẽ thấp hơn và đóng góp biên lợi nhuận mỏng hơn từ LNG. Trong đó, chúng tôi ước tính GM của CNG có thể đạt 7.5% và LNG có thể đạt 3.6% (tương tự biên của hoạt động phân phối LPG).*

Định giá và khuyến nghị: Mô hình định giá của chúng tôi đề xuất giá trị hợp lý của cổ phiếu CNG là **33,000 VND** (+7% upside), do đó chúng tôi đưa ra xếp hạng lần đầu **NĂM GIỮ** và khuyến nghị đưa CNG vào danh sách theo dõi. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá kết hợp giữa hệ số P/E (30%; tỷ lệ

P/E mục tiêu là 9.7, tương đương với trung bình 3 năm) và DCF (70%; lãi suất phi rủi ro: 4.5%, beta: 1.26, phần bù rủi ro vốn chủ: 8.0% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn: 2%).

Rủi ro: (1) Giá dầu thấp có thể ảnh hưởng đến giá bán của CNG. (2) Giảm khả năng cấp khí thấp có thể ảnh hưởng đến đầu vào của CNG và làm giảm GM của công ty nếu công ty phải bù đắp CNG bằng các nhiên liệu có chi phí cao như LPG. (3) Phân phối LNG có thể không khả thi nếu giá thế giới quá cao.

Chi phí VCSH - giả định

Chỉ tiêu	
Beta	1.26
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Phần bù rủi ro VCSH	8.0%
Chi phí VCSH	14.59%

Nguồn: KIS Research

WACC - giả định

Chỉ tiêu	
Chi phí sử dụng vốn vay	8.0%
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	21.6%
Thuế TNDN	20.0%
WACC	13.17%

Nguồn: KIS Research

FCFF 2025-29F

FCFF	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F
LNST-CTM	124	130	134	138	143
cộng: khấu hao	47	57	68	90	85
trừ: capex	(61)	(63)	(65)	(67)	(69)
(tăng) / giảm vốn lưu động	(42)	(17)	(17)	(16)	(20)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(24)	(25)	(25)	(26)	(27)
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	1	1	1	1	0
Dòng tiền tự do cho DN	45	83	95	119	112
GTHT của dòng tiền	40	63	63	70	57
GTHT của giá trị cuối cùng					580

Nguồn: KIS Research

Định giá DCF

Chỉ tiêu	FY2025
Tổng GTHT của dòng tiền HDKD	874
WACC	13.17%
Cộng: Tiền mặt	315
Trừ: Nợ	(44)
Cộng: Đầu tư ngắn hạn	50
Đầu tư vào công ty LDLK	0
Giá trị VCSH	1,195
SLCP đang lưu hành (triệu)	35
Giá mục tiêu	34,042
Điều chỉnh cổ tức (T10/2024, 12%)	32,842

Nguồn: KIS Research

Định giá PE

Chỉ tiêu	FY2025
Forward EPS (2025F)	3,544
PE mục tiêu (bình quân ~3 năm)	9.7x
Giá mục tiêu	34,414
Điều chỉnh cổ tức (T10/2024, 12%)	33,214

Nguồn: KIS Research

Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
DCF	32,842	70%	22,990
Định giá PE	33,214	30%	9,964
Giá mục tiêu của CNG			33,000

Nguồn: KIS Research

Cân đối kế toán

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	961	1,122	1,345	1,436	1,528
Tiền và tương đương tiền	317	315	381	408	434
Khoản phải thu	474	671	811	867	925
Tồn kho	74	75	91	98	105
Tài sản dài hạn (đ/c)	644	806	964	1,029	1,094
Tài sản cố định	160	184	199	206	203
Đầu tư tài chính	-	-	-	-	-
Khác	37	38	39	40	40
Tổng tài sản	1,159	1,343	1,583	1,682	1,771
Người mua trả trước	-	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	447	497	600	643	685
Khác	60	67	81	86	92
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	23	25	29	30	31
Nợ và TP dài hạn	25	13	10	10	10
Tổng nợ và phải trả	556	603	722	771	820
VCSH	603	646	705	768	834
Vốn điều lệ	351	351	351	351	351
Thặng dư	2	2	2	2	2
Quỹ khác	122	122	122	122	122
LN giữ lại	128	172	230	294	360
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Tổng VCSH	603	646	705	768	834

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền hoạt động	48	(18)	101	140	154
LN ròng	138	131	155	163	167
Khấu hao và khấu trừ	76	36	47	57	68
Tăng vốn lưu động ròng	199	165	199	216	231
Dòng tiền đầu tư	(35)	(26)	(56)	(58)	(60)
Tài sản cố định	(55)	(60)	(61)	(63)	(65)
Tăng đầu tư tài chính	20	34	5	5	5
Dòng tiền tài chính	(76)	(52)	(41)	(41)	(41)
Tăng vốn chủ	-	-	-	-	-
Tăng nợ	(23)	3	4	1	1
Chi trả cổ tức	(54)	(42)	(42)	(42)	(42)
Dòng tiền khác	0	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	(63)	(96)	3	41	53

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	3,112	3,464	4,184	4,478	4,774
Giá vốn hàng bán	2,847	3,186	3,878	4,159	4,444
Lợi nhuận gộp	265	278	306	319	330
Chi phí bán hàng & QLDN	148	150	154	160	167
LN hoạt động	117	128	152	159	163
Doanh thu tài chính	11	5	5	5	5
Thu nhập lãi	11	5	5	5	5
Chi phí tài chính	5	2	1	1	1
Chi phí lãi vay	5	2	1	1	1
LN khác	16	-	-	-	-
Lãi (lỗ) từ LD&LK	-	-	-	-	-
LN trước thuế	138	131	155	163	167
Thuế TNDN	28	26	31	33	33
LN sau thuế	110	105	124	130	134
LN ròng cho công ty mẹ	110	105	124	130	134
EBITDA	219	170	203	221	236

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	3,142	2,993	3,544	3,710	3,809
BPS	17,169	18,405	20,076	21,881	23,766
DPS	-	1,200	1,200	1,200	1,200
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	(25.6)	11.3	20.8	7.0	6.6
LN hoạt động	(22.2)	10.0	18.4	4.3	2.5
LN ròng	(6.2)	(4.7)	18.4	4.7	2.6
EPS	(6.2)	(4.7)	18.4	4.7	2.6
EBITDA	(22.2)	10.0	18.4	4.3	2.5
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4
Biên LN ròng	3.5	3.0	3.0	2.9	2.8
Biên EBITDA	3.8	3.7	3.6	3.5	3.4
ROA	9.1	8.4	8.5	8.0	7.7
ROE	18.8	16.8	18.4	17.7	16.7
Suất sinh lợi cổ tức	2.6	3.4	3.4	3.4	3.4
Tỷ lệ chi trả cổ tức	29.4	40.1	33.9	32.3	31.5
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(269)	(277)	(342)	(368)	(394)
Nợ ròng/ VCSH (%)	(45)	(43)	(49)	(48)	(47)
Định giá (x)					
PE	11.3	11.9	10.0	9.6	9.3
PB	2.1	1.9	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	5.3	4.8	4.1	3.9	3.8

PV Drilling (PVD)

MUA (Duy trì), GMT: 28,600 đồng

Giá cp (26/12, đồng)	24,050
Vốn hóa (triệu USD)	526
SLCP lưu hành (triệu)	556
Cao/ Thấp 52 tuần (đồng)	34,900/23,100
GTGD TB 6T (triệu USD)	3.53
Tỷ lệ CP tự do (%)	47/11
Cổ đông lớn (%)	
PVN	50.41
PYN Elite Fund	4.95
CTBC Vietnam Equity Fund	4.95

Năm	DT	LNHĐ	LNST	EPS	% Thay đổi	BPS	PE	P/B	ROA	ROE	DY
T12	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(tỷ đồng)	(đồng)	(n/n)	(đồng)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
2022A	5,432	67	(155)	(185)	(499.0)	24,896	11.1	1.3	(0.8)	(0.7)	-
2023A	5,804	759	546	1,051	N/A	26,354	27.0	1.0	4.1	2.6	-
2024F	8,930	1,261	640	1,184	12.6	27,375	23.0	1.0	4.4	2.9	-
2025F	7,923	1,252	705	1,283	8.4	28,530	20.9	0.9	4.6	3.1	-
2026F	9,642	1,819	1,107	1,990	55.1	30,361	13.3	0.9	6.8	4.9	-

Nguồn: Dữ liệu công ty, KIS Research

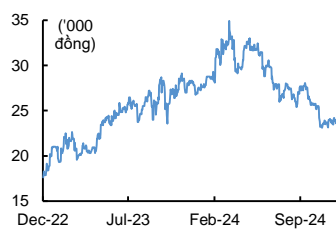
Lịch khoan dày đặc trong 2025F và xa hơn

Tăng trưởng mạnh mẽ trong suốt năm 2024: Trong 9T24, doanh thu của PVD tăng mạnh 61% n/n, đạt 6.48 nghìn tỷ VND nhờ vào lịch trình khoan dày đặc với sự đóng góp của các giàn khoan thuê. Trong đó, doanh thu khoan đạt 4.33 nghìn tỷ VND (+53% n/n), dịch vụ kỹ thuật (DVKT) tăng lên 1.51 nghìn tỷ VND (+41% n/n) và giao dịch hàng hóa tăng vọt lên 637 tỷ VND (+416% n/n). Trong 9T24, biên gộp của công ty giảm 1%p xuống 21.3%, trong đó biên gộp của phân khúc khoan cải thiện lên 23.7% (+4.8%p) nhờ day rate cao hơn, trong khi biên của DVKT giảm xuống 20.3% (-12.6%p). LNST-CTM 9T24 tăng trưởng mạnh 25% n/n, đạt 478 tỷ VND. Với lịch trình khoan dày đặc trong 4Q24F, chúng tôi dự báo doanh thu 4Q24F của PVD đạt 2.5 nghìn tỷ VND và LNST đạt 181 tỷ VND. Theo đó doanh thu cả năm 2024F đạt 8.9 nghìn tỷ VND (+54% n/n) và LNST 2024F đạt 640 tỷ VND (+17% n/n).

Hiệu quả đầu tư

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	0.8	(19.2)	(14.4)
Tương quan VNI(%)	(1.8)	(21.2)	(30.1)

Biến động giá



Nguồn: Bloomberg

Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh của PVD

(tỷ đồng, %)

	1Q25F	2Q25F	1H25F	2025F		Đồng thuận		
				n/n	n/n	2025F	n/n	
Doanh thu	1,739	1,935	3,674	(8)	7,923	(11)	8,471	8
Lợi nhuận gộp	406	456	862	(7)	1,866	(0)	2,090	18
LNTT	223	238	461	9	992	7	1,246	35
LNST	156	166	322	15	705	10	1,014	33

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, KIS Research ước tính

Doanh thu năm 2025F sẽ giảm do vắng các giàn thuê: Số lượng giàn khoan sử dụng trong 2025F có thể đạt 5.25 giàn (-0.5 giàn khoan đất, -1 giàn khoan jack-up thuê và +0.25 từ giàn khoan mới so với năm trước). Giàn jack-up mới đầu tư sẽ bắt đầu khoan tại Việt Nam từ 4Q25F, trong khi tất cả các giàn khoan thuộc sở hữu PVD khác đều bận rộn trong suốt năm 2025F. 2 giàn khoan thuê và 1 giàn khoan mặt đất chưa có việc. Chúng tôi cho rằng PVD có thể giảm thiểu rủi ro giảm day rate vì công ty chủ yếu tham gia vào các hợp đồng dài hạn, do đó chúng tôi kỳ vọng day rate của PVD sẽ ổn định trong 2025F. Tổng thể, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2025F đạt 7.9 nghìn tỷ VND (-11% n/n).

Lợi nhuận gộp năm 2025F ổn định mặc dù số lượng công việc khoan giảm vì chúng tôi kỳ vọng (1) giá thuê ngày của PVD III được gia hạn có thể tăng lên 100,000 USD (trước đó: 82,000-85,000 USD) và (2) đóng góp từ giàn khoan sở hữu mới từ 4Q25F, chúng tôi kỳ vọng giàn khoan này sẽ đạt mức giá khoan thuận lợi nhờ trình trạng dư cung neo cao trong khu vực hạ nhiệt.

Lỗ tỷ giá có thể giảm bớt trong năm 2025F vì chúng tôi dự báo việc đồng USD lên giá so với VND sẽ ít nghiêm trọng hơn trong năm 2025F. LNST dự báo đạt

705 tỷ VND trong năm 2025F (+10% n/n).

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu PVD (giá mục tiêu **28,600 VND**) cho chiến lược đầu tư trung và dài hạn. Dự báo của chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ tăng trưởng hàng năm (CAGR) của LNST-CTM của PVD trong giai đoạn 2024-27F là 23%. Giá mục tiêu được xây dựng dựa trên sự kết hợp giữa định giá hệ số P/B (30%; với tỷ lệ P/B mục tiêu là 1.0x) và định giá DCF (70%; với lãi suất phi rủi ro: 4.5%, beta: 1.38, phần bù rủi ro vốn chủ: 8.0% và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn: 1.5%).

Rủi ro: (1) Triển vọng dầu mỏ xấu có thể dẫn đến dư thừa giảm khoan jack-up và gây áp lực lên day rate của khu vực. (2) Sự trì hoãn thêm trong dự án Lô B có thể tạo ra tâm lý tiêu cực đối với PVD. (3) PVD có vị thế rủi ro tỷ giá tương đối cao và có thể chịu tác động từ việc USD tăng giá.

Chi phí VCSH - giả định

Chỉ tiêu	Chỉ tiêu
Beta	1.38
Lãi suất phi rủi ro	4.5%
Phần bù rủi ro VCSH	8.0%
Chi phí VCSH	15.54%

Nguồn: KIS Research

WACC - giả định

Chỉ tiêu	Chỉ tiêu
Chi phí sử dụng vốn vay	8.0%
Hệ số nợ trên vốn vay mục tiêu	24.3%
Thuế TNDN	25.0%
WACC	12.86%

Nguồn: KIS Research

FCFF 2025-29F

FCFF	FY2025F	FY2026F	FY2027F	FY2028F	FY2029F
LNST-CTM	705	1,107	1,235	1,319	1,411
cộng: khấu hao	973	1,243	1,256	1,286	1,301
trừ: capex	(2,402)	(273)	(288)	(306)	(320)
(tăng) / giảm vốn lưu động	219	(509)	(171)	(181)	(179)
trừ: khen thưởng & phúc lợi	(71)	(89)	(99)	(106)	(113)
cộng: lãi vay x (1-thuế TNDN)	270	227	202	169	141
Dòng tiền tự do cho DN	(325)	1,686	2,117	2,161	2,222
GTHT của dòng tiền	(284)	1,294	1,415	1,257	1,119
GTHT của giá trị cuối cùng					10,514

Nguồn: KIS Research

Định giá DCF

Chỉ tiêu	FY2025
Tổng GTHT của dòng tiền HDKD	14,802
WACC	12.86%
Cộng: Tiền mặt	3,162
Trừ: Nợ	(3,341)
Cộng: Đầu tư ngắn hạn	884
Đầu tư vào công ty LDLK	666
Giá trị VCSH	15,916
SLCP đang lưu hành (triệu)	556
Giá mục tiêu	28,610

Nguồn: KIS Research

Định giá PB

Chỉ tiêu	FY2025
Forward BVPS (2025F)	28,530
PB mục tiêu	1.0x
Giá mục tiêu	28,530

Nguồn: KIS Research

Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
DCF	28,610	70%	20,027
Định giá PB	28,530	30%	8,559
Giá mục tiêu của PVD			28,600

Nguồn: KIS Research

Cân đối kế toán

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Tài sản ngắn hạn (đ/c)	6,928	8,724	7,514	8,725	9,019
Tiền và tương đương tiền	2,256	3,162	2,377	2,893	3,017
Khoản phải thu	2,314	3,598	3,173	3,869	4,039
Tồn kho	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Tài sản dài hạn (đ/c)	4,672	5,562	5,137	5,833	6,003
Tài sản cố định	13,115	12,130	13,490	12,450	11,411
Đầu tư tài chính	666	666	666	666	666
Khác	924	924	924	924	924
Tổng tài sản	21,633	22,444	22,593	22,765	22,020
Người mua trả trước	263	405	360	438	456
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-	-
Phải trả người bán	569	876	777	946	987
Khác	1,760	1,760	1,760	1,760	1,760
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	553	626	476	497	463
Nợ và TP dài hạn	2,788	2,582	3,661	3,241	2,821
Tổng nợ và phải trả	6,735	7,050	7,835	7,682	7,288
VCSH	14,661	15,229	15,871	16,889	18,026
Vốn điều lệ	5,563	5,563	5,563	5,563	5,563
Thặng dư	2,434	2,434	2,434	2,434	2,434
Quý khác	5,970	5,970	5,970	5,970	5,970
LN giữ lại	694	1,261	1,904	2,922	4,059
Lợi ích cổ đông thiểu số	237	219	211	211	211
Tổng VCSH	14,898	15,447	16,082	17,100	18,236

Lưu chuyển tiền tệ

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Dòng tiền hoạt động	1,616	652	1,874	1,821	2,262
LN ròng	658	926	992	1,457	1,601
Khấu hao và khấu trừ	857	887	973	1,243	1,256
Tăng vốn lưu động ròng	1,705	2,155	2,244	3,082	3,194
Dòng tiền đầu tư	(894)	82	(2,412)	(356)	(362)
Tài sản cố định	(146)	(245)	(2,446)	(293)	(308)
Tăng đầu tư tài chính	(749)	327	35	(64)	(54)
Dòng tiền tài chính	(590)	(133)	929	(400)	(454)
Tăng vốn chủ	-	-	-	-	-
Tăng nợ	(586)	73	(150)	21	(34)
Chi trả cổ tức	(3)	-	-	-	-
Dòng tiền khác	45	-	-	-	-
Tăng tiền mặt	177	601	392	1,065	1,446

Kết quả kinh doanh

(tỷ đồng)

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu	5,804	8,930	7,923	9,642	10,057
Giá vốn hàng bán	4,499	7,054	6,056	7,208	7,524
Lợi nhuận gộp	1,305	1,876	1,866	2,434	2,533
Chi phí bán hàng & QLDN	547	615	615	615	615
LN hoạt động	759	1,261	1,252	1,819	1,918
Doanh thu tài chính	134	164	109	76	86
Thu nhập lãi	67	79	80	76	86
Chi phí tài chính	392	463	345	439	402
Chi phí lãi vay	250	232	270	299	262
LN khác	91	(43)	(45)	(20)	(20)
Lãi (lỗ) từ LD&LK	66	8	20	20	20
LN trước thuế	658	926	992	1,457	1,601
Thuế TNDN	112	286	286	350	366
LN sau thuế	546	640	705	1,107	1,235
LN ròng cho công ty mẹ	585	659	714	1,107	1,235
EBITDA	1,766	2,045	2,234	2,998	3,120

Chỉ số tài chính

Cuối năm tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	1,051	1,184	1,283	1,990	2,220
BPS	26,354	27,375	28,530	30,361	32,403
DPS	-	-	-	-	-
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	6.9	53.8	(11.3)	21.7	4.3
LN hoạt động	1,032.5	66.2	(0.7)	45.3	5.4
LN ròng	N/A	17.3	10.2	56.9	11.6
EPS	N/A	12.6	8.4	55.1	11.6
EBITDA	1,032.5	66.2	(0.7)	45.3	5.4
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	13.1	14.1	15.8	18.9	19.1
Biên LN ròng	9.4	7.2	8.9	11.5	12.3
Biên EBITDA	13.1	14.1	15.8	18.9	19.1
ROA	2.6	2.9	3.1	4.9	5.5
ROE	4.1	4.4	4.6	6.8	7.1
Suất sinh lợi cổ tức	-	-	-	-	-
Tỷ lệ chi trả cổ tức	-	-	-	-	-
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	1,085	46	1,761	845	267
Nợ ròng/ VCSH (%)	7	0	11	5	1
Định giá (x)					
PE	27.0	23.0	20.9	13.3	11.9
PB	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	19.4	11.7	11.8	8.1	7.7

■ Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới

- Nâng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ Thông tin công khai quan trọng

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 6/01/2025.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 6/01/2025.

Người thực hiện: Research Dept

Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2025 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..