

18/08/2020

Hợp đồng mới ở Campuchia đã được phản ánh trong dự phóng và không đủ để cải thiện triển vọng âm đạm năm 2020E; giữ nguyên khuyến nghị **NẮM GIỮ** và GMT 9,600 VND

Thị trường khai thác thượng nguồn sẽ kém trong phần còn lại năm 2020E và chỉ thực sự phục hồi vào 2021E do giá Brent thấp

**ƯU TIÊN MẢNG HẠ NGUỒN HƠN THƯỢNG NGUỒN:** Tiếp tục chuyển vị thế sang GAS từ PVS hoặc PVS

Giá cổ phiếu PVD tăng mạnh do tin việc giàn *PVD Drilling-III* trúng hợp đồng mới cho Kris Energy (KRIS SP). Dù việc giá tăng khá hưng phấn, chúng tôi tin rằng giá dầu thấp vẫn khiến triển vọng của PVD khá kém. Giàn PVD Drilling-III sẽ bắt đầu khoan vào đầu tháng 9 tại Campuchia sẽ chỉ diễn ra 2 đến 3 tháng do giàn này đã có hợp đồng khoan với Repsol (REP SM) của Tây Ban Nha tại Malaysia năm 2021E (ban đầu lịch khoan diễn ra trong 2H nhưng dịch COVID-19 đã khiến lùi lại sang 2021E). Hơn nữa, chúng tôi đã bao gồm hợp đồng ngắn hạn này trong dự phóng lợi nhuận 2020E nhưng triển vọng của PVD vẫn không mấy tươi sáng.

Giá dầu hiện này giao dịch ở mức 45.00 USD và sẽ khiến cho giá thuê giàn tự nâng ở mức 65,000 USD trong năm 2020E và 2021E. Chúng tôi tin rằng giá thuê giàn chỉ thực sự phục hồi khi giá Brent trên mức hòa vốn 55.00 USD ít nhất 6 tháng trước khi các chủ mỏ cân nhắc đến việc tái khởi động hoạt động khai thác.

Do kỳ vọng của chúng tôi về việc giá dầu sẽ phục hồi chậm và chỉ vượt mức 55.00 USD cho đến năm 2021E, chúng tôi ưu tiên chọn mảng hạ nguồn có tăng trưởng dài hạn hơn mảng thượng nguồn. Lợi nhuận của PV Gas liên quan trực tiếp đầu HSFO (FO nhiều sulfur) và đã thể hiện sự phục hồi vs cơ chế giá phức tạp của các công ty khai thác PVS, PVD thường yêu cầu giá dầu trên mức chi phí trước khi khởi động việc khai thác. GAS (MUA, GMT 89,200 VND) tiếp tục là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong ngành dầu khí và tận dụng cơ hội để giảm tỉ trọng tại PVD (NẮM GIỮ, GMT 9,600 VND) và PVS (NẮM GIỮ, GMT 11,000 VND).

## NẮM GIỮ duy trì

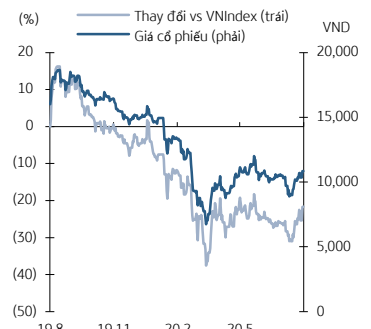
Giá mục tiêu	VND9,600
Tổng mức sinh lời (%)	-11.5%
Giá hiện tại (17/08/2020)	VND10,850
Giá mục tiêu thị trường	VND11,100
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD197mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	49.4%
GTGD trung bình (3T)	USD2.03mn
Room khối ngoại (%)	37.0%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (50.46%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	3.3	-0.5	-18.7	-32.2
Tương đối	6.2	-1.8	-11.1	-21.6

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	4,368	5,087	5,709	6,597
EBIT	37	80	135	498
LN sau CĐTS	184	143	165	473
EPS (VND)	438	340	392	1,121
Thay đổi EPS (%)	(6.3)	(22.3)	15.3	186.3
P/E (x)	21.5	27.7	24.0	8.4
EV/EBITDA (x)	9.1	9.7	8.4	5.3
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	1.3	1.0	1.2	3.3
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1	0.0	0.0	0.0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Hợp đồng tại Campuchia đã được phản ánh trong dự phóng triển vọng 2H kém tươi sáng của chúng tôi

Hợp đồng mới công bố của Kris Energy cho dự án tại Campuchia đã được phản ánh vào dự phóng triển vọng 2H kém tươi sáng của chúng tôi. Điều đáng lưu ý là PVD cần phải tìm những hợp đồng khoan cho 2H 2021E do đa số các dự án hiện tại sẽ kết thúc tại 1H 2021E. Các dự án cho 2H 2021 của PVD chỉ bao gồm hợp đồng khoan TAD cho Brunei Shell Petroleum. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng hiệu suất giàn khoan 2H 2020 sẽ sụt giảm khiến lợi nhuận công ty Q3 đạt 31 tỷ VND (giảm 39% QoQ) và 27 tỷ VND (giảm 14% QoQ) tại Q4.

**Bảng 1. Khoan Dầu khí (PVD) – Lịch khoan giàn tự nâng và TAD, 1/2020-12/2021E (tỷ VND)**

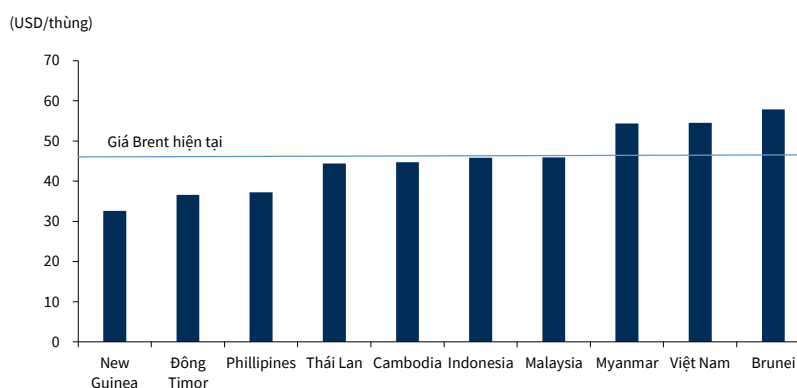
Tên	Loại	2020E												2021E											
		1Q			2Q			3Q			4Q			1Q			2Q			3Q			4Q		
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
PVD I	Tự nâng	Hibicus												Không công bố chính thức											
PVD II	Tự nâng	Petronas						Chưa công bố						Petronas						Không công bố chính thức					
PVD III	Tự nâng	Repsol						Campuchia						Kris Energy & Repsol						Không công bố chính thức					
PVD VI	Tự nâng	Sapura			Rosneft									Không công bố chính thức											
PVD V	TAD	Không có việc												Brunei Shell Petroleum											

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Giá dầu thấp hơn giá hòa vốn sẽ khiến giá thuê giàn tự nâng không thể cải thiện

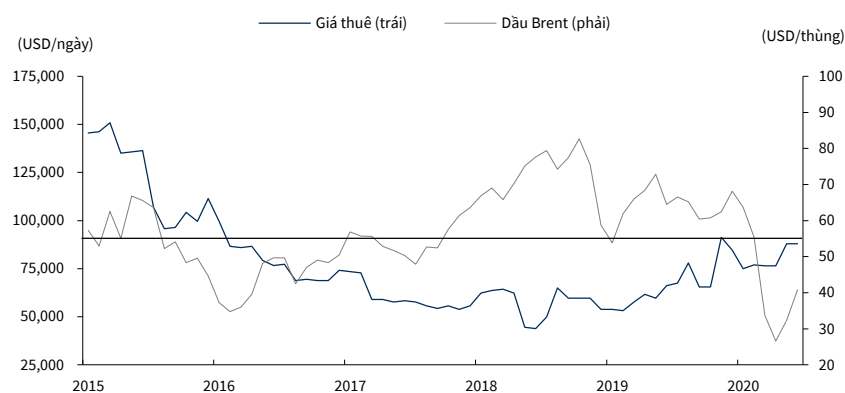
Giá thuê giàn tự nâng sẽ giữ nguyên ở mức thấp do giá Brent thấp hơn mức hòa vốn của Việt Nam và các nước láng giềng như Malaysia. Hiện nay, chúng tôi ước tính giá thuê sẽ giữ nguyên mức 65,000 USD cho năm 2020E và 2021E và sẽ không thể tăng mạnh hơn cho đến khi giá Brent vượt mức hòa vốn 55 USD. Giá thuê của các hợp đồng tại 2H2021E và sau đó sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc đánh dấu sự đảo chiều của PVD. Kể cả đi vào hoạt động đúng kế hoạch vào 2H2021E, giá thuê của giàn TAD cho Brunei Shell Petroleum ở mức khá thấp 85,000-90,000 USD và khá khó thay đổi trong 4 năm đầu hợp đồng.

**Biểu đồ 1. Dầu khí Đông Nam Á – Giá dầu khai thác hòa vốn, 2019 (USD/thùng)**



Nguồn: Tập đoàn Dầu Khí PetroVietnam, KBSV

**Biểu đồ 2. Khoan Dầu khí (PVD) – Giá thuê giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á, 1/2015-6/2020 (USD/ngày, USD/thùng)**

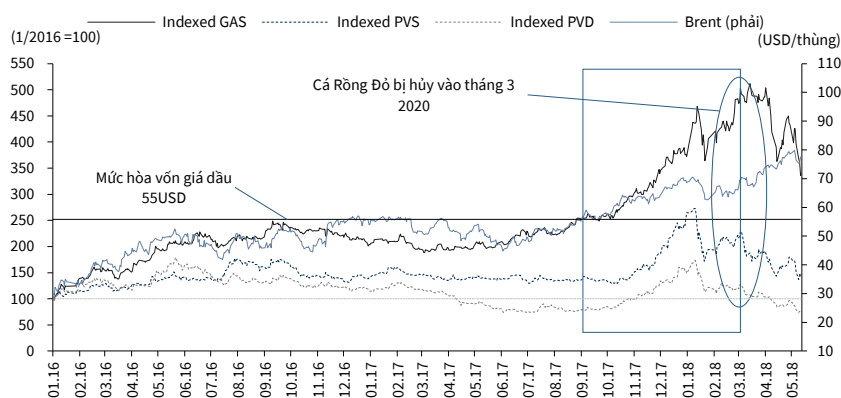


Nguồn: IHS Markit, KBSV

**Giá cổ phiếu những công ty khai thác thượng nguồn chỉ tăng mạnh khi giá Brent vượt mức hòa vốn của Việt Nam**

Trong giai đoạn giá dầu tăng mạnh từ 2016 đến 2018, giá cổ phiếu những công ty khai thác thượng nguồn như PVD và PVS chỉ tăng mạnh sau khi giá dầu thô Brent tăng vượt mức 55.00USD hòa vốn của thị trường Việt Nam. Dù vậy, giá cổ phiếu GAS thể hiện sự tăng trưởng và độ tương quan với sự phục hồi của giá dầu mạnh nhất trong thời điểm tương tự.

**Biểu đồ 3. Dầu khí Việt Nam- Giá cổ phiếu indexed và giá Brent, 1/2016-5/2018 (USD/thùng)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

## PV Drilling (PVD) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; dự phóng, 2019E-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	4,368	5,087	5,709	6,597
Giá vốn hàng bán	3,918	4,648	5,034	5,455
<b>Lãi gộp</b>	<b>450</b>	<b>438</b>	<b>675</b>	<b>1,141</b>
Doanh thu tài chính	165	168	199	215
Chi phí tài chính	241	258	351	391
Gồm: Chi phí lãi vay	158	140	201	230
Lãi/(lỗ) liên doanh	111	110	59	63
Chi phí bán hàng	17	9	11	13
Chi phí quản lý DN	397	349	528	630
<b>Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh</b>	<b>71</b>	<b>100</b>	<b>42</b>	<b>385</b>
Thu nhập khác	130	111	171	198
Chi phí khác	12	48	17	20
Lãi/(lỗ) khác	118	63	154	178
Lãi/(lỗ) trước thuế	189	163	197	563
Thuế doanh nghiệp	17	37	39	113
<b>Lãi/(lỗ) thuần sau thuế</b>	<b>172</b>	<b>126</b>	<b>157</b>	<b>450</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(12)	(18)	(8)	(23)
<b>Lợi nhuận sau CĐTS</b>	<b>184</b>	<b>143</b>	<b>165</b>	<b>473</b>

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	(20.6)	16.4	12.2	15.5
Tăng trưởng EBIT	(63.2)	119.1	68.9	267.3
Tăng trưởng EBITDA	8.3	6.7	34.4	58.8
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(6.3)	(22.3)	15.3	186.3
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.3	8.6	11.8	17.3
Tỷ suất EBITDA	14.7	13.5	16.2	22.2
Tỷ suất EBIT	0.8	1.6	2.4	7.5
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	4.3	3.2	3.4	8.5
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.2	2.8	2.9	7.2

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	172	126	157	450
Khấu hao TSCĐ	576	588	788	970
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(223)	(145)	(154)	(167)
Thay đổi vốn lưu động	(450)	269	(141)	(21)
(T)/G phải thu	(294)	345	(788)	(118)
(T)/G hàng tồn kho	(76)	191	(322)	(48)
(T)/G TS ngắn hạn khác	(15)	2	(19)	(3)
(T)/G khoản phải trả	(34)	(164)	571	86
(T)/G chi phí trả trước	(12)	28	23	3
(T)/G nợ ngắn hạn khác	(19)	(133)	395	59
Điều chỉnh khác HĐKD	(1)	(462)	(707)	(154)
<b>Lưu chuyển tiền HĐKD</b>	<b>(77)</b>	<b>925</b>	<b>789</b>	<b>1,452</b>
Đầu tư ngắn hạn	(21)	(756)	(1,671)	(1,107)
Đầu tư tài sản cố định	(44)	(651)	(336)	(212)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	(63)	(52)	(56)	(61)
Tài sản khác	(356)	(36)	(91)	(50)
Điều chỉnh khác HĐĐT	262	970	1,035	1,117
<b>Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư</b>	<b>(223)</b>	<b>(525)</b>	<b>(1,120)</b>	<b>(313)</b>
Dòng tiền tự do	(122)	274	452	1,240
T/(G) vay dài hạn	(247)	423	155	108
T/(G) vay ngắn hạn	158	348	900	0
Nợ phải trả khác	(46)	(291)	270	41
T/(G) vốn CSH	383	0	0	0
Cổ tức đã trả	(3)	0	0	0
Trừ: thay đổi vốn CSH	(434)	(8)	0	(0)
Điều chỉnh khác HĐTC	114	(912)	(1,019)	(1,171)
<b>Lưu chuyển tiền HĐ tài chính</b>	<b>(75)</b>	<b>(441)</b>	<b>306</b>	<b>(1,022)</b>
Lưu chuyển tiền trong kỳ	(375)	(41)	(26)	117
Tiền đầu kỳ	2,265	1,890	1,849	1,823
Tiền cuối kỳ	1,890	1,849	1,823	1,940

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Tổng tài sản</b>	<b>20,892</b>	<b>21,200</b>	<b>23,670</b>	<b>24,418</b>
Tài sản ngắn hạn	5,705	5,883	8,651	10,044
Tiền & tương đương tiền	1,890	1,849	1,823	1,940
Đầu tư ngắn hạn	1,033	1,789	3,460	4,567
Khoản phải thu	1,907	1,563	2,345	2,462
Hàng tồn kho	835	645	967	1,015
Tài sản ngắn hạn khác	39	37	56	59
Tài sản dài hạn	15,187	15,317	15,019	14,373
Khoản phải thu dài hạn	15	14	20	21
Tài sản cố định	13,936	13,775	13,272	12,375
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	28	233	284	424
Đầu tư dài hạn	1,051	1,192	1,287	1,390
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	157	104	156	164
<b>Nợ phải trả</b>	<b>6,923</b>	<b>7,114</b>	<b>9,427</b>	<b>9,724</b>
Nợ ngắn hạn	2,862	2,921	4,809	4,957
Phải trả người bán	1,305	1,141	1,712	1,798
KH trả tiền trước	18	45	68	71
Vay ngắn hạn	521	869	1,769	1,769
Khoản dự trữ đặc biệt	96	77	77	77
Nợ ngắn hạn khác	923	789	1,184	1,243
Nợ dài hạn	4,061	4,193	4,618	4,767
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	3,230	3,653	3,808	3,916
Nợ dài hạn khác	831	540	810	851
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>13,968</b>	<b>14,086</b>	<b>14,243</b>	<b>14,693</b>
Vốn góp	4,215	4,215	4,215	4,215
Thặng dư vốn cổ phần	2,434	2,434	2,434	2,434
Cổ phiếu quỹ	(21)	(21)	(21)	(21)
Lãi chưa phân phối	3,805	1,956	2,114	2,564
Vốn và quỹ khác	3,288	5,260	5,260	5,260
Lợi ích cổ đông thiểu số	247	241	241	241
<b>Tổng nợ &amp; vốn</b>	<b>20,892</b>	<b>21,200</b>	<b>23,670</b>	<b>24,418</b>

Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>Chỉ số định giá</b>				
P/E	24.8	31.9	27.7	9.7
P/E pha loãng	24.5	31.6	27.4	9.6
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3
P/S	1.0	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	7.1	6.7	5.0	3.1
EV/EBIT	125.0	57.0	33.8	9.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1	0.0	0.0	0.0
Lãi cơ bản/cp (EPS)	438	340	392	1,121
Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	33,136	33,415	33,788	34,856
Doanh thu/cp (SPS)	10,362	12,066	13,543	15,648
Cổ tức/cp (DPS)	7	0	0	0
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	1.5	0.0	0.0	0.0
<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
ROE	1.3	1.0	1.2	3.3
ROA	0.9	0.7	0.7	2.0
ROIC	0.2	0.4	0.6	2.3
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	49.6	50.5	66.2	66.2
Vay ròng/Vốn CSH	13.3	19.0	26.3	25.5
TS thanh toán hiện thời	2.0	2.0	1.8	2.0
TS khả năng trả lãi vay	0.2	0.6	0.7	2.2
<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Hệ số vòng quay tài sản	0.2	0.2	0.3	0.3
Hệ số vòng quay phải thu	2.5	2.9	2.9	2.7
Hệ số vòng quay HTK	5.5	6.9	7.1	6.7
Hệ số vòng quay phải trả	3.2	4.1	3.8	3.6

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhdt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công**

congt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền**

huyenntt@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh**

vinhn@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Marketing Research**

**Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin**

shin.sy@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

### Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội  
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

### Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh  
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

### LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: [ccc@kbsec.com.vn](mailto:ccc@kbsec.com.vn)

Website: [www.kbsec.com.vn](http://www.kbsec.com.vn)

---

## Hệ thống khuyến nghị

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.