

Dầu Khí Việt Nam

Thời điểm để chuyển sang phân khúc hạ nguồn

Quan điểm ngành TRUNG LẬP nhưng cơ hội để mua cổ phiếu tăng trưởng

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu về ngành dầu khí Việt Nam với đánh giá TRUNG LẬP vì giá dầu sẽ không hoàn toàn phục hồi cho đến năm 2021E. Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên tận dụng cơ hội lúc giá dầu ở mức thấp để tăng vị thế tại những công ty tăng trưởng bền vững qua mọi chu kỳ (*secular growth*) thay vì những công ty phục hồi theo chu kỳ kinh tế (*cyclical recovery*). Báo cáo lần đầu: Khuyến nghị hàng đầu của chúng tôi là Tổng CT Khí PV Gas (GAS) do nhu cầu nhập khẩu LNG sẽ tăng mạnh; cũng như việc giá dầu phục hồi dù khá chậm. Chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về Tập đoàn xăng dầu Petrolimex (PLX), Tổng CTCP Vận tải dầu khí PVTrans (PVT) và CTCP Lọc Hóa Dầu Bình Sơn (BSR) trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ và nhập khẩu năng lượng tại Việt Nam ngày càng gia tăng.

Thời điểm phù hợp để chuyển sang phân khúc hạ nguồn đầy tiềm năng

Chúng tôi cũng ra báo cáo lần đầu Tổng CTCP Kỹ thuật Dầu khí PTSC (PVS) và Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan PV Drilling (PVD) với khuyến nghị NẮM GIỮ do quan điểm về việc tiềm năng tại phân khúc thượng nguồn đã yếu đi. Sản lượng thượng nguồn không chỉ bị chi phối bởi việc giá dầu đang ở mức thấp mà còn bởi việc khai thác tại Việt Nam đã bước vào giai đoạn suy giảm. Điểm sáng duy nhất của ngành năng lượng Việt Nam đến từ nhu cầu khu công nghiệp và tiêu thụ ngày càng gia tăng tại phân khúc hạ nguồn.

LN Q2 thấp như kỳ vọng vì đã phản ánh toàn bộ ảnh hưởng của đại dịch

Kết quả LN Q2 có thể tốt hơn Q1 nhưng vẫn thấp vì đại dịch đã khiến nhu cầu năng lượng suy giảm, Việt Nam giãn cách xã hội và các dự án thượng nguồn bị trì hoãn. Quan điểm về 2H sẽ tích cực hơn do sẽ phản ánh phần nào đó về việc giá dầu phục hồi. Việc giá dầu thô phục hồi từ đáy đã cho phép các công ty hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, giá bán lẻ xăng và giá dầu DO tăng khoản hơn 30% từ tháng 4. GAS và PLX là những ứng viên cho thấy thấy sự phục hồi trong 2H, trong khi PVS & PVD sẽ tiếp tục khó khăn vì giá dầu thô vẫn dưới mức hòa vốn và các dự án khoan của PVD bị trì hoãn trong Q3. BSR và PVT sẽ tiếp tục có một quý tồi tệ do BSR đại tu vào tháng 8 - cũng khiến cho sản lượng vận chuyển dầu thô của PVT suy giảm - nhưng 2 công ty trên sẽ lập tức phục hồi ngay Q4 sau đó.

Rủi ro: trì hoãn việc cổ phần hóa & phê duyệt các dự án khí mới

Tỉ lệ chuyển nhượng tự do khá thấp cho các cổ phiếu dầu khí Việt Nam do việc trì hoãn cổ phần hóa, trong khi các dự án khí mới lại chậm tiến độ. Hơn nữa, nếu các dự án khí mới đi vào hoạt động sẽ là rủi ro cho việc đầu tư các cảng LNG do sản lượng quá lớn của các mỏ khí mới có thể khiến thị trường dư cung.

Chuyên viên phân tích Dầu Khí & Hóa chất
Nguyễn Vinh

vinhn@kbsec.com.vn

Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế

Harrison Kim

harrison.kim@kbsec.com.vn

27/07/2020

Trung lập lần đầu

Khuyến nghị

PV Gas (GAS)	Mua
Giá hiện tại	64,000 VND
Giá mục tiêu	89,200 VND

Petrolimex (PLX)	Mua
Giá hiện tại	42,250 VND
Giá mục tiêu	57,800 VND

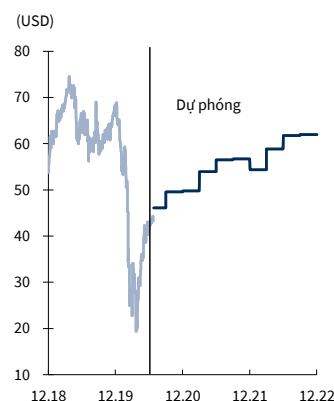
PV Trans (PVT)	Mua
Giá hiện tại	8,930 VND
Giá mục tiêu	17,300 VND

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)	Mua
Giá hiện tại	5,900 VND
Giá mục tiêu	8,100 VND

Kỹ thuật dầu khí (PVS)	Nắm giữ
Giá hiện tại	10,800 VND
Giá mục tiêu	11,000 VND

PV Drilling (PVD)	Nắm giữ
Giá hiện tại	9,030 VND
Giá mục tiêu	9,600 VND

KBSV – Dự phóng giá dầu thô Brent



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Nội dung	I. Tóm tắt	3
	II. Biểu đồ quan trọng	4
	III. Khuyến nghị & Định giá	5
	IV. Đóng vị thế những giao dịch có tính chu kỳ	15
	V. LNG tiềm năng tăng trưởng dài hạn	21
	VI. Thương nguồn vs hạ nguồn	31
	Công ty	41
	PV Gas (GAS, MUA)	43
	Petrolimex (PLX, MUA)	49
	PV Trans (PVT, MUA)	55
	Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR, MUA)	61
	Kỹ thuật dầu khí (PVS, NẮM GIỮ)	67
	PV Drilling (PVD, NẮM GIỮ)	73

I. Tóm tắt

Đà tăng của giá dầu đã chứng lại và chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên chuyển sang tăng tỷ trọng những cổ phiếu hạ nguồn mà có sự tăng trưởng bền vững và giảm tỷ trọng những cổ phiếu thượng nguồn do phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của giá dầu

Cổ phiếu các công ty hạ nguồn cho thấy sự tăng trưởng bền vững và có thể hưởng lợi từ sự phục hồi chậm của giá dầu

GAS & PLX sẽ phục hồi vào Q3, PVT & BSR sẽ phục hồi vào Q4

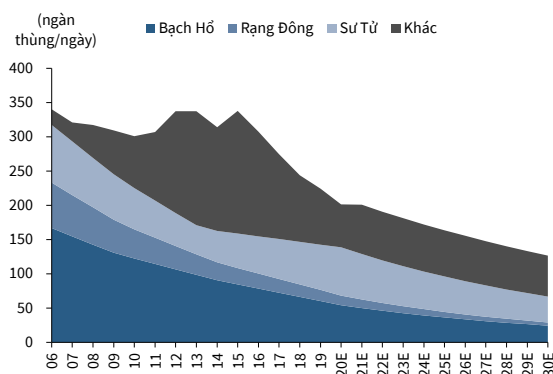
Chúng tôi tin rằng sự phục hồi của giá dầu đã dần kết thúc và xu hướng phục hồi sẽ đi ngang trong thời gian tới. Với việc giá dầu vẫn thấp và dưới mức hòa vốn 55USD, chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư bỏ vị thế ở những công ty thượng nguồn mà phụ thuộc nhiều vào sự phục hồi của giá dầu. Về ý nghĩa kinh tế, chỉ khi giá dầu trên mức hòa vốn 55 USD, giá thành và khối lượng công việc tại mảng thượng nguồn mới thực sự có lợi cho các công ty khai thác. Với kỳ vọng của chúng tôi về giá dầu sẽ thấp trong phần còn lại năm 2020E – và chỉ thực sự phục hồi đến năm 2021E – lợi nhuận của các công ty khai thác sẽ tiếp tục kém khả quan. Chúng tôi ra báo cáo lần đầu Tổng CTCP Kỹ thuật Dầu khí (PVS) và Tổng CTCP Khoan & Dịch vụ khoan PV Drilling (PVD) với khuyến nghị NẮM GIỮ.

Nhu cầu năng lượng tại Việt Nam sẽ tiếp tục tăng, đặc biệt trong bối cảnh, đất nước đã và đang đối diện với việc thiếu điện nghiêm trọng do không đủ năng lượng đầu vào. Điều này hỗ trợ cho câu chuyện tăng trưởng của ngành năng lượng Việt Nam và chúng tôi chỉ tập trung vào những công ty tốt nhất và đủ khả năng nắm bắt được cơ hội tăng trưởng này. Hơn nữa, sản lượng nội địa dầu thô và khí tự nhiên đã bắt đầu chậm lại tương ứng lần lượt vào 2015 & 2018, đã thúc đẩy và tăng tốc việc nhập khẩu năng lượng. Trong tình cảnh hiện tại, chúng tôi thấy những mảng như khí LNG, vận tải năng lượng và bán lẻ xăng dầu rất tiềm năng. Khí tự nhiên hóa lỏng LNG sẽ đóng vai trò quan trọng trong việc đáp ứng nhu cầu năng lượng Việt Nam, đặc biệt cho ngành điện lực. Mảng vận tải năng lượng cũng đáng lưu ý khi Việt Nam tăng cường việc nhập khẩu dầu thô và khí LNG. Việc bán lẻ xăng dầu cũng được hưởng lợi từ nhu cầu năng lượng gia tăng và nền kinh tế công nghiệp hóa. Chúng tôi ra báo cáo lần đầu Tổng CT Khí PV Gas (GAS), Tập đoàn xăng dầu Petrolimex (PLX), Tổng CTCP Vận tải dầu khí PVTrans (PVT) và CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) với khuyến nghị MUA

Việc công thức giá bán liên quan trực tiếp với giá dầu thô cho phép GAS & PLX phục hồi ngay trong Q3 bất chấp nhu cầu năng lượng thế giới còn kém. Lợi nhuận cũng sẽ trở lại hoàn toàn với BSR và PVT từ Q4 sau kết quả Q3 tới kém do Nhà máy lọc dầu của BSR đại tu trong tháng 8, khiến hiệu suất NMLD của BSR xuống 45% và giảm sản lượng vận tải dầu thô của PVT. Dù vậy, giá dầu thấp hơn mức hòa vốn Việt Nam 55 USD khiến các dự án sẽ bị trì hoãn và khiến lợi nhuận kém trong thời gian tới, cụ thể với việc PVD đã công bố việc trì hoãn lịch khoan tại thị trường Malaysia từ Q3.

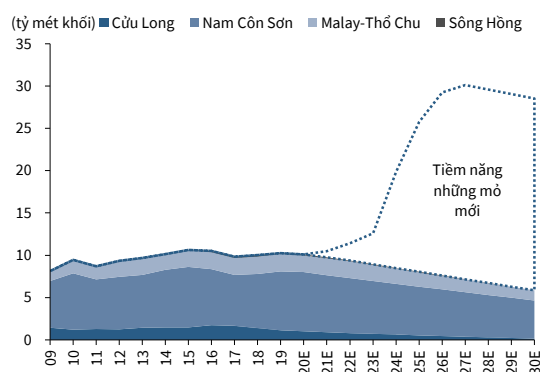
II. Biểu đồ quan trọng

Việt Nam – Sản lượng dầu thô dự phóng theo mỏ, 2006-2030E (ngàn thùng/ngày)



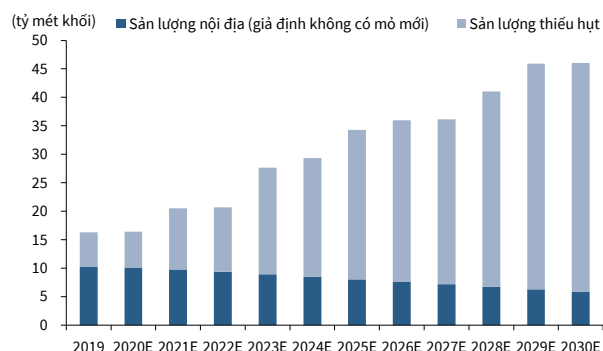
Nguồn: EIA, Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Việt Nam – Sản lượng khí theo bể, 2009-2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: PV Gas, Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Việt Nam – Ước tính sản lượng khí tự nhiên nội địa & thiếu hụt nguồn cung, 2019-2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: KBSV

- Sản lượng dầu thô Việt Nam đạt đỉnh trong năm 2015
- Trữ lượng có thể khai thác suy yếu dần làm chậm các hoạt động khai thác E&P
- Chúng tôi có góc nhìn thận trọng cho các công ty khai thác do việc tìm thấy mỏ dầu mới là khá thấp

- Vẫn còn tiềm năng từ các mỏ khí tự nhiên lớn
- Nhưng các dự án khí tự nhiên thường xuyên gặp vấn đề việc đình trệ trong bối cảnh căng thẳng ngoài biển
- Nếu việc các mỏ khí lớn không được chấp thuận, sản lượng khí Việt Nam có thể sẽ tiếp tục sụt giảm

- Nhu cầu tiêu thụ năng lượng tại Việt Nam đã vượt xa sản lượng nội địa, đặc biệt cho ngành điện lực

- Nhưng các dự án khí tự nhiên thường xuyên gặp vấn đề việc đình trệ trong bối cảnh căng thẳng ngoài biển
- Nếu việc các mỏ khí lớn không được chấp thuận, sản lượng khí Việt Nam có thể sẽ tiếp tục sụt giảm

III. Khuyến nghị & Định giá

Đánh giá ngành: TRUNG LẬP

GAS: MUA, GMT 89,200 VND

PLX: MUA, GMT 57,800 VND

PVT: MUA, GMT 17,300 VND

BSR; MUA, GMT 8,100 VND

PVS: NẮM GIỮ, GMT 11,000 VND

PVD: NẮM GIỮ, GMT 9,600 VND

Báo cáo lần đầu ngành Dầu Khí Việt Nam có khuyến nghị TRUNG LẬP thể hiện quan điểm thận trọng của chúng tôi vì giá Brent phục hồi chậm. Giá dầu sẽ tiếp tục duy trì mức thấp cho hết phần còn lại năm nay và sẽ chỉ phục hồi hoàn toàn vào năm 2021E. Chúng tôi ưu tiên mảng hạ nguồn dầu khí do phân khúc này thể hiện sự tăng trưởng bền vững và ra báo cáo lần đầu PV Gas (GAS, MUA, GMT 89,200 VND) (cũng là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi), Petrolimex (PLX, MUA, GMT 57,800 VND), PV Trans (PVT, MUA, GMT 17,300 VND) và Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR, MUA, GMT 8,100 VND). Chúng tôi cũng có quan điểm thận trọng cho những công ty khai thác thượng nguồn và ra báo cáo lần đầu Kỹ thuật dầu khí (PVS, NẮM GIỮ, GMT 11,000 VND) và PV Drilling (PVD, NẮM GIỮ, GMT 9,600 VND).

Bảng 1. Dầu khí Việt Nam – Cổ phiếu KBSV theo dõi, khuyến nghị & giá mục tiêu (VND, %)

Công ty	Mã	Giá hiện tại (VND)	Khuyến nghị	Phương pháp định giá	Giá mục tiêu (VND)	Cổ tức (VND)	Mức sinh lời (%)
Thượng nguồn							
Khoan Dầu khí	PVD	9,030	NẮM GIỮ	DCF	9,600	0	6.3%
Kỹ thuật Dầu khí	PVS	10,800	NẮM GIỮ	DDM	11,000	700	8.3%
Trung nguồn							
Tổng CTCP Khí	GAS	64,000	MUA	DDM	89,200	3,000	44.1%
Vận tải Dầu khí	PVT	8,930	MUA	DDM	17,300	1,000	104.9%
Hạ nguồn							
Petrolimex	PLX	42,250	MUA	DDM	57,800	1,500	40.4%
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR	5,900	MUA	DDM	8,100	0	37.3%

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Giá mục tiêu 12 tháng từ phương pháp giá mục tiêu giữa chu kỳ (mid-cycle) thay vì giá mục tiêu tăng trưởng toàn diện (fully-growth loaded)

Định giá của chúng tôi dựa vào phương pháp cổ tức 3 giai đoạn (DDM) với dòng tiền dự phóng là cổ tức (dividend)/ tiền dùng mua lại cổ phiếu (stock buyback) và với lãi suất chiết khấu được xác định bởi mô hình CAPM (riêng PVD, chúng tôi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền tự do (DCF) do không có chính sách cổ tức rõ ràng). Chúng tôi lưu ý rằng định giá từ phương pháp DDM được gọi là định giá tăng trưởng toàn diện (fully-growth loaded). Thêm nữa, chúng tôi xác định hệ số P/B không tăng trưởng (P/B ex-growth) thông qua mô hình tăng trưởng Gordon $[(ROE-g)/(COE-g)]$ với giá định $g=0$ hoặc đơn giản là ROE/COE . Giá mục tiêu giữa chu kỳ (mid-cycle) tương đương trung bình của giá tăng trưởng toàn diện (fully-growth loaded) và giá không tăng trưởng (ex-growth).

Bảng 2. KBSV – Phương pháp định giá

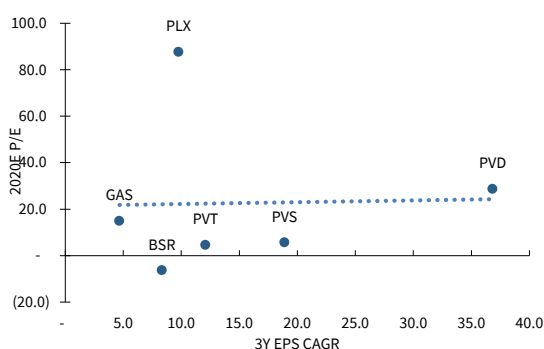
Mô hình tăng trưởng Gordon	
Hệ số justified P/B	$= \frac{(ROE - g)}{(COE - g)}$
Mô hình không tăng trưởng (ex-growth)	
Hệ số P/B không tăng trưởng	$= \frac{ROE}{COE}$
Mô hình giữa chu kỳ (mid-cycle)	
Hệ số P/B giữa chu kỳ	$= \text{Trung bình: [Mô hình cổ tức & định giá ex-growth]}$

Nguồn: KBSV

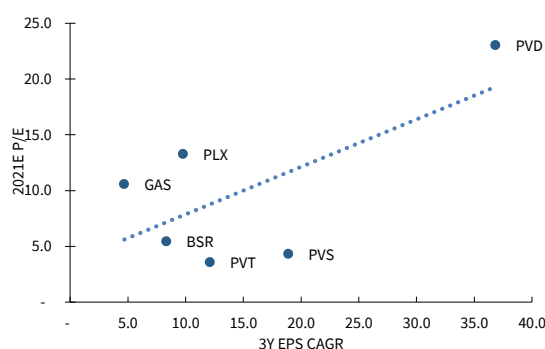
Bảng 3. Dầu khí Việt Nam – Định giá

Công ty	Giá hiện tại	Vốn hóa	KLGD TB 3m	PE (x)			PB (x)			Tỷ suất cổ tức (%)			ROE (%)		
	(VND)	(USDmn)	(USDmn)	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Thượng nguồn															
PVD	9,030	164.2	2.2	28.8	23.1	8.1	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0	0.0	0.9	1.1	3.2
PVS	10,800	222.7	2.4	5.7	4.3	3.6	0.4	0.4	0.3	6.5	7.4	9.3	6.9	8.7	9.7
Trung nguồn															
GAS	64,000	5,284.4	2.1	15.0	10.6	9.0	2.4	2.2	2.1	4.7	6.9	8.1	16.1	21.6	23.8
PVT	8,930	108.4	0.7	4.7	3.6	2.6	0.4	0.4	0.3	11.2	13.4	15.7	9.1	11.0	13.9
Hạ nguồn															
PLX	42,250	2,358.3	2.1	87.8	13.3	9.9	2.3	2.2	2.0	3.6	6.6	8.5	2.5	16.8	20.9
BSR	5,900	789.2	1.3	-6.2	5.5	4.9	0.6	0.5	0.5	0.0	2.7	6.8	-9.1	10.4	10.6

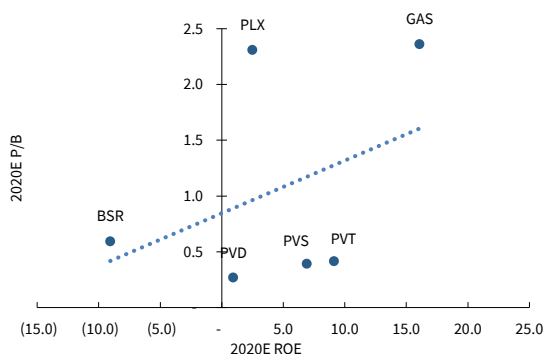
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. Dầu khí Việt Nam – P/E 2020E với tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (x)

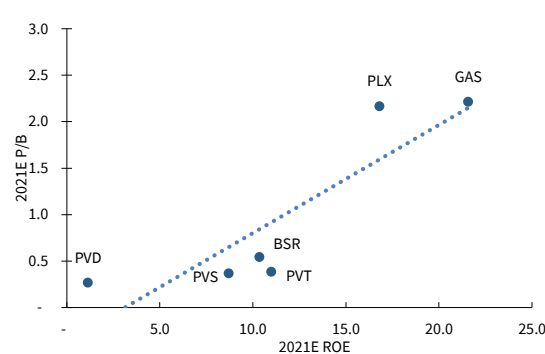
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Dầu khí Việt Nam – P/E 2021E với tăng trưởng EPS 3 năm CAGR (x)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Dầu khí Việt Nam – P/B 2020E với ROE 2020E (x, %)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. Dầu khí Việt Nam – P/B 2021E với ROE 2021E (x, %)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

PV Gas (GAS):

Lựa chọn hàng đầu của ngành do hưởng lợi từ việc nhập khẩu LNG và cũng như theo sát phục hồi của giá dầu

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu GAS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 89,200 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá dầu HSFO (dầu FO nhiều sulfur) sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

GAS là lựa chọn hàng đầu của ngành dầu khí Việt Nam do là người hưởng lợi nhất từ việc nhu cầu LNG tăng cao và cũng như việc giá dầu phục hồi dù có phần chậm theo quan điểm của chúng tôi. Sản lượng thiếu hụt cho ngành điện lực và việc các dự án khí mới bị trì hoãn càng nhấn mạnh sự cần thiết của việc xây dựng cảng LNG Thị Vải. Hơn nữa, việc bắt đầu nhập khẩu LNG của Việt Nam cũng cho phép các nhà máy lọc dầu bắt đầu sản xuất nhiều sản phẩm hóa dầu.

Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận với CAGR là 16.4% từ 2020E đến 2025E. Ước tính của chúng tôi bao gồm: 1) Cảng LNG *Thị Vải* giai đoạn 1 sẽ đi vào sản xuất đúng tiến độ vào năm 2022E và giai đoạn 2 với công suất là 3 MPTA trong năm tiếp theo 2023E; và 2) dự án mỏ khí *Sao Vàng-Đại Nguyệt, Sư Tử Trắng 2 & Nam Du U Minh* sẽ bắt đầu trong 2022E hoặc 2023E. Chúng tôi chưa bao gồm sản lượng của các siêu dự án *Cá Voi Xanh & Lô B* do sự phê duyệt chậm trễ và không rõ thời gian đi vào hoạt động.

Bảng 4. PV Gas (GAS) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
Chi phí vốn CSH	kE	10.5%	$rf + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	0.840	$\beta_A(1 + ((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	β_A	0.600	Beta tài sản của ngành (BQ gia quyền)
Giá định GTCC			
ROE dài hạn	ROE	20.0%	ROE dài hạn
Tỷ lệ trả cổ tức	p	80.0%	Tỷ lệ chi trả cổ tức dài hạn
Tăng trưởng dài hạn	g	4.0%	$ROE * (1 - p)$
Giá định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	50.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phân bổ RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN $\bar{X}$ thị trường 10 năm - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN			
Hiện giá Cổ tức tương lai (Tỷ VND)		43,234	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		199,326	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		242,561	
Tổng suất sinh lời			
Giá mục tiêu (VND)		89,200	
Cổ tức/cp (VND)		3,000	

Nguồn: KBSV

Petrolimex (PLX):
Thống trị thị phần bán lẻ xăng dầu
đầy tiềm năng tăng trưởng

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PLX với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 57,800 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá bán lẻ xăng dầu sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Giá bán lẻ xăng dầu đã chạm đáy và tăng 30% và trở về mức sinh lời. Công ty có kế hoạch hoàn nhập 90% dự phòng hàng tồn kho tại Q1 trong kết quả kinh doanh Q2. Ban lãnh đạo cũng kỳ vọng sẽ có lợi nhuận những quý còn lại của năm sẽ phục hồi bắt đầu từ Q3 năm nay.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 2021E và đạt 4,115 tỷ VND, tương đương 448% YoY nhưng chủ yếu do cơ sở thấp (low base) sau khi bình thường hóa HĐKD. Tăng trưởng dài hạn đạt mức 16.4% CAGR từ 2021E và 2025E và chúng tôi giả định: 1) tiếp tục chiến lược mở rộng các cửa hàng xăng dầu trực thuộc (COCO); và 2) tái tập trung vào các lĩnh vực năng lượng do công ty sẽ thoát hết khỏi lĩnh vực tài chính. Chúng tôi chưa đưa dự án cảng LNG *Nam Vân Phong* vào dự phóng vì chưa có kế hoạch cụ thể, cũng như rủi ro các dự án mỏ khí lớn có thể khiến thị trường dư cung và khiến dự án LNG này bị hủy bỏ.

Bảng 5. Petrolimex (PLX) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
Chi phí vốn CSH	kE	11.2%	$rf + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	0.926	$\beta_A(1 + ((1-t) * D/E))$
Beta tài sản	β_A	0.747	Beta tài sản PLX
Giả định GTCC			
ROE dài hạn	ROE	20.0%	ROE dài hạn
Tỷ lệ trả cổ tức	p	80.0%	Tỷ lệ chi trả cổ tức dài hạn
Tăng trưởng dài hạn	g	4.0%	$ROE * (1 - p)$
Giả định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	30.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phần bù RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN thị trường 10 năm - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN		85.0%	
Hiện giá Cổ tức tương lai (Tỷ VND)		16,142	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		91,156	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		107,298	
Tổng suất sinh lời		30.6%	
Giá mục tiêu (VND)		57,800	
Cổ tức/cp (VND)		1,500	

Nguồn: KBSV

PV Trans (PVT):**Chuẩn bị vận chuyển lượng LNG nhập khẩu đầy tiềm năng trong thời gian tới**

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PVT với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 17,300 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá thuê tàu sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Nhu cầu tiêu thụ năng lượng tại Việt Nam ngày càng gia tăng đã vượt trên mức sản lượng nội địa có thể tạo ra và thiếu hụt cần được bù đắp thông qua đường nhập khẩu. PVT là ứng cử viên sáng giá cho việc vận chuyển sản lượng năng lượng khổng lồ trong thời gian tới. Hiện tại, PVT chủ yếu tập trung vào việc nhập khẩu khí hóa lỏng LPG và dầu thô – thể hiện rõ ràng trong kế hoạch đầu tư tàu gần nhất – nhưng ban lãnh sẽ cần phải công bố kế hoạch việc vận chuyển cho cảng LNG *Thị Vải* trong năm 2022E.

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 19.6% CAGR có thể được coi là quá cần trọng với tiềm năng từ các cảng LNG và sản lượng hóa dầu. Ban lãnh đạo mới chỉ đưa ra kế hoạch đầu tư tàu đến năm 2021E và chúng tôi vẫn sẽ tiếp tục đợi xem về kế hoạch cụ thể cho các tàu LNG, tàu hóa chất/sản phẩm. Hiện tại, công ty đã có kế hoạch đầu tư 14-16 tàu khoảng 300 triệu USD nhưng chúng tôi tin rằng ban lãnh đạo sẽ cần phải thêm vào kế hoạch mua hoặc mượn các tàu LNG nhằm phục vụ cảng LNG *Thị Vải* năm 2022E. Bất kỳ kế hoạch mới nào cũng cần để chuẩn bị cho việc 9 cảng LNG đi vào hoạt động trong 15 năm tiếp theo, cũng như chuẩn bị cho việc vận chuyển cho nhà máy hóa dầu *Long Sơn*.

Bảng 6. PV Trans (PVT) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
Chi phí vốn CSH	kE	8.9%	$rf + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.142	$\beta_A(1 + ((1-t) * D/E))$
Beta tài sản	β_A	0.635	Beta tài sản của PVT
Giá định GTCC			
ROE dài hạn	ROE	7.0%	ROE dài hạn
Tỷ lệ trả cổ tức	p	70.0%	Tỷ lệ chi trả cổ tức dài hạn
Tăng trưởng dài hạn	g	2.1%	$ROE * (1 - p)$
Giá định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	100.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phân bù RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN thị trường 10 năm - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN		71.4%	
Hiện giá Cổ tức tương lai (Tỷ VND)		1,696	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		4,243	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		5,938	
Tổng suất sinh lời		90.6%	
Giá mục tiêu (VND)		17,300	
Cổ tức/cp (VND)		1,000	

Nguồn: KBSV

**Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR):
Bắt đầu phục hồi vào Q4 và tham
gia vào thị trường hóa dầu**

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu BSR với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 8,100 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá bán xăng sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Giá bán xăng và dầu DO xuất xưởng nội địa đã tăng 48% và cho phép lợi nhuận của công ty cải thiện bất chấp quan điểm của chúng tôi về việc xu hướng sự phục hồi giá dầu sẽ đi ngang. BSR đã có lợi nhuận trong tháng 6 và sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng trở lại trong Q4 sau khi đại tu 2 tháng tại tháng 8 năm nay. BSR cũng đang nâng cấp cơ sở để tham gia vào thị trường hóa dầu. Chúng tôi tin rằng đây là bước đầu quan trọng và đánh dấu sự bắt đầu của việc sản lượng hóa dầu tăng, đặt biệt trong thời điểm nhập khẩu LNG sắp tới.

Chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR là 17.5% trong năm 2021E và 2025E. Kết quả lợi nhuận sẽ tốt hơn trong 2021E và đạt 3,335 tỷ VND do 1) giá sản phẩm lọc dầu sẽ trở lại mức trước đại dịch và có lợi nhuận; và 2) hiệu suất hoạt động quay lại mức 110%. Chúng tôi cũng giả định quá trình nâng cấp và mở rộng NMLD với giá trị 1.8 tỷ USD trong năm 2023E bất chấp khó khăn về tài chính. Việc nâng cấp/mở rộng cho phép: 1) tăng tổng sản lượng lên 30%; 2) nâng cấp nhà máy sang chế độ lọc phức tạp (complex refining) từ chế độ lọc đơn giản (simple refining) và có thể sử dụng cả dầu thô chua và ngọt; và 3) tăng sản lượng sản phẩm hóa dầu có biên lợi nhuận cao.

Bảng 7. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
Chi phí vốn CSH	kE	15.6%	$rf + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.417	$\beta_A(1 + ((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	β_A	1.221	Beta tài sản của BSR
Giá định GTCC			
ROE dài hạn	ROE	8.0%	ROE dài hạn
Tỷ lệ trả cổ tức	p	60.0%	Tỷ lệ chi trả cổ tức dài hạn
Tăng trưởng dài hạn	g	3.2%	$ROE * (1 - p)$
Giá định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	20.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phần bù RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN thị trường 10 năm - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN		87.7%	
Hiện giá Cổ tức tương lai (Tỷ VND)		4,231	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		30,078	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		34,309	
Tổng suất sinh lời		26.6%	
Giá mục tiêu (VND)		8,100	
Cổ tức/cp (VND)		0	

Nguồn: KBSV

Kỹ thuật dầu khí (PVS):

Giá dầu thấp khiến sản lượng cắt giảm và dự án bị trì hoãn hoặc hủy bỏ

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PVS với khuyến nghị **NẮM GIỮ** và giá mục tiêu là 11,100 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá tàu FPSO sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Các dự án bị trì hoãn bao gồm *Sao Vàng – Đại Nguyệt* và *Gallaf* dù họ có thể tái khởi động vào giữa Q3 (các dự án trên đang ở trong giai đoạn cuối và có thể có biên lợi nhuận cao hơn). Doanh thu backlog vẫn chịu áp lực bởi sự cạnh tranh khiến biên lợi nhuận tại các dự án sắp tới như *Sư Tử Trắng 2* và cảng *Thị Vải* khá thấp. Các mỏ dầu và khí Việt Nam đã bước vào giai đoạn cuối cũng khiến hoạt động kinh doanh các công ty khai thác trở nên khó khăn hơn. Chi phí khai thác ngày càng gia tăng khiến sản lượng khai thác rất nhạy cảm khi giá dầu thấp.

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 13.6% trong giai đoạn 2021E và 2025E bao gồm giả định PVS sẽ thắng những hợp đồng EPC của những mỏ khí mới, bao gồm *Sư Tử Trắng 2*, và *Nam Du U Minh*. Chúng tôi loại trừ 2 siêu dự án *Cá Voi Xanh* và *Lô Bra* khỏi dự phóng do sự không chắc chắn về thời gian khai thác và khả năng dự án bị đình trệ. Dù vậy, hoạt động khai thác thượng nguồn tại Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng lớn bởi sự đi xuống của ngành dầu khí, sự cạnh tranh gắt gao và giá dầu thấp sẽ khiến biên lợi nhuận hẹp lại và khả năng các dự án bị trì hoãn do những căng thẳng khu vực biển và sự phê duyệt dự án còn chậm.

Bảng 8. Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
Chi phí vốn CSH	kE	16.6%	$rf + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.527	$\beta_A(1 + ((1-t) * D/E))$
Beta tài sản	β_A	1.414	Beta tài sản của PVS
Giá định GTCC			
ROE dài hạn	ROE	3.5%	ROE dài hạn
Tỷ lệ trả cổ tức	p	60.0%	Tỷ lệ chi trả cổ tức dài hạn
Tăng trưởng dài hạn	g	1.4%	$ROE * (1 - p)$
Giá định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	10.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phần bù RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN thị trường 10 năm - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN		73.4%	
Hiện giá Cổ tức tương lai (Tỷ VND)		2,061	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		5,867	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		7,749	
Tổng suất sinh lời		8.3%	
Giá mục tiêu (VND)		11,000	
Cổ tức/cp (VND)		700	

Nguồn: KBSV

PV Drilling (PVD):
Cũng bị ảnh hưởng nặng bởi giá dầu thấp

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PVD với khuyến nghị **NẮM GIỮ** và giá mục tiêu là 9,600 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do nhằm thể hiện dòng tiền yếu do các hoạt động khai thác tại Việt Nam ngày càng đi xuống.

Giá thuê giàn sẽ giữ nguyên ở mức 65,000 USD cho năm 2020E và 2021E do 1) cắt giảm chi phí đầu tư khai thác vì giá dầu thấp; và 2) ít hợp đồng tại khu vực Malaysia sau khi nước này đồng ý cắt giảm theo OPEC+ từ tháng 5. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất giàn khoan tự nâng năm 2020E là 77% và tăng lên 85% cho năm 2021E.

Dự phóng của chúng tôi cho PVD với mức tăng từ 2020E đến 2025E với CAGR là 36.7%. Chúng tôi kỳ vọng giá giàn khoan tự nâng vẫn đạt mức 65,000 USD cho năm 2021E vì giá dầu thấp khiến các công ty E&P cắt giảm chi phí khai thác. Các hợp đồng từ Malaysia – khu vực hoạt động chính của PVD – sẽ suy giảm do nước này đã đồng ý cắt giảm sản lượng với OPEC+. Hơn nữa, PVD cần phải tìm những hợp đồng mới cho các giàn tự nâng do đa số các hợp đồng sẽ kết thúc vào 2H 2021E. Công ty sẽ phải phụ thuộc vào giàn TAD có hợp đồng thời hạn 6 năm (4 năm chính thức + có thể 2 năm gia hạn) với Brunei Shell Petroleum.

Bảng 9. PV Drilling (PVD) – Định giá (DCF) & giá mục tiêu (VND, %)

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
WACC	W	16.0%	$(E/(E+D) * k_E) + ((D/(E+D)) * k_D * (1-t))$
Chi phí vốn CSH	k_E	18.1%	$r_f + (\beta_E * m)$
Beta có đòn bẩy	β_E	1.693	$\beta_A(1+((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	β_A	1.459	Beta tài sản của ngành (BQ gia quyền)
Chi phí vốn vay	k_D	7.0%	$r_f + (\beta_D * m)$
Beta vốn vay	β_D	0.449	d / m
Giả định			
Đòn bẩy mục tiêu	D/E	20.0%	Tỷ lệ vốn vay/VCSH dài hạn
Thuế TNDN	t	20.0%	Thuế TNDN cận biên
Phần bù vốn vay	d	4.0%	Chênh lệch của trái phiếu hạng đầu tư
Phần bù RR thị trường	m	8.9%	Tỷ suất LN thị trường - LS phi RR
LS phi rủi ro	r_f	3.0%	Trái phiếu Chính phủ 10 năm
GTCC theo % GTDN			
Hiện giá Dòng tiền tương lai (Tỷ VND)		53.7%	
Hiện giá Giá trị cuối cùng (Tỷ VND)		3,120	
Hiện giá Giá trị DN (Tỷ VND)		3,616	
Tổng suất sinh lời			
Giá mục tiêu (VND)		6.3%	
Cổ tức/cp (VND)		9,600	
		0	

Nguồn: KBSV

RỦI RO: Việc cổ phần hóa các cổ phiếu dầu khí bị đình trệ ngăn tăng lượng giao dịch free-float

Vì việc cổ phần hóa công ty dầu khí vẫn còn trong giai đoạn đầu, việc đình trệ có thể khiến tỷ lệ giao dịch tự do free-float của các cổ phiếu lớn ở mức thấp. Tỷ lệ free-float của GAS đang quá bé chỉ ở mức 4.2% tổng cổ phiếu giao dịch, có thể khiến cổ phiếu dầu khí Việt Nam lọt rỏ những rỏ chỉ số quốc tế. Dù chính phủ rất quyết tâm trong việc cổ phần hóa các doanh nghiệp nhà nước, việc chậm tiến độ là khó tránh khỏi.

Bảng 10. Dầu khí Việt Nam – Kế hoạch cổ phần hóa Tập đoàn dầu khí PetroVietnam, 2019-2020E (%)

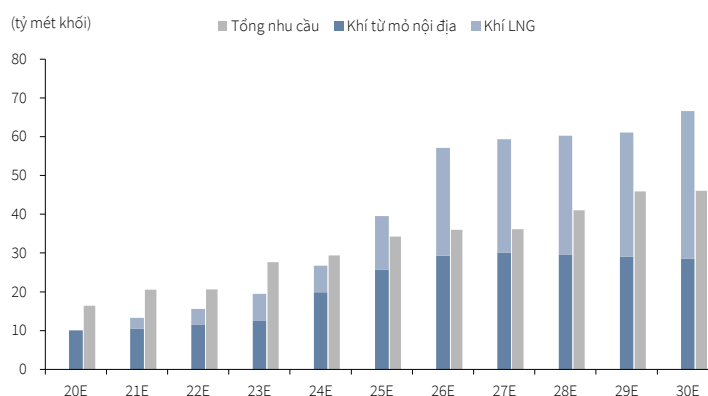
Công ty	Mã	Sở hữu hiện tại(%)	Sở hữu NN cho phép (%)	Sở hữu mục tiêu của PVN (%)	Cổ phần hóa (%)	Thời gian dự kiến	Thời gian kéo dài thêm
Khí Việt Nam	GAS	95.8%	65.0%	65.0%	30.8%	2020	Giảm cổ phần dưới 51% đến 2025
Phân bón & hóa chất	DPM	59.6%	51.0%	36.0%	23.6%	2019-2020	
Vận chuyển dầu khí	PVT	51.0%	36.0%	36.0%	15.0%	2019-2020	Giảm cổ phần dưới 31% đến 2025
Khoan Dầu khí	PVD	50.5%	50.5%	36.0%	14.5%	2020	
Kỹ thuật Dầu khí	PVS	51.0%	51.0%	30.0%	21.0%	2025	
Dầu Việt Nam	OIL	80.0%	35.1%	35.1%	44.9%	2019-2020	
Lọc hóa dầu Bình Sơn	BSR	93.0%	43.0%	43.0%	49.0%	2020	
Điện lực Dầu khí	POW	80.0%	51.0%	51.0%	29.0%	2020	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

RỦI RO: Rủi ro lớn hơn liên quan đến việc chấp thuận các mỏ khí lớn

Việc các mỏ khí mới bị đình trệ là rủi ro lớn nhất của ngành dầu khí. Sản lượng tiềm năng từ các mỏ khí này là rất lớn nhưng thời gian các dự án này đi vào hoạt động vẫn là dấu hỏi lớn. Kế hoạch ban đầu được đề ra đến tận 2005 và vẫn chưa tiến triển gì nhiều do căng thẳng khu vực biển. Với việc các dự án LNG đang được triển khai, các mỏ khí đi vào hoạt động có thể khiến thị trường bị dư cung. Dù vậy, chúng tôi tin rằng Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục kế hoạch nhập khẩu LNG để giảm chi phí đầu vào cho các công ty điện (và cũng là lý do khiến chúng tôi tin rằng các nhà chức trách sẽ sử dụng phương pháp tính giá trung bình theo hồ (pooled pricing system) cho giá bán khí LNG nhập khẩu, sẽ được nhắc đến cụ thể trong phần sau)

Biểu đồ 5. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí tự nhiên nội địa (giả định mỏ mới) & sản lượng khí LNG nhập khẩu vs ước tính nhu cầu tiêu thụ, 2020E-2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

IV. Đóng vị thế những giao dịch có tính chu kỳ

Lợi nhuận các công ty thượng nguồn và hạ nguồn sẽ tăng giảm khác nhau sau KQKD Q2

Chúng tôi bắt đầu triển khai dự phóng lợi nhuận các công ty dầu khí Việt Nam theo quý để phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về sự khác nhau về lợi nhuận của các công ty thượng nguồn và hạ nguồn sau KQKD Q2. Sự phục hồi lợi nhuận của PVS & PVD tiếp tục bị đặt trong tình trạng báo động bởi cắt giảm sản lượng và các dự án bị đình trệ. Vì vậy, chúng tôi không kỳ vọng lợi nhuận phục hồi cho đến năm 2021E khi giá dầu đã vượt qua mức hòa vốn 55 USD. Chúng tôi có quan điểm tích cực hơn cho phân khúc hạ nguồn cụ thể là GAS và PLX vì giá dầu đã tăng lại mức vừa đủ để lợi nhuận của 2 công ty sẽ tăng trở lại do công thức giá bán liên kết trực tiếp với giá dầu. BSR và PVT sẽ tiếp tục trải qua thêm một quý tệ nữa do BSR đại tu vào tháng 8 nhưng chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ trở lại hoàn toàn vào Q4.

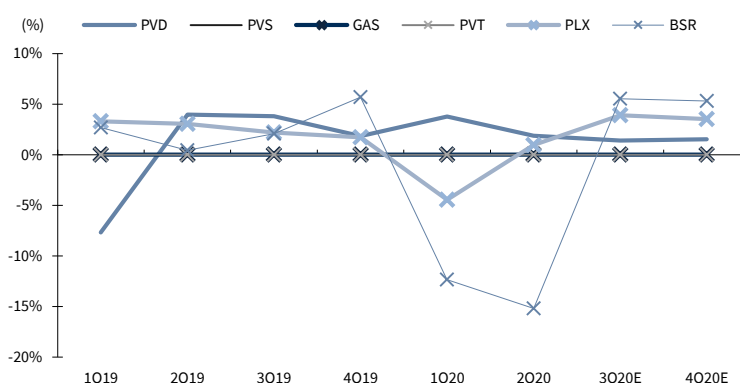
Bảng 11. Dầu khí Việt Nam – KBSV dự phóng lợi nhuận theo quý, Q1 2019- Q4 2020E (tỷ VND, %)

Công ty	2019A				% QoQ				2020E				% QoQ			
	1QA	2QA	3QA	4QA	1QA	2QA	3QA	4QA	1QA	2QE	3QE	4QE	1QA	2QE	3QE	4QE
Thượng nguồn																
PVD	-87	109	27	136	-122	-225	-75	401	24	50	31	27	-82	107	-39	-14
PVS	369	218	62	200	10	-41	-71	221	111	248	260	283	-44	123	5	9
Trung nguồn																
GAS	3,029	3,020	2,884	2,969	18	0	-5	3	2,333	1,714	2,157	1,964	-21	-27	26	-9
PVT	147	205	139	198	-37	40	-32	42	67	131	97	242	-66	95	-26	150
Hạ nguồn																
PLX	1,201	1,181	960	816	39	-2	-19	-15	-1,893	333	1,101	1,082	-332	-118	231	-2
BSR	608	119	598	1,590	na	-81	404	166	-2,330	-1,894	602	680	-247	-19	-132	13

Lưu ý: Lợi nhuận Q2 của GAS, BSR và PVS được dựa vào số liệu thực tế.

Nguồn: PetroVietnam, KBSV

Biểu đồ 6. Dầu khí Việt Nam – Biên lợi nhuận EBIT theo quý, Q1 2019 – Q4 2020E (%)



EBIT: Lợi nhuận hoạt động trước doanh thu & chi phí lãi vay và lợi nhuận từ liên doanh/liên kết

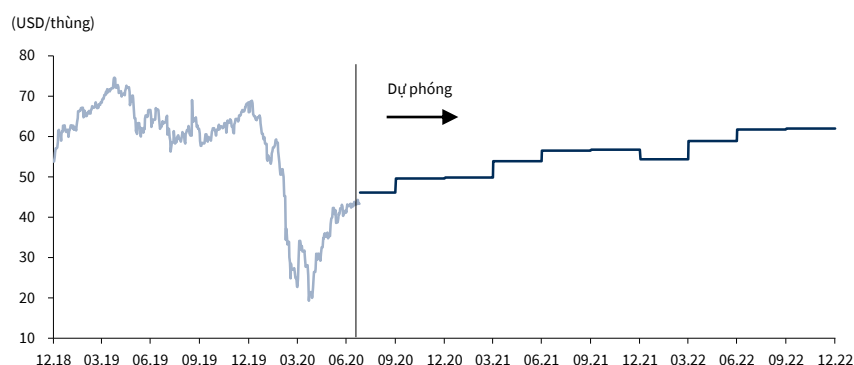
Lưu ý: Lợi nhuận Q2 GAS, BSR và PVS dựa trên số thực tế

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Giá dầu thô Brent bật lại và đã tăng quá mạnh và chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư đóng vị thế nhưng giao dịch tại các công ty khai thác như PVS & PVD

Bộ phận phân tích hàng hóa quốc tế của KB Securities tại Hàn Quốc kỳ vọng giá dầu sẽ phục hồi chậm cho phần còn lại của năm 2020E. Giá dầu thô WTI sẽ đạt trung bình 40.1 USD trong Q3 và 43.6 USD trong Q4 vs trung bình 28 USD của Q2. Về phía dầu thô Brent – hàng hóa cơ sở của thị trường Việt Nam, giá Brent được kỳ vọng sẽ đạt 46.1 USD trong Q3 và 49.6 trong Q4 so với trung bình 33.39 USD của Q2. Các chuyên gia phân tích tại Hàn Quốc cho rằng xu hướng tăng của giá dầu thô sẽ bắt đầu chậm lại, với chỉ tăng 7.6% trong Q4 vs tăng 38.1% từ Q2 sang Q3. Hơn nữa, dấu hiệu của làn sóng COVID-19 thứ 2 ở nhiều quốc gia hàng đầu có thể khiến đội ngũ phân tích hàng hóa của công ty chúng tôi hạ dự phóng trong vài tuần tới.

Biểu đồ 7. Dầu thô – Giá dầu Brent hiện tại & dự phóng, 1/2019 -12/2022E (USD/thùng)

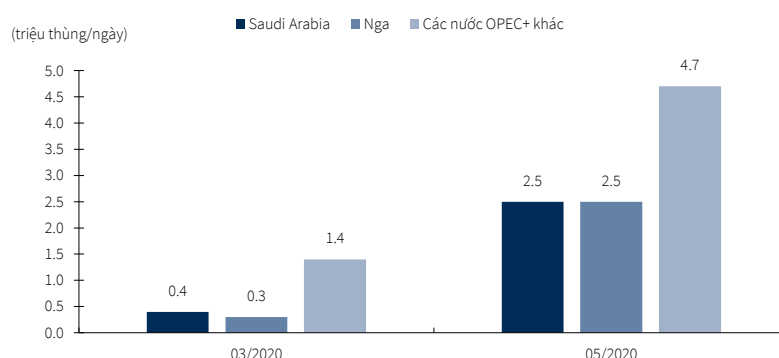


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Các nước OPEC+ sẽ không sẵn sàng kéo dài việc cắt giảm sản lượng

Các nước OPEC+ đã đồng ý cắt giảm sản lượng dầu khí đợt 2 vào tháng 5 nhưng có lẽ sẽ không sẵn sàng kéo dài việc cắt giảm này thêm nữa. Thỏa thuận cắt giảm vào tháng 5 lớn hơn so với thỏa thuận hồi tháng 3 nhưng sẽ bắt đầu giảm dần cho đến tháng 4 2022E. Sản lượng cắt giảm bắt đầu với mức 9.7 triệu thùng/ngày cho tháng 5 và tháng 6 và sẽ bắt đầu giảm dần xuống 7.7 triệu thùng/ngày trong tháng 7 đến tháng 12; và cuối cùng sẽ là 5.8 triệu thùng/ngày cho 16 tháng còn lại của thỏa thuận

Biểu đồ 8. OPEC+ – Sản lượng cắt giảm đã đồng ý, 3/2020 & 5/2020 (triệu thùng/ngày)

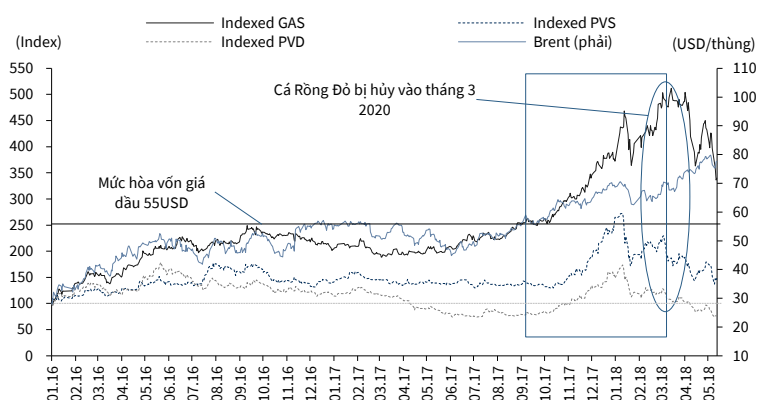


Nguồn: KBSV

Nhà đầu tư không nên bỏ rơi ngành dầu khí Việt Nam hoàn toàn vì giá các cổ phiếu dầu khí sẽ đạt đỉnh khi giá Brent vượt qua mức hòa vốn 55USD

Chúng tôi khuyên nhà đầu tư không nên bỏ rơi ngành dầu khí Việt Nam hoàn toàn bất chấp diễn biến sự phục hồi của giá dầu có vẻ đã hạ nhiệt. Nhìn lại giai đoạn quá khứ lúc giá dầu lao dốc năm 2015-2016 đã chứng minh rằng diễn biến giá cổ phiếu dầu khí Việt Nam chỉ đạt đỉnh sau khi Brent vượt qua mức 55 USD. Với việc sản xuất/khai thác giá dầu bắt đầu cơ lợi khi trên mức 55USD, các công ty khai thác đánh dấu việc lợi nhuận đã trở lại và bắt đầu hoàn nhập dự phòng để hỗ trợ KQKD. Độ tương quan với giá dầu Brent chỉ kéo dài trong thời gian đầu sau khi bật lên từ đáy dài hạn. Trong quá khứ, cổ phiếu GAS thực sự bám sát sự phục hồi của giá dầu, trong khi diễn biến cổ phiếu PVS và PVD lại kém hơn so với giá dầu. Chu kỳ gần nhất của cổ phiếu dầu khí bắt đầu từ tháng 1 2016 khi Brent chạm đáy 28 USD và kết thúc khi dự án *Cá Rồng Đỏ* bị hủy bỏ vào tháng 3 2018 trong khi giá dầu thô đã tăng lên 70 USD.

Biểu đồ 9. Dầu khí Việt Nam– Giá cổ phiếu indexed và giá Brent, 1/2016-5/2018 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Độ tương quan biến mất sau thời gian đầu theo sát với sự phục hồi của giá dầu; chuyển vị thế từ PVS & PVD sang GAS

Nhưng chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên đóng vị thế ở PVS và PVD và chuyển sang nắm giữ GAS. Chỉ cổ phiếu GAS theo sát hoàn toàn sự phục hồi của giá dầu, trong khi giá cổ phiếu PVS và PVD, những công ty khai thác, lại duy chuyển lệch hướng và diễn biến kém hơn so với giá dầu. Độ tương quan với giá dầu không tồn tại xuyên suốt quá trình sự phục hồi của giá dầu mà chỉ trong thời gian ngắn giống như những đợt giao dịch trước đây.

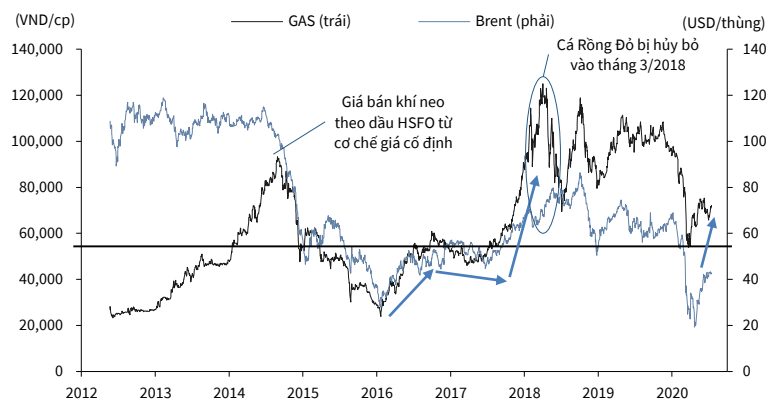
Độ tương quan lâu dài của GAS xuyên suốt thời gian Brent phục hồi

GAS có chung xu hướng di chuyển với Brent do cơ chế thả nổi giá khí năm 2014. Giá bán khí được neo theo giá dầu mazut có nhiều sulfur (HSFO) và có công thức như sau:

$$\text{Giá bán} = \text{Max} [46\% \text{ HSFO, giá miệng giếng}] + \text{chi phí vận chuyển (bao gồm lợi nhuận)}$$

Công thức trên thể hiện mối liên hệ trực tiếp giữa GAS với giá Brent vì lợi nhuận của GAS được xác định bởi giá dầu HSFO; điều này khiến GAS theo sát sự phục hồi của giá Brent nhất trong những cổ phiếu dầu khí.

Biểu đồ 10. Dầu khí Việt Nam- Giá cổ phiếu GAS và giá Brent, 2012-2020 (VND/cp, USD/thùng)

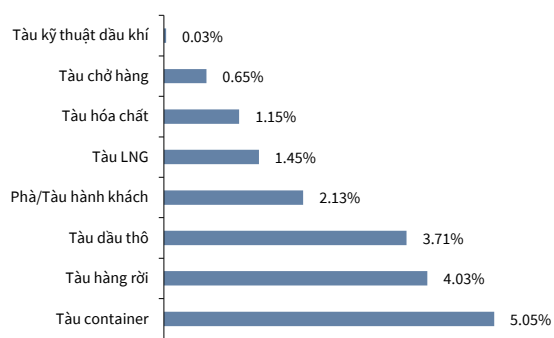


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Chúng tôi cũng tin rằng giá dầu HSFO đã chạm đáy

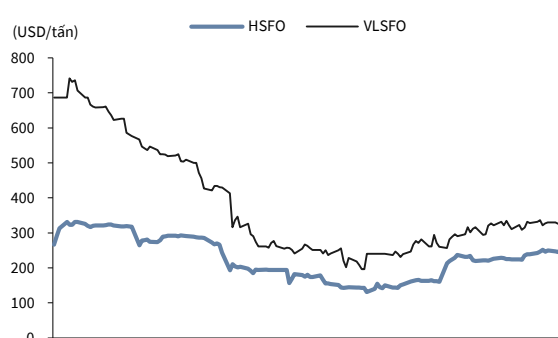
Giá dầu HSFO (dầu FO nhiều sulfur) cũng sẽ phục hồi từ đáy xuất phát từ sự ảnh hưởng của luật hàng hải IMO 2020 vào tháng 1 khiến tàu thuyền phải giảm lượng sulfur phải ra. Việc giá dầu HSFO giảm, khiến giá bán khí tự nhiên giảm và cũng như lợi nhuận của GAS. Việc giá dầu VLSFO (dầu FO rất ít sulfur) khá cao sẽ thúc đẩy việc các tàu gắn thêm máy lọc. Hiện tại, chỉ có khoảng 4,000 tàu tương đương 6% lượng tàu thế giới có cài thêm máy lọc để giảm chất thải.

Biểu đồ 11. Tàu quốc tế - Tỷ trọng theo loại tàu đã lắp đặt máy lọc, 2019 (% tổng tàu thế giới)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 12. Hàng hóa thế giới - Giá dầu HSFO & dầu VLSFO, 1/2020-7/2020 (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá PVS & PVD bị ảnh hưởng nhiều bởi giá thuê hoạt động khai thác, khiến PVS & PVD không thể theo sát sự phục hồi của Brent

Tuy nhiên, giá thuê của các hoạt động khai thác thượng nguồn mới là yếu tố ảnh hưởng trực tiếp lên giá cổ phiếu và lợi nhuận của PVS và PVD. Hơn nữa, cơ chế giá thuê thượng nguồn khá phức tạp và thường đòi hỏi giá Brent phải trên chi phí sản xuất trước khi thực sự bước vào giai đoạn phục hồi của ngành. Điều này có thể thấy trong 2 đợt suy thoái trước đây, giá thuê khu vực thượng nguồn ngày càng giảm dần ngăn cho giá PVS & PVD phục hồi theo giá Brent.

Giảm giá thuê FPSO và lợi nhuận mỏng của dự án EPC có thể khiến diễn biến giá PVS kém hơn giá dầu 1 lần nữa

Đáng lưu ý, giá thuê tàu FPSO khá quan trọng với PVS và tình trạng mỏng FPSO hiện nay có thể lặp lại giống như trong quá khứ. Trong Q1 2020, PVS đã trích lập chi phí dự phòng cho một tàu FPSO sau khi hoạt động bị ảnh hưởng bởi sản lượng sụt giảm; nhu cầu dầu thô giảm mạnh; và do công sức chứa dầu thô đã cạn. Thêm nữa, giá hợp đồng EPC của các dự án mới cũng đóng vai trò quan trọng lên lợi nhuận của PVS, tuy nhiên hợp đồng EPC bị ảnh hưởng nhiều bởi các rủi ro liên quan đến dự án bị ngưng trệ hay bị hủy bỏ. Với thị trường xây lắp dầu khí rất khó khăn trong 5 năm trở lại, việc giá dầu thấp hơn mức hòa vốn sẽ khiến việc chậm tiến độ ngày trầm trọng.

Biểu đồ 13. Dầu khí Việt Nam– Giá cổ phiếu PVS và giá Brent, 2007-2020 (VND/cp, USD/thùng)

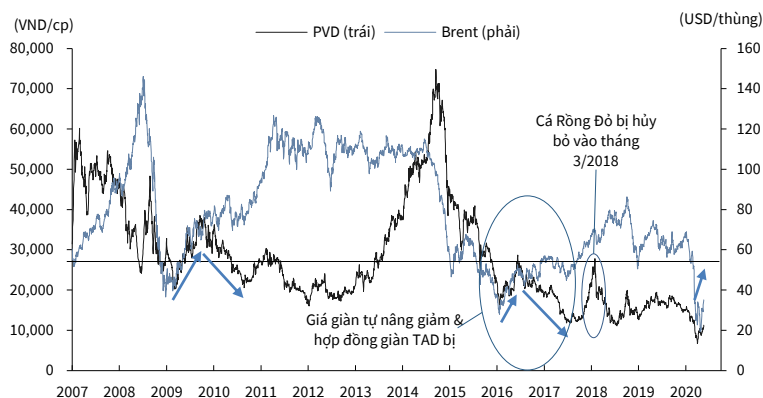


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Việc giảm giá thuê giàn tự nâng luôn là nỗi lo lớn nhất với PVD trong quá khứ

Giá thuê giàn khoan tự nâng đóng vai trò quan trọng cho lợi nhuận và giá cổ phiếu của PVD. Hiện nay, giá dầu sụt giảm mạnh và các nước OPEC+ cắt giảm sản lượng do đại dịch corona gây áp lực lên giá thuê jack-up, khiến cho giá thuê giàn jack-up và giá PVD không thể phục hồi theo kịp giá Brent. Việc này tương tự như những cuộc khủng hoảng giá dầu trước đây khi giá Brent bé hơn mức hòa vốn dẫn đến cắt giảm sản lượng và các dự án trọng điểm bị hủy bỏ. Hơn nữa, các hợp đồng khoan của PVD sẽ hết hạn vào cuối năm 2020E và công ty cần khẩn trương tìm những hợp đồng mới.

Biểu đồ 14. Dầu khí Việt Nam- Giá cổ phiếu PVD và giá Brent, 2007-2020 (VND/cp, USD/thùng)

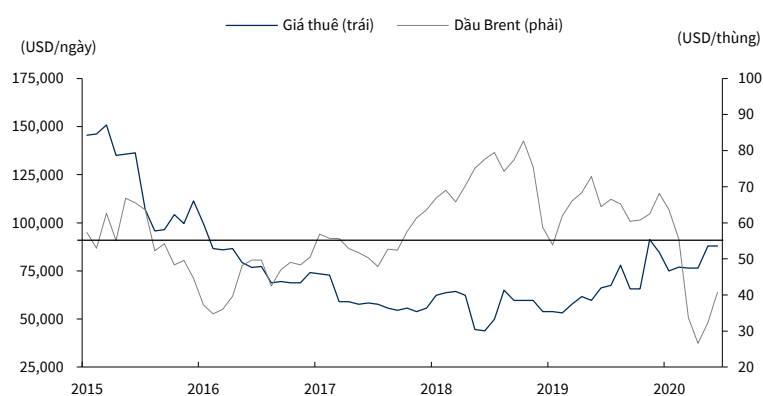


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Việc cắt giảm thêm sản lượng của các nước OPEC+ có thể làm đảo chiều xu hướng phục hồi của thị trường giàn tự nâng jack-up

Thị trường dầu khí Việt Nam có thể tiếp tục gặp khó khăn tương tự trong quá khứ và giá thuê thị trường khai thác có thể khiến độ tương quan của PVS & PVD sẽ ngày càng yếu dần. Ban đầu, thị trường khoan được kì vọng phục hồi sau khi thỏa thuận cắt giảm sản lượng OPEC+ hết hạn cuối tháng 3/2020. Tuy nhiên, giá dầu lao dốc và việc các nước OPEC+ cắt giảm sản lượng kỉ lục vào 4/2020 do COVID-19 khiến nhu cầu khoan suy giảm. Thêm nữa, các công ty dầu khí quốc tế hàng đầu đã quyết định giảm ngân sách đầu tư các hoạt động khai thác E&P trong năm nay, khiến triển vọng sản lượng dầu thô ngày càng ảm đạm.

Biểu đồ 15. Dầu khí Việt Nam- Giá thuê giàn jack-up vs Brent, 2015- 2020 (USD/ngày, USD/thùng)



Nguồn: IHS Markit, KBSV

IV. LNG tiềm năng tăng trưởng dài hạn

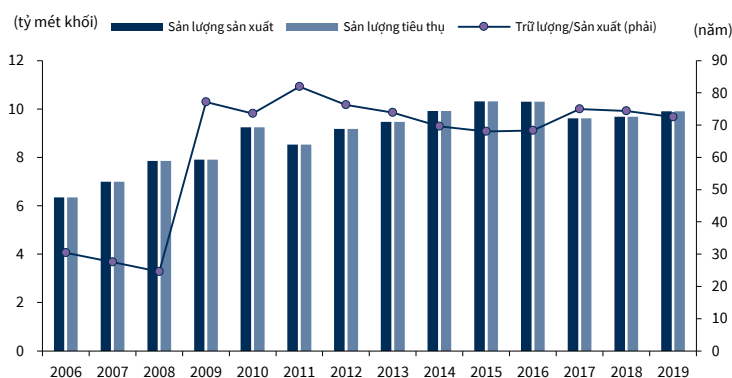
GAS & PVT sẽ hưởng lợi từ việc nhập khẩu LNG

GAS và PVT sẽ hưởng lợi nhiều nhất khi việc nhập khẩu khí LNG được triển khai vào năm 2021E/2022E do các cảng LNG sẽ bắt đầu đi vào hoạt động. Sản lượng nhập khẩu dùng để bù đắp cho sự thiếu hụt nhu cầu ngày càng gia tăng vì sản lượng từ các mỏ khí nội cũng dần yếu đi (dự phóng của chúng tôi đã bao gồm việc các dự án khí lớn sắp tới sẽ bị trì hoãn thêm vài năm nữa). Dựa vào lộ trình dài hạn đã được đề ra, PV Gas sẽ là chủ đầu tư chính cho 7 trên 9 cảng LNG trong vòng 15 năm tới. PVT cũng là ứng cử viên sáng giá cho việc vận chuyển LNG cho những cảng trên và cũng đang chuẩn bị việc đầu tư các tàu LNG..

Sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên bị hạn chế do không có cơ sở vật chất để nhập LNG

Hiện tại, GAS là công ty độc quyền trong việc vận chuyển khí tự nhiên từ các mỏ thông qua các đường ống dẫn và chỉ đáp ứng được khoảng 79% nhu cầu từ các nhà máy điện khí năm 2020E. Sản lượng tiêu thụ khí tự nhiên trong thập kỷ qua bị giới hạn bởi sản lượng từ các mỏ nội địa do không có cơ sở vật chất để nhập khí LNG. Hơn nữa, sản lượng khí thiếu hụt sẽ càng trầm trọng hơn vì các mỏ khí hiện tại cũng đang bước vào giai đoạn.

Biểu đồ 16. Dầu khí Việt Nam– Sản lượng sản xuất, tiêu thụ & chỉ số trữ lượng trên sản lượng, 2008– 2019 (tỷ mét khối, năm)

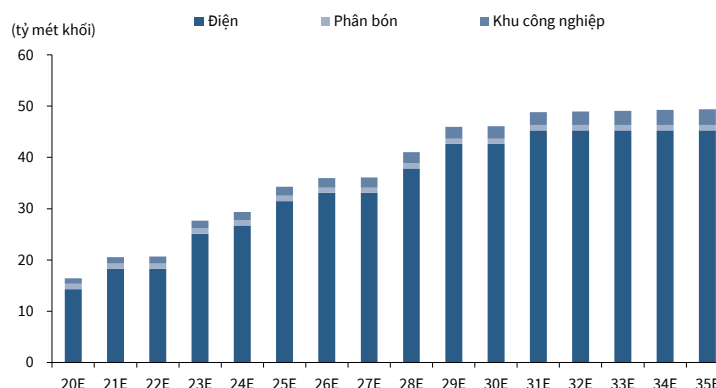


Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Chúng tôi ước tính nhu cầu khí từ ngành điện sẽ tăng gấp ba trong 15 năm tới

Chúng tôi ước tính chỉ riêng việc mở rộng điện lưới của Tập đoàn điện lực EVN cho các nhà máy điện khí đã khiến nhu cầu khí tự nhiên tăng gấp ba cho tới năm 2035. Đa phần nhu cầu trên có thể được đáp ứng bởi việc nhập LNG vì sản lượng khí tự nhiên sẽ giảm khoảng 12.2% mỗi năm nếu không có mỏ mới nào được khai thác

Biểu đồ 17. Dầu khí Việt Nam- Ước tính tiêu thụ khí tự nhiên theo ngành, 2020E-2035E (tỷ mét khối)



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

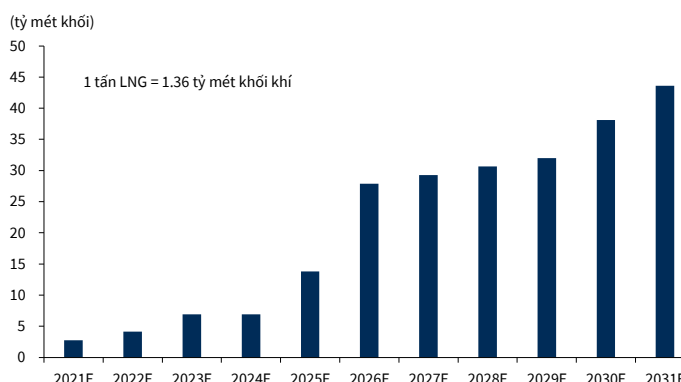
Bảng 12. Điện lực Việt Nam – Kế hoạch xây dựng các nhà máy điện, 2022E-2028E (megawatts)

Nhà máy điện	Chủ sở hữu	Công suất	Năm khởi công
Nhơn Trạch 3	PVN	750 MW	2022
Nhơn Trạch 4		750 MW	2022
Sơn Mỹ 2.1	AES Corporation, PV GAS	750 MW	2023
Sơn Mỹ 2.2		750 MW	2024
Sơn Mỹ 2.3		750 MW	2025
Sơn Mỹ 1.1	EDF, Kyushu, Sojitz, PAC	750 MW	2026
Sơn Mỹ 1.2		750 MW	2027
Sơn Mỹ 1.3		750 MW	2028
Ô Môn 3	EVN (ODA)	750 MW	2020
Ô Môn 4	EVN	750 MW	2021
Ô Môn 2	Chưa có	750 MW	2026
Kiên Giang 1	PVN	750 MW	2021
Kiên Giang 2		750 MW	2022
Miền Trung 1	PVN	750 MW	2023
Miền Trung 2		750 MW	2024
Dung Quất 1	EVN	750 MW	2023
Dung Quất 2	BOT	750 MW	2024
Dung Quất 3	EVN	750 MW	2025
Tổng công suất		13,500 MW	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

GAS sẽ là đơn vị dẫn đầu trong việc đầu tư các dự án cảng LNG để làm hẹp chênh lệch cung cầu

GAS sẽ đầu tư 7 trên 9 cảng LNG trong giai đoạn 2022E đến 2035E. Nếu kế hoạch được thực hiện, chúng tôi ước tính Việt Nam sẽ nhập 25 triệu tấn LNG mỗi năm tương đương 150% nhu cầu khí 2035E. Cảng *Hải Linh* thuộc TNHH Hải Linh sẽ là cảng LNG đầu tiên đi vận hành vào năm 2021E nhưng cảng *Thị Vải* của PV Gas sẽ nối đuôi và đi vào hoạt động năm 2022E. Hơn nữa, PV Gas cũng đã mở thầu cho Nghiên cứu khả thi (*feasibility study*) cho *Thị Vải* giai đoạn 2 để sớm đi vào hoạt động năm 2023E

Biểu đồ 18. Dầu khí Việt Nam– Sản lượng khí LNG từ các cảng mới, 2021E– 2031E (tỷ mét khối)

Nguồn: Quy hoạch khí Việt Nam, KBSV

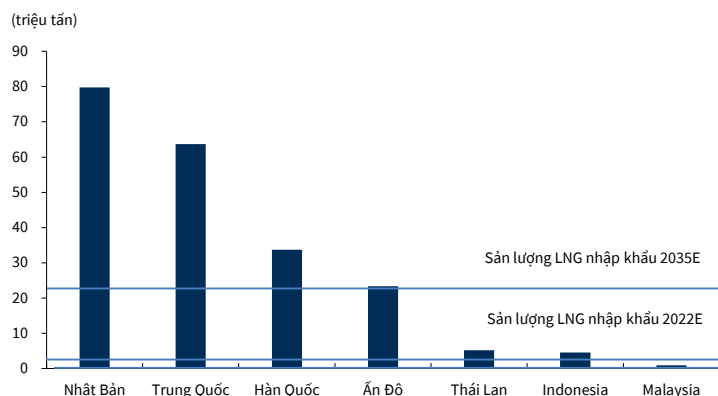
Bảng 13. Dầu khí Việt Nam – Các cảng LNG trong thời gian tới, 2021E-31E (triệu tấn)

Cảng nhập khẩu LNG	Năm khởi công	Nhà đầu tư chính	Công suất (MTPA)
<i>Thị Vải (Bà Rịa-Vũng Tàu)</i>	2022		1-3 MT
<i>Hòn Khoai (Cà Mau)</i>	2022-25 (giai đoạn 1)		1MT (giai đoạn 1)
	2025 - (giai đoạn 2)		2MT (giai đoạn 2)
<i>Tiền Giang (Tiền Giang)</i>	2022-25		4-6 MT
<i>Sơn Mỹ (Bình Thuận)</i>	2023-25 (giai đoạn 1)	PV Gas	1-3 MT (giai đoạn 1),
	2027-30 (giai đoạn 2)	(GAS)	3 MT (giai đoạn 2) &
	2031-35 (giai đoạn 3)		3 MT (giai đoạn 3)
<i>Thái Bình FRSU</i>	2026-30		0.2-0.5 MT
<i>Mỹ Giang (Khánh Hòa)</i>	2030-35		3 MT
<i>Cá Hải (Hải Phòng)</i>	2030-35		1-3 MT
<i>Nam Vân Phong (Khánh Hòa)</i>	2025	Petrolimex (PLX)	1 MT
<i>Hải Linh LNG (Vũng Tàu)</i>	2021 (giai đoạn 1)	TNHH Hải Linh	2-3 MT (giai đoạn 1)
	2023-25 (giai đoạn 2)	(không lên sàn)	6 MT (giai đoạn 2)

Nguồn: Quy hoạch khí Việt Nam, KBSV

Việt Nam sẽ trở thành nước nhập khẩu khí LNG lớn nhất thứ 8 Châu Á

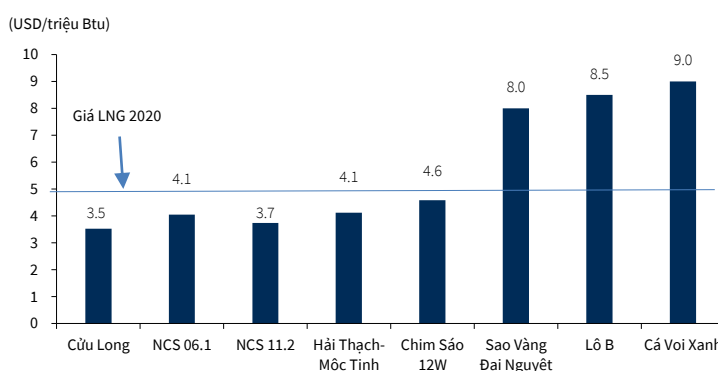
Tới năm 2022E, Việt Nam sẽ trở thành nước nhập khẩu khí LNG lớn nhất thứ 8 Châu Á với cảng Hải Linh (hoạt động năm 2021E & công suất 2 triệu tấn mỗi năm) và cảng Thị Vải (hoạt động năm 2022E & công suất 1triệu tấn mỗi năm). Theo dự phóng của chúng tôi, sản lượng nhập khẩu LNG của Việt Nam sẽ tương đương Thái Lan & Indonesia.

Biểu đồ 19. LNG Châu Á- Sản lượng khí LNG nhập khẩu theo các nước, 2019 (triệu tấn)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Việt Nam sẽ trở thành nước nhập khẩu khí LNG lớn nhất thứ 8 Châu Á

Giá khí LNG xuất khẩu tại Mỹ & Nga đang giao dịch ở mức 5.00 USD/triệu Btu & khá thấp so với giá miệt giếng của những dự án khí sắp tới của Việt Nam. Những mỏ khí mới sắp tới bao gồm mỏ *Sao Vàng-Đại Nguyệt* tại bể *Nam Côn Sơn* và mỏ *Sư Trử Trắc* tại bể *Cửu Long* đều nằm ở bờ phía Nam và hai mỏ lớn nhất là *Lô B* tại bể Malay-Thổ Chu ở bờ Tây Nam và *Cá Voi Xanh* ở bờ Đông Bắc. Theo ước tính của chuyên gia ngành, giá miệt giếng tại Lô B là 8.50 USD/triệu Btu, tại Cá Voi Xanh là 9.00 USD/triệu Btu và tại Sao Vàng Đại Nguyệt là 8.00 USD/triệu Btu (không có số liệu cho *Sư Trử Trắc*). Kể cả sau khi thêm 30% chi phí vận chuyển và hóa khí, chúng tôi vẫn cho rằng khí LNG nhập khẩu vẫn rất cạnh tranh và phù hợp cho các nhà máy điện.

Biểu đồ 20. Dầu khí Việt Nam- Giá miệt giếng các mỏ hiện tại & tương lai, 2019 (USD/triệu Btu)

Nguồn: PV Gas, Bloomberg, KBSV

Cơ chế giá bán & giá vốn mua khí của Việt Nam khá phức tạp

Cơ chế bán và mua khí tự nhiên tại Việt Nam khá phức tạp. Giá bán cho các sản phẩm năng lượng tại Việt Nam được xác định bởi chính phủ (bao gồm cả chi phí thuế quan), trong khi giá vốn mua khí được xác định dựa trên cơ chế giá cố định hoặc thả nổi tùy mô. Một số thay đổi liên quan đến việc loại cơ chế bán sản lượng bao tiêu (*Take or pay*). Giá khí được bán cho nhà máy điện theo 2 giá: 1) sản lượng bao tiêu (*Take or pay*) cũ (đã được loại bỏ) cho các nhà máy điện khu vực Đông Nam; và 2) sản lượng trên mức bao tiêu (*Above take or pay*) đại diện cho phần sản lượng khí còn lại bán cho các nhà máy điện ngoài khu vực Đông Nam.

Điện lực-Sản lượng bao tiêu: Sản lượng bao tiêu đã được loại bỏ và là thỏa thuận này với có giá bán năm 2015 là 5.57 USD/triệu Btu và tăng 2% mỗi năm sau đó. Khoảng 35% sản lượng của GAS được bán dưới hình thức bao tiêu. GAS đã chấm dứt cơ chế bao tiêu vào tháng 3 năm 2019 và sẽ áp dụng giá bán của trên mức bao tiêu. Tuy nhiên, vẫn chưa rõ ràng việc GAS phải chuyển phần chênh lệch này cho chính phủ hay không.

Điện lực-Sản lượng trên mức bao tiêu: Giá sản lượng trên mức bao tiêu neo theo giá dầu HSFO tại khu vực Singapore và có công thức như sau:

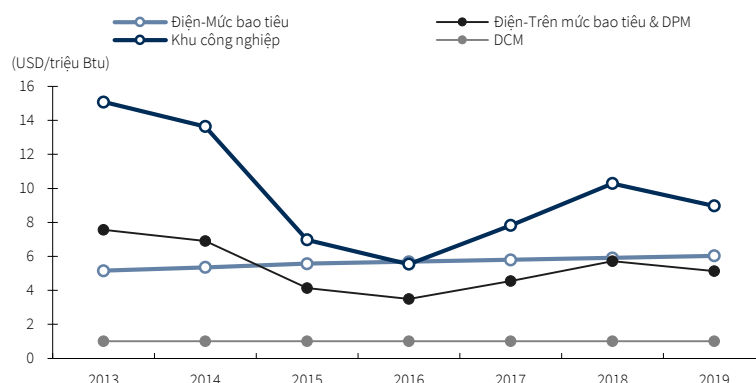
$$\text{Giá bán} = \text{Max} [46\% \text{ giá HSFO, giá miệng giếng}] \\ + \text{chi phí vận chuyển (bao gồm lợi nhuận)}$$

Giá bán khí là 46% giá HSFO hoặc giá miệng giếng cộng với chi phí vận chuyển, thuế quan để đảm bảo GAS vẫn có lợi nhuận kể cả khi giá HSFO rất mạnh. Chi phí vận chuyển được xác định tùy vào từng vào đường ống khí.

Khu công nghiệp: Giá bán khí cho khách hàng công nghiệp được thương lượng vào mỗi đầu năm hoặc dựa vào công thức dưới đây:

$$\text{Giá bán} = \text{Max} [100\% \text{ giá HSFO, giá miệng giếng}] \\ + \text{chi phí vận chuyển (bao gồm lợi nhuận)}$$

Phân bón: Hiện tại, hai công ty phân bón lớn nhất là Đạm Phú Mỹ (DPM) và Đạm Cà Mau (DCM) cũng đang áp dụng phương thức tương tự sản lượng bao tiêu từ năm 2019. Trước thời điểm này, DCM chỉ phải trả chi phí vận chuyển và thuế quan cho sản lượng khí từ *PM3-CAA* theo kế hoạch trợ giá của chính phủ nhằm đảm bảo DCM đạt ROE tối thiểu 12%. *PM3-CAA* là liên doanh giữa Malaysia và Việt Nam tại vịnh Thái Lan.

Biểu đồ 21. PV Gas – Giá bán khí nội địa, 2013-2019 (USD/triệu Btu)

Nguồn: PV Gas, Bloomberg, KBSV

Giá mua khí của GAS tùy thuộc vào từng mỏ

Cơ chế giá vốn khí tùy thuộc vào từng mỏ và có hai loại: mua giá cố định hoặc mua cơ chế thả nổi. Cơ chế giá cố định dựa vào một giá xác định trước và thả nổi 2% mỗi năm, trong khi cơ chế giá vốn thả nổi tương đương dựa vào công thức:

$$\text{Giá mua khí} = \text{Max} [46\% \text{ giá HSFO, giá miệng giếng}]$$

Các mỏ khí chính hiện tại của Việt Nam nằm tại bể *Nam Côn Sơn* bên bờ phía Nam, bể *Cửu Long* nằm ở phía Nam Đồng bằng sông Cửu Long, mỏ khí *PM3-CAA* tại bể *Malay-Thổ Chu* nằm bên bờ Tây Nam và mỏ khí *Hàm Rồng-Thái Bình* nằm ở bờ phía Đông Bắc. Bể *Nam Côn Sơn* là bể khí lớn nhất Việt Nam, các mỏ của *Cửu Long* được phân bổ đều giữa dầu thô & khí và *PM3-CAA* và *Hàm Rồng-Thái Bình* chứa ít mỏ khí hơn.

Nam Côn Sơn & Cửu Long: Với tư cách là bể khí lớn nhất hiện tại, các mỏ khí của *Nam Côn Sơn* phần lớn có cơ chế giá cố định để cung cấp cho sản lượng bao tiêu. Bể *Cửu Long* có các mỏ khí lâu đời sử dụng giá mua cố định nhưng vẫn cung cấp bán cho khách trên mức bao tiêu. Việc tiếp tục sử dụng giá mua khí cố định cho phép GAS kiếm được phần lợi nhuận chênh lệch lớn với việc loại bỏ mức bao tiêu.

Hàm Rồng-Thái Bình: Giá vốn cho những mỏ khí ở đây được dựa trên giá thả nổi, với khách hàng chính là các khu công nghiệp tại Thái Bình nằm ở phía Tây Nam của Hải Phòng thuộc khu vực phía Bắc Việt Nam.

PM3-CAA: liên doanh giữa Việt Nam & Malaysia, một phần nhỏ sản lượng mỏ này bán cho Đạm Cà Mau (DCM) với hình thức trợ giá cho doanh nghiệp và đã được chuyển sang hình thức thả nổi vào năm 2019. Sản lượng khí cho những khách hàng còn lại đều được dựa theo phương thức thả nổi

Bảng 14. Dầu khí Việt Nam – Cơ chế giá mua & bán khí theo bể (USD/triệu Btu, tỷ mét khối, %)

Bể khí tự nhiên	Cơ chế giá mua	Cách tính giá mua	Cơ chế giá bán	Cách tính giá bán	Khách hàng
Cửu Long	Cố định	3.53USD/mmBtu năm 2019 & trượt 2% mỗi năm	Thả nổi	MAX (46% HSFO; giá miêng giếng) + chi phí vận chuyển	Điện lực-Trên mức bao tiêu Đạm Phú Mỹ (DPM)
Nam Côn Sơn	Cố định	3.53USD/mmBtu năm 2019 & trượt 2% mỗi năm	Cố định	5.81USD/mmBtu năm 2019 & trượt 2% mỗi năm	Điện lực-Mức bao tiêu (3.55 tỷ mét khối) EVN Genco 3, Phú Mỹ 3, Phú Mỹ 2.2 BOT
	Thả nổi	MAX (46% HSFO; giá miêng giếng)	Thả nổi	MAX (46% HSFO; giá miêng giếng) + chi phí vận chuyển	Điện lực-Trên mức bao tiêu Đạm Phú Mỹ (DPM)
Malay-Thổ Chu	Thả nổi	MAX (46% HSFO; giá miêng giếng)	Thả nổi	MAX (46% HSFO; giá miêng giếng) + chi phí vận chuyển	Điện Cà Mau Đạm Cà Mau (DCM)
Hàm Rồng- Thái Bình	Thả nổi	MAX (46% HSFO; giá miêng giếng)	Thả nổi	100% HSFO hoặc thương lượng mỗi năm + chi phí vận chuyển	Khu công nghiệp Hiệp Phước Khu công nghiệp khác

Nguồn: PV Gas, KBSV

Ấn số còn lại là công thức tính giá LNG và chính phủ vẫn chưa công bố cơ chế giá chính thức

Chính phủ Việt Nam vẫn chưa công bố thông tin chi tiết về cơ chế giá bán khí LNG. Tuy nhiên, sau khi xem xét cơ chế giá bán LNG tại các nước như Thái Lan, Malaysia và Indonesia, chúng tôi tin rằng Việt Nam có khả năng cao áp dụng phương pháp tính giá trung bình của hồ (pooled pricing) tương tự tại Thái Lan. Cả hai thị trường có chung nhiều đặc tính, *PTT Exploration & Production (PTTEP)* có vai trò tương tự với PV Gas: đều là doanh nghiệp Nhà nước và nhà phân phối, vận chuyển khí tự nhiên độc quyền tại Thái Lan. Một viễn cảnh có thể xảy ra với Việt Nam bao gồm việc sử dụng phương pháp tính giá trung bình của hồ (pooled pricing) để bán khí cho các nhà máy điện với việc trộn 2 nguồn: giá miêng giếng của các mỏ nội địa & và giá khí LNG nhập khẩu giá thấp. Việc này cho phép các nhà máy điện sử dụng cả 2 nguồn khí để giảm trung bình chi phí đầu vào, trong khi vẫn cho phép các công ty nhập khẩu LNG được bán với giá thị trường. Nếu áp dụng phương pháp trung bình theo bể này, thị trường khí Việt Nam có thể sẽ phải loại bỏ cơ chế giá bán neo theo giá dầu HSFO và GAS cũng đã có ý định từ bỏ cơ chế neo theo giá HSFO. Quan trọng nhất, chúng tôi tin rằng Việt Nam sẽ cho phép một cơ chế cho phép thúc đẩy việc đầu tư cơ sở LNG đặc biệt trong tình cảnh sự thiếu hụt năng lượng chỉ có thể được giải quyết thông qua việc nhập khẩu LNG.

Thái Lan: Giá bán khí tự nhiên được chia làm hai hồ (hồ 1 dành cho công nghiệp tách khí và hồ 2 chủ yếu cho việc sản xuất điện)

Giá bán hồ 1 = giá bán sỉ (giá miệng giếng được điều chỉnh theo giá dầu FO, tỷ giá & chỉ số lạm phát CPI/PPI)
+ lợi nhuận định mức, chi phí vận chuyển & phân phối

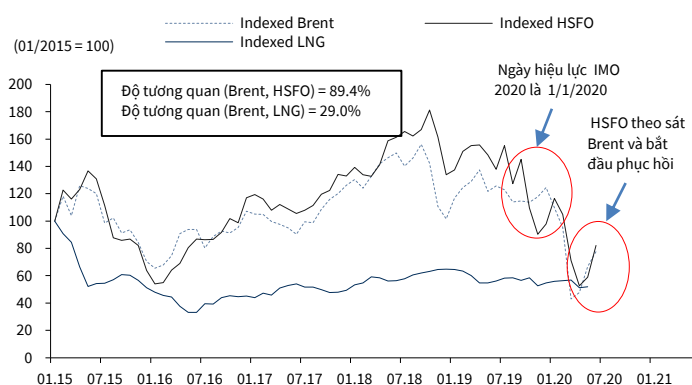
Giá bán hồ 2 = trung bình (giá miệng giếng, giá khí nhập khẩu từ Myanmar, giá LNG nhập khẩu)
+ lợi nhuận định mức, chi phí vận chuyển & phân phối

Malaysia: Nhập khẩu LNG với giá thị trường nhưng chiết khấu giảm giá cho các nhà máy điện:

Giá bán khí LNG = Giá bán FOB * (1 – tỷ lệ chiết khấu)
*tỷ lệ chiết khấu = 15% cho công ty điện
& 10% cho các công ty còn lại

Indonesia: Giá LNG nhập khẩu dựa trên giá trị thị trường nhưng ngành điện được nhận 50% trợ giá trực tiếp từ chính phủ.

Biểu đồ 22. Giá hàng hóa indexed – Giá dầu Brent, HSFO & LNG, 1/2015-6/2020 (điểm index)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PVT ủng hộ viên sáng giá để vận chuyển lượng khí LNG đầy tiềm năng

PVT và GAS đã đồng ý chiến lược tăng cường nhập khẩu LNG trong thời gian tới nhưng vẫn chưa công bố kế hoạch, thời gian và số lượng tàu LNG cụ thể. Chiến lược phát triển tàu của PVT trong giai đoạn 2020E-2021E bao gồm 14-16 tàu với tổng giá trị đầu tư 300 triệu USD nhưng chỉ tập trung vào tàu dầu thô, tàu sản phẩm, tàu hàng rời và tàu LPG. GAS đã yêu cầu PVT bắt đầu quá trình mở rộng đội tàu của mình bao gồm các tàu chở LNG và chúng tôi dự kiến kế hoạch chi tiết sẽ được công bố vào năm 2021E cho các tàu mới được bổ sung từ năm 2022E trở đi. Tương tự giai đoạn đầu vận chuyển dầu thô cho NSR, chúng tôi tin rằng PVT ban đầu sẽ thuê tàu và chỉ mua các tàu LNG khi GAS bắt đầu mở rộng các cảng LNG.

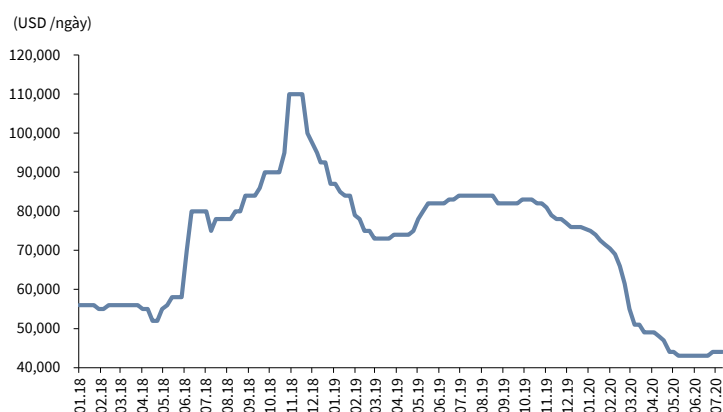
Bảng 15. Dầu khí Việt Nam – Kế hoạch mở rộng đội tàu, 2020E-2021E (tàu, ngàn DWT)

Loại tàu	Tàu hiện tại		Tàu mua thêm		Tàu sau nâng cấp	
	Số lượng	DWT (ngàn)	Số lượng	DWT (ngàn)	Số lượng	DWT (ngàn)
Tàu dầu thô	4	418	3	560	7	978
Tàu sản phẩm	11	190	7	133	18	323
Tàu LPG	14	47	2	170	16	217
Tàu hàng rời	2	83	1	15	3	98
FPSO/FSO	2	199	0	0	2	199
Tổng cộng	33	938	13	878	46	1816

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Số lượng tàu trên thị trường tăng mạnh giúp PVT có nhiều chọn lựa về việc vận chuyển LNG

Kế hoạch đầu tư tàu LNG sẽ là mục tiêu không cố định (*moving target*) mới của PVT nhưng chúng tôi tin rằng lãnh đạo đủ khả năng để thuê tàu vì số lượng tàu LNG trên thị trường đang khá nhiều. Ngành vận tải LNG không chỉ dừng lại tại những hợp đồng dài hạn 20-25 năm mà còn đang tăng lên ở những hợp đồng ngắn hạn. Việc này cho phép giá thuê tàu LNG giảm xuống mức khá hợp lý khoảng 44,000 USD.

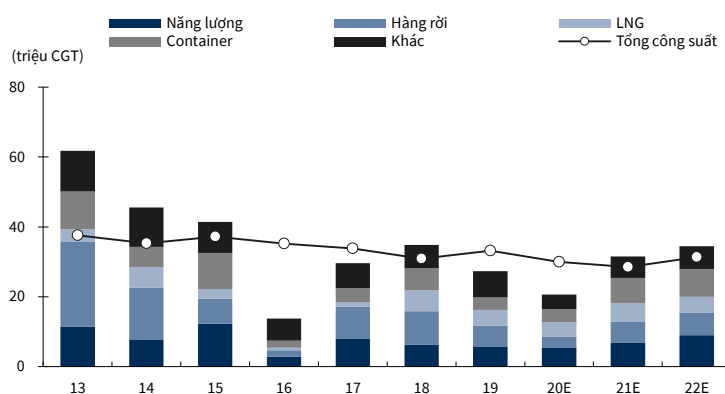
Biểu đồ 23. LNG – Giá thuê tàu LNG tại Mỹ, 1/2018-6/2020 (USD)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Việc “đầu cơ” tàu đã trở lại và sẽ khiến số lượng tàu LNG tăng mạnh trong những năm tới

Các nhà máy đóng tàu tại Hàn Quốc đã nhận thấy những đơn hàng đóng mới tàu LNG đầy tính “đầu cơ”. Việc này không chỉ chứng tỏ số lượng tàu trên thị trường ngày càng gia tăng, mà còn cho thấy dấu hiệu giá dài hạn sẽ bình ổn. Những đơn đặt hàng đóng tàu LNG đã tăng mạnh từ 2018 và nhóm phân tích Ngành Đóng tàu của chúng tôi tại Hàn Quốc kỳ vọng xu hướng này sẽ tiếp tục tăng trong năm 2022E.

Biểu đồ 24. Đóng tàu Hàn Quốc – Đơn hàng đóng tàu mới theo loại & tổng công suất, 2013-2022E (triệu CGT)



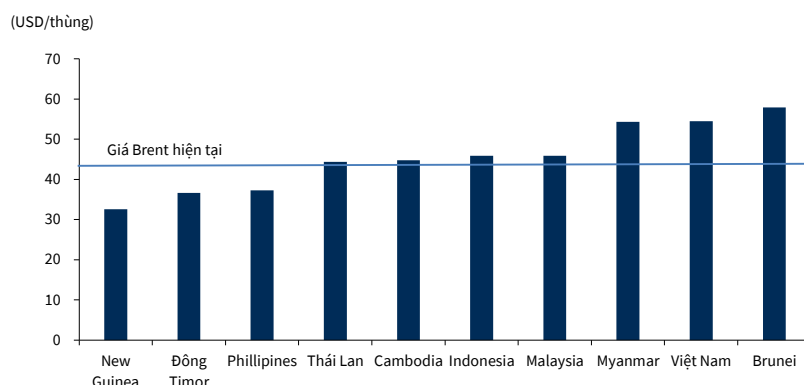
Nguồn: KB Securities Hàn Quốc

VI. Thương nguồn vs hạ nguồn

Những công ty thương nguồn bị ảnh hưởng nặng nề khi giá dầu thô dưới mức khai thác hòa vốn, khiến các dự án bị đình trệ và cắt giảm sản lượng

Chúng tôi kỳ vọng rằng việc giá dầu dưới mức hòa vốn 55 USD của Việt Nam sẽ ảnh hưởng nặng nề lên phân khúc thương nguồn hơn hạ nguồn. Sản lượng khai thác của Việt Nam đã đạt đỉnh vào với dầu thô vào năm 2015 & khí tự nhiên vào năm 2018. Các dự án khả năng cao sẽ tục bị trì hoãn do chi phí khai thác của các mỏ “lớn tuổi” của Việt Nam khá là cao đặc biệt trong tình trạng giá dầu thấp như hiện tại, nên việc cắt giảm sản lượng khai thác diễn ra là điều tất yếu. Giá dầu thấp cũng khiến việc các khai thác ở các nước láng giềng bị đình trệ.

Biểu đồ 25. Dầu khí Đông Nam Á – Giá dầu khai thác hòa vốn, 2019 (USD/thùng)



Nguồn: Tập đoàn Dầu Khí PetroVietnam, KBSV

Chúng tôi kỳ vọng sản lượng dầu thô và khí tự nhiên sẽ tiếp tục giảm nhưng triển vọng sản lượng khí sẽ cải thiện đáng kể nếu các siêu dự án khí được chấp thuận

Chúng tôi dự phóng sản lượng dầu sẽ tiếp tục giảm khoảng 5% mỗi năm do 1) trữ lượng ngày càng khó khai thác; 2) triển vọng kém trong việc phát hiện mỏ khí mới; và 3) căng thẳng khu vực biển khiến việc tái khởi động mỏ Cá Rồng Đỏ sẽ không thể xảy ra trong thời gian sớm. Hơn nữa, việc chứng lại giá dầu khiến việc cắt giảm sản lượng sẽ còn kéo dài hết năm nay. Sản lượng khí tự nhiên cũng đang có dấu hiệu giảm nhưng nếu các siêu dự án khí được chấp thuận sẽ khiến cho sản lượng khí tăng mạnh trong nhiều năm về sau. Chúng tôi dự phóng các mỏ khí lớn sẽ tiếp tục bị trì hoãn nhưng vẫn sẽ đi vào hoạt động.

Bảng 16. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng sản xuất & tiêu thụ dầu thô, 2019-2030E (ngàn thùng/ngày, tỷ thùng, năm)

Hiệu suất/Năm	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Sản xuất (ngàn thùng/ngày)	224	201	201	191	181	172	163	155	147	140	133	126
Tiêu thụ (ngàn thùng/ngày)	308	307	377	343	356	398	343	356	398	343	398	343
Trữ lượng (tỷ thùng)	4.3	4.2	4.1	4.1	4.0	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7	3.6
Trữ lượng/sản xuất (năm)	53	55	57	59	61	63	65	68	70	73	76	79

Nguồn: ENI, KBSV

Bảng 17. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng sản xuất & tiêu thụ khí tự nhiên, 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)

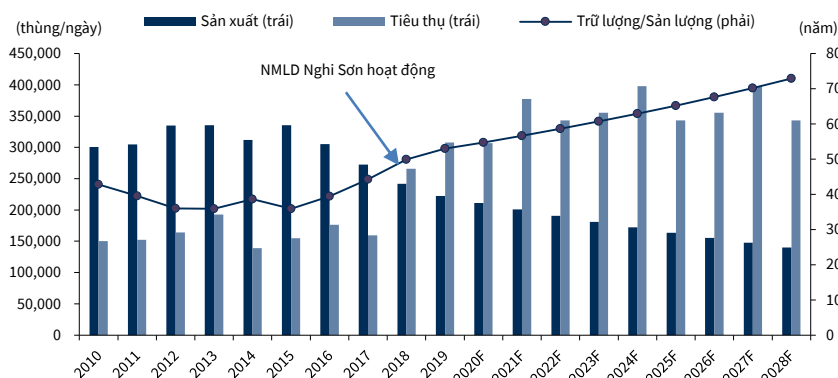
Hiệu suất/Năm	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Sản xuất (tỷ mét khối)	10.3	10.1	10.5	11.4	12.6	19.9	25.8	29.3	30.1	29.6	29.1	28.5
Tiêu thụ (tỷ mét khối)	10.3	10.1	14.3	18.3	19.5	26.8	39.6	57.1	59.4	60.2	61.1	66.6
Trữ lượng (tỷ mét khối)	718.0	707.9	697.4	686.0	673.4	653.5	627.8	598.5	568.4	538.8	509.7	481.2
Trữ lượng/sản xuất (năm)	70.0	70.2	66.5	60.0	53.5	32.9	24.4	20.5	18.9	18.2	17.5	16.9

Nguồn: ENI, KBSV

Sản lượng dầu thô Việt Nam đã đạt đỉnh năm 2015

Các mỏ dầu lớn của Việt Nam đã lớn tuổi và sản lượng đã bắt đầu giảm từ năm 2015. Mỏ dầu lớn nhất được phát hiện là *Cá Rồng Đỏ* tại bể *Nam Côn Sơn* bên bờ phía Nam có sản lượng 30 nghìn thùng/ngày và 0.62 tỷ mét khối/năm. Việc khai thác mỏ này đã bắt đầu từ năm 2017 nhưng đã bị hủy bỏ vào tháng 3 2018. Việc này dẫn đến các hoạt động khai thác. E&P dần chậm lại và khiến phân khúc hạ nguồn ở Việt Nam không còn tiềm năng tăng trưởng (*sunset era*). Hơn nữa, các mỏ dầu của Việt Nam đã lớn tuổi nên việc khai thác trữ lượng còn lại đang rất khó khăn, việc này đồng thời dẫn đến tỷ lệ trữ lượng/sản lượng tăng mạnh trong nhiều năm qua.

Biểu đồ 26. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất, tiêu thụ & tỷ lệ trữ lượng/sản xuất của dầu thô, 2010-2028E (thùng/ngày, năm)



Lưu ý: Tiêu thụ quá khứ (2010-2019) = Sản xuất (P) + Nhập khẩu (M) - Xuất khẩu (X)

Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Sản lượng dầu thô các mỏ hiện tại liên tục giảm

Bạch Hổ: Từng là mỏ lớn nhất Việt Nam và hiện tại chỉ sản xuất khoảng 54.2 nghìn thùng/ngày, tương đương 27% tổng sản lượng Việt Nam. Trữ lượng đỉnh của mỏ này là 3.7 tỷ thùng dầu thô và sản lượng của mỏ cũng đã giảm dần từ 2006 sau 30 năm hoạt động. *Bạch Hổ* nằm ở bể *Cửu Long* thuộc bờ phía Nam đồng bằng sông Cửu Long và được khai thác bởi VietsovPetro (liên doanh giữa Việt Nam và Nga)

Rạng Đông: Mỏ nhỏ hơn với sản lượng 12-15 nghìn thùng/ngày, tương đương 6% tổng sản lượng. Sản lượng từng đạt 140,000 thùng dầu khi mỏ này hoạt động 20 năm trước đây. Mỏ này cũng nằm ở bể *Cửu Long* tại *Lô 15-2* và được vận hành bởi *JX Nippon Oil & Energy* với 46.5% sở hữu.

Cụm mỏ Sư Tử: Hiện tại đang là nguồn sản xuất dầu thô lớn nhất Việt Nam với sản lượng 70.3 nghìn thùng/ngày, tương đương 35% tổng sản lượng. Cụm mỏ này nằm ở *Lô 15-1* ở bể *Cửu Long* và vận hành bởi Cửu Long JOC. Các mỏ khí tại cụm này bao gồm *Sư Tử Đen*, *Sư Tử Vàng*, *Sư Tử Trắng* và *Sư Tử Nâu* với tổng trữ lượng của cụm mỏ này 2 tỷ thùng dầu.

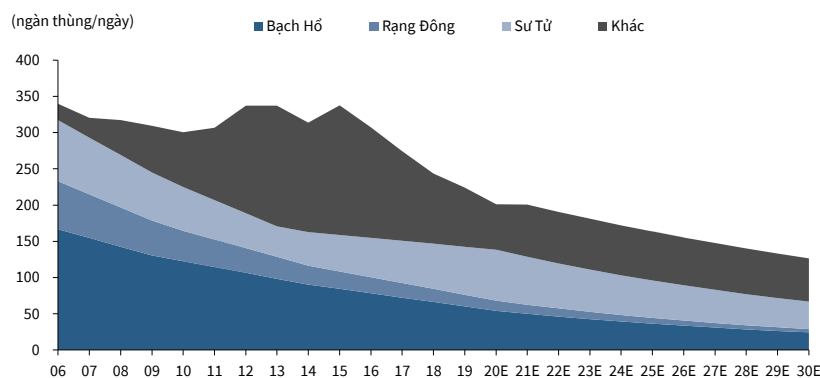
Các mỏ khác: Các mỏ khác ở Việt Nam có thể sản xuất ra khoảng 62.7 nghìn thùng/ngày, tương đương 31% tổng sản lượng. Những mỏ lớn bao gồm *Đại Hùng*, *Hồng Ngọc (Ruby)* và *Tê Giác Trắng* đã sản xuất hơn 20 năm. Đại Hùng nằm ở khu vực bờ phía Nam của bể *Nam Côn Sơn* và được vận hành bởi PVEP, trong khi *Tê Giác Trắng* nằm ở *Lô 16-1* tại bể *Cửu Long* và được vận hành bởi Hoàng Long JOC.

Bảng 18. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng dầu thô theo mỏ, 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)

Mỏ/năm (nghìn thùng/ngày)	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Bạch Hổ	167	155	143	131	123	114	106	98	90	84	78	72
Rạng Đông	66	60	54	48	42	38	34	30	26	24	22	20
Sư Tử	84	78	72	66	60	54	48	42	46	50	54	58
Khác	23	27	48	64	76	100	148	167	151	179	153	124
Tổng sản lượng	340	321	317	309	301	307	337	337	314	338	307	274

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 27. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất dầu thô theo mỏ, 2006-2030E (nghìn thùng/ngày)

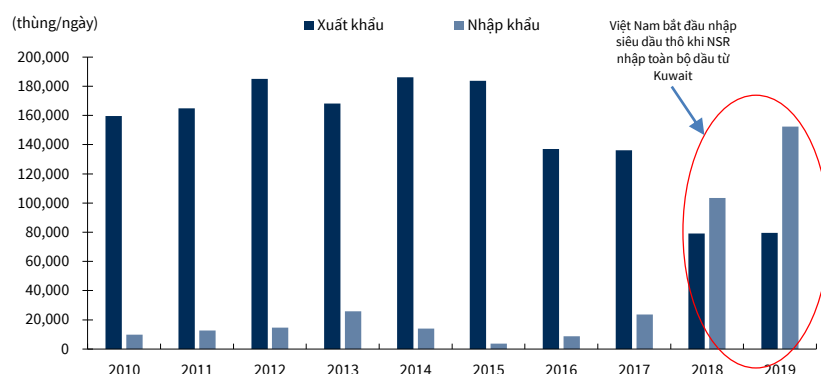


Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Việt Nam chính thức trở thành nước nhập siêu dầu thô

Việt Nam rõ ràng đã chính thức trở thành nước nhập siêu dầu từ năm 2018 khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động với đầu vào từ Kuwait. Khác với NMLD Dung Quất của BSR sử dụng chủ yếu nguồn dầu nội địa, NMLD Nghi Sơn dùng toàn bộ dầu thô từ Kuwait. NMLD Dung Quất đã bắt đầu việc dùng dầu nhập khẩu trong năm nay và sẽ giảm việc sử dụng nguồn dầu nội địa.

Biểu đồ 28. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng xuất khẩu & nhập khẩu dầu thô, 2010-2019 (thùng/ngày)



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Sản lượng khí tự nhiên cũng đã bắt đầu giảm

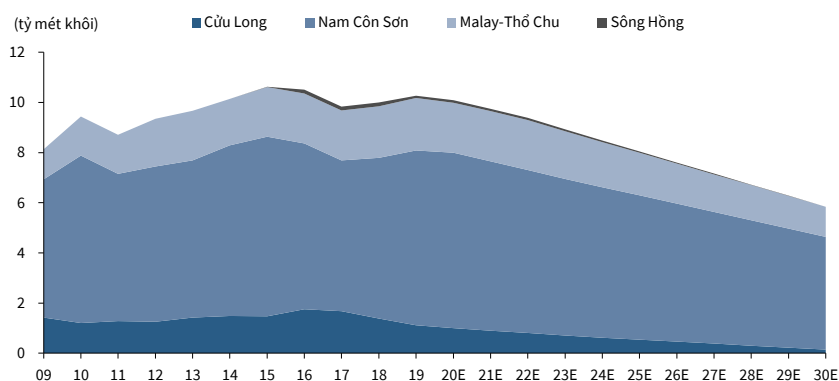
Các mỏ khí tự nhiên hiện tại cũng gặp tình trạng giảm sản lượng tương tự sau khi đạt đỉnh vào năm 2018. Chúng tôi ước tính sản lượng khí Việt Nam sẽ giảm phân nửa xuống 5.8 tỷ mét khối từ 10.1 tỷ mét khối cho đến năm 2030E nếu không có mở mới nào đi vào hoạt động. Nhu cầu điện ngày càng tăng – trong tình hình thời tiết bất lợi cho các nhà máy thủy điện – khiến Việt Nam tăng sản lượng khí tự nhiên trong những năm qua cho các nhà máy điện khí. Việc này dẫn đến các mỏ khí phải hoạt động quá công suất và sản lượng khí đã bắt đầu dấu hiệu đi xuống.

Bảng 19. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng khí theo bể (giả định không có mở mới), 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)

Bể/năm (tỷ mét khối)	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Cửu Long	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
Nam Côn Sơn	7.0	7.0	6.8	6.5	6.3	6.0	5.8	5.5	5.3	5.0	4.8	4.5
Malay-Thổ Chu	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2
Sông Hồng	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng sản lượng khí	10.3	10.1	9.7	9.4	8.9	8.5	8.0	7.6	7.2	6.7	6.3	5.8

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 29. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí tự nhiên theo bể (giả định không có mở mới), 2009-2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: PV Gas, Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Nhưng tình hình có thể thay đổi rất nhiều nếu các siêu dự án khí được chấp thuận

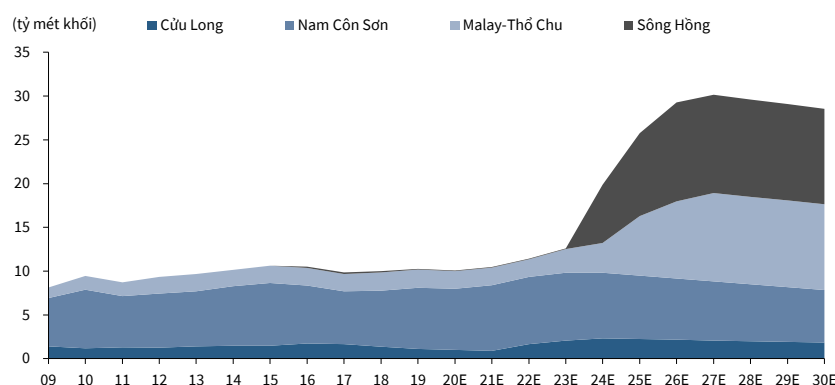
Các siêu sự án *Cá Voi Xanh* & *Lô B* vẫn chưa được duyệt và việc thêm các mỏ mới có thể khiến sản lượng tăng gấp ba lần lên 28.5 tỷ mét khối cho đến năm 2030E. Tiềm năng từ các mỏ khí này khổng lồ và có thể bắt đầu nhiều thập kỷ với sản lượng tăng mạnh.

Bảng 20. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng khí theo bể (giả định có mỏ mới), 2019-2030E (tỷ mét khối, năm)

Bể/năm (tỷ mét khối)	19	20E	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Cửu Long	1.1	1.0	0.9	1.7	2.1	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
Nam Côn Sơn	7.0	7.0	7.5	7.7	7.8	7.5	7.3	7.0	6.8	6.5	6.3	6.0
Malay-Thổ Chu	2.1	2.0	2.0	2.0	2.7	3.4	6.8	8.8	10.1	10.0	9.9	9.8
Sông Hồng	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	6.7	9.5	11.3	11.2	11.1	11.0	10.9
Tổng sản lượng khí	10.3	10.1	10.5	11.4	12.6	19.9	25.8	29.3	30.1	29.6	29.1	28.5

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 30. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí tự nhiên theo bể (giả định có mỏ mới), 2009-2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: PV Gas, Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Thời điểm các mỏ khí mới đi vào hoạt động vẫn không xác định rõ do liên tục bị trì hoãn

Các dự án này đã được đề bạt từ năm 2015 nhưng vẫn chưa có kết quả cụ thể và chúng tôi cho rằng các dự án khí sẽ tiếp tục bị đình trệ. Tuy nhiên, các dự án sẽ tiếp tục được thông qua do tình trạng thiếu sản lượng đầu vào cho các nhà máy điện Việt Nam nhưng vẫn trễ ít nhất một đến hai năm.

Cá Voi Xanh: Mỏ này được dự đoán sẽ bắt đầu hoạt động vào năm 2023 nhưng chúng tôi cho rằng *Cá Voi Xanh* chỉ thực sự có thể đi vào hoạt động năm 2024E. Siêu mỏ này có trữ lượng xác định khoảng 150 tỷ mét khối với khả năng tạo ra 9.7 tỷ mét khối khí mỗi năm. *Cá Voi Xanh* nằm ở khu vực bể Sông Hồng ở bờ phía Đông Bắc và Exxon Mobil là chủ thầu cũng như là nhà đầu tư chính của dự án này.

Lô B: Mỏ lớn thứ hai Việt Nam nằm ở bể *Malay-Thổ Chu* bên bờ Tây Nam và có thể hoạt động vào năm 2025E, trễ hai năm tiến độ. Mỏ này có trữ lượng được xác định là 176 tỷ mét khối và chỉ tạo 7 tỷ mét khối khí/năm. *Lô B* là dự án được quản lý chủ yếu bởi các đơn vị nội địa Tập đoàn dầu khí PetroVietnam (sở hữu 42.9%), PVEP (26.8%), Moeco (22.5%) và PTTEP (7.7%).

Sao Vàng-Đại Nguyệt: Đại Nguyệt là mỏ đầu tiên sẽ đi vào hoạt động vào Q4 2020 và chúng tôi cũng kỳ vọng Sao Vàng sẽ đi vào hoạt động đúng tiến độ vào năm 2022E. Cụm mỏ này có trữ lượng 16 tỷ mét khối và có thể tạo ra 1.5 tỷ mét khối mỗi năm. *Sao Vàng-Đại Nguyệt* nằm ở bể *Nam Côn Sơn* bên bờ phía Nam và được vận hành bởi Idemitsu Kosan (Nhật Bản).

Sử Tử Trắng – giai đoạn 2: Mỏ này nằm ở bể *Cửu Long* sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2021E hoặc đầu năm 2022E bất chấp việc xây dựng đang bị ảnh hưởng bởi COVID-19. Giai đoạn 2 sẽ có sản lượng đạt 1.7 tỷ mét khối/năm

Nam Du-U Minh: Mỏ này nằm ở bể *Malay-Thổ Chu* với sản lượng đạt 1.6 tỷ mét khối/năm với kế hoạch đi vào hoạt động dự tính năm 2023E. Mỏ này được vận hành bởi Mitra Energy, công ty con của Jadeston Energy.

Những siêu dự án có thể giúp phân khúc thượng nguồn phục hồi trở lại nhưng còn quá sớm để đặt niềm tin vào sự chuyển mình của ngành

Các dự án khí tự nhiên đi vào hoạt động có thể giúp các công ty khai thác thượng nguồn E&P như PVS và PVD hưởng lợi nhưng vẫn còn quá sớm để tự tin vào sự phục hồi của ngành. Những vấn đề liên quan rất phức tạp và liên quan đến việc căng thẳng khu vực biển. Cũng trong thời gian hiện tại, sự cạnh tranh gay gắt và giá dầu thấp sẽ khiến biên lợi nhuận của PVS và PVD ngày càng eo hẹp. Những hợp đồng tiềm năng chủ yếu đến từ những mỏ bé hơn *Cá Voi Xanh & Lô B* gồm: *Sao Vàng-Đại Nguyệt, Sử Tử Trắng giai đoạn 2 & Nam Du Minh*. Nhưng các siêu dự án *Cá Voi Xanh & Lô B* có khả năng cao sẽ tiếp tục bị đình trệ và không thể đi hoạt động đúng tiến độ. Những dự án khai thác có thể nhìn thấy trong ngắn hạn: liên quan đến Đại Nguyệt & Sử Tử Trắng giai đoạn 2.

Bảng 21. Dầu khí Việt Nam – Các dự án khai thác khí, 2018-2025E (USD)

Dự án	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<i>Sao Vàng Đại Nguyệt</i>		EPC + FSO + JUs (600 triệu USD)						
<i>Sử Tử Trắng gđ 2</i>			EPC + FSO (500 triệu USD)					
<i>Nam Du - U Minh</i>			EPC + FSO (850 triệu USD)					
<i>Cá Voi Xanh</i>			(Ước tính tổng giá trị đầu tư = 10 tỷ USD)					
<i>Lô B - Ô Môn</i>					EPC + FSO + 1 tender barge + 1 JUs (1.2 tỷ USD)			
<i>Cá Rồng Đỏ</i>	Dừng hoạt động							

EPC = Hợp đồng xây dựng EPC; FSO = Tàu FSO; JU = giàn tự nâng jack-up

Lưu ý: Dự án *Cá Rồng Đỏ* đã bị hủy bỏ do căng thẳng vùng biển

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

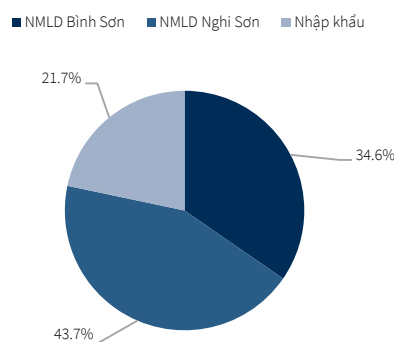
Phân khúc hạ nguồn vẫn là điểm sáng của ngành dầu khí Việt Nam

Chúng tôi tin rằng phân khúc hạ nguồn vẫn tiếp tục là điểm sáng của ngành dầu khí Việt Nam do nhu cầu từ ngành công nghiệp và tiêu dùng. Nhưng ngành còn non trẻ và dữ liệu về ngành còn khá ít. Quan trọng, ngành khá là cô đặc và được thống trị chỉ bởi vài doanh nghiệp. BSR và NSR sẽ được hưởng lợi từ việc nhu cầu tiêu dùng ngày càng gia tăng với sản phẩm chính là xăng và nhu cầu cho mảng sản xuất với sản phẩm chính là dầu DO. Các nhà máy trên đều được kỳ vọng có thể nắm bắt được nhu cầu từ mảng công nghiệp vì Việt Nam đã bắt đầu sản xuất sản phẩm hóa dầu. PLX có vị thế thống lĩnh trong phân khúc phân phối bán lẻ xăng dầu, với việc sở hữu hệ thống cửa hàng xăng dầu lớn nhất và trải dài cả nước. Với độ phủ trên khắp cả nước, PLX sẽ được hưởng lợi từ nhu cầu ngày càng tăng lên cho sản phẩm xăng dầu do Việt Nam đang dần thu hẹp chênh lệch giữa sản lượng sản tiêu thụ trên đầu người so với những nước lân cận là Thái Lan & Indonesia.

BSR & NSR hiện nhiên chia sẻ toàn thị trường lọc dầu cùng với nhập khẩu

BSR và NSR lần lượt chiếm 35% & 44% thị phần và Việt nam sẽ nhập khẩu 22% sản lượng. Sản lượng sản phẩm lọc dầu nội địa không đáp ứng được phần lớn nhu cầu cho đến khi NMLD thứ 2 của Việt Nam là Nghi Sơn đi vào hoạt động. BSR hiện tại vẫn tập trung vào sản phẩm lọc dầu như khí LPG, xăng, dầu DO, dầu hỏa kerosene, dầu FO và một phần nhỏ hạt PP. Sản phẩm lọc dầu của NSR là khí LPG, xăng, dầu DO, dầu hỏa và dầu FO, trong khi sản phẩm hóa dầu là hạt PP, dung môi paraxylene và benzene.

Biểu đồ 31. Dầu khí Việt Nam – Thị phần thị trường lọc dầu, 2020E (%)

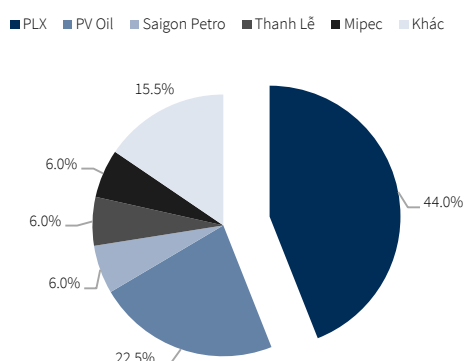


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

PLX sở hữu hệ thống cây xăng lớn Việt Nam

PLX kiểm soát 44% thị phần bán lẻ xăng dầu với hệ thống cây xăng trải dài cả nước. PV Oil xếp thứ hai với 23% thị phần và cũng là công ty xăng còn lại hoạt động trên toàn cả nước. Những đối thủ cạnh tranh ở từng khu vực gồm Saigon Petro tập trung vào khu vực Duyên hải Nam Trung Bộ và Tây Nam Bộ; Thanh Lễ hoạt động ở tỉnh Bình Dương, nơi chứa nhiều con đường quốc lộ quan trọng của Việt Nam; và Mipec cây xăng quân đội hoạt động chủ yếu ở phía Bắc Việt Nam.

Biểu đồ 32. Dầu khí Việt Nam – Thị phần thị trường bán lẻ xăng, 2020E (%)

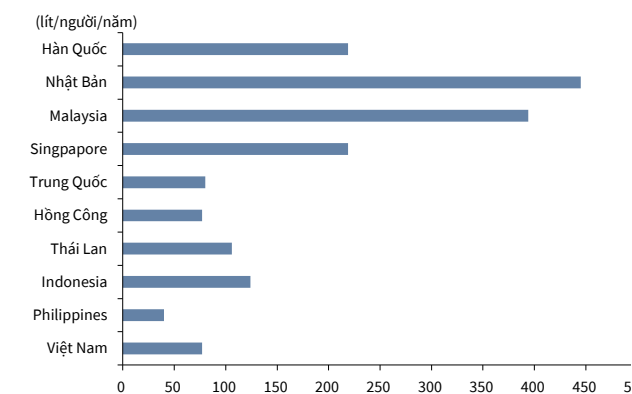


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người hàng năm của Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng

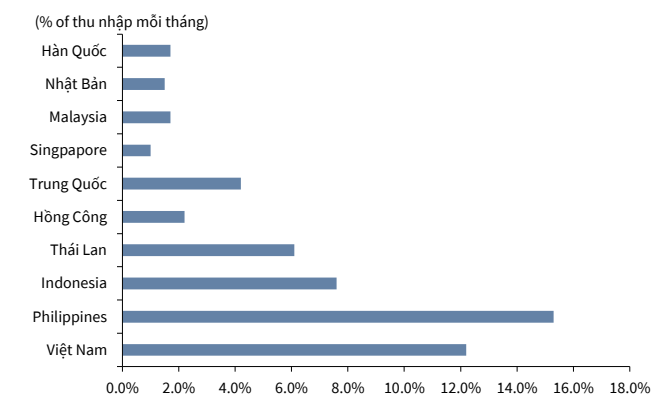
Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người chỉ đạt 77 lít năm 2019 so với mức 106 lít của Thái Lan và 124 lít của Indonesia. Một phần sự chênh lệch có thể được giải thích thông qua chi phí xăng dầu trên mức thu nhập giữa các nước, với Việt Nam cần 12% thu nhập hàng tháng để tiêu thụ 40 lít xăng vs mức 6% của Thái Lan và 8% của Indonesia. Điều này cho thấy mức thu nhập ngày càng tăng của Việt Nam có thể thu hẹp khoảng cách tiêu thụ xăng dầu so với các nước Đông Nam Á.

Biểu đồ 33. Dầu khí Châu Á – Mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người theo nước, 2019 (lít/người/năm)



Nguồn: Global Petrol Prices, KBSV

Biểu đồ 34. Dầu khí Châu Á – Phần trăm thu nhập để tiêu thụ 40 lít xăng, 2019 (% thu nhập mỗi tháng)

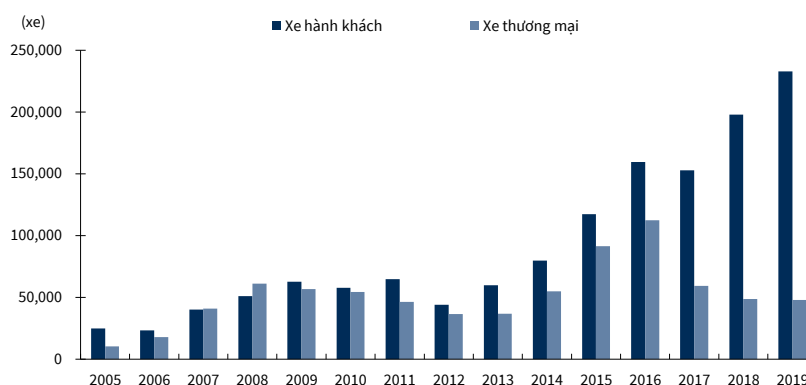


Nguồn: Global Petrol Prices, KBSV

Sản lượng tiêu thụ ô tô tiếp tục tăng sẽ đảm bảo duy trì tăng trưởng cho NMLD và những công ty điều hành trạm xăng

Việt Nam không phải là thị trường lớn với doanh số bán ô tô chỉ hơn 200,000 xe/năm. Tuy nhiên, doanh số bán hàng năm đã tăng trong những năm qua và có thể được hưởng lợi nhiều từ Hiệp định Thương mại Tự do Việt Nam - EU (EVFTA) chính thức có hiệu lực vào tháng 8. Hiệp định này sẽ giảm dần mức thuế 70% đối với xe từ EU và giảm dần thuế nhập khẩu xe về 0 sau 10 năm. Chính phủ vẫn chưa đưa ra lộ trình cụ thể về việc cắt giảm thuế quan sẽ được 1) giảm theo mức 7% -9% mỗi năm hay 2) cắt giảm diễn ra trong chu kỳ 2-3 năm đối với tỷ lệ phần trăm cắt giảm là 15% -30 %. Việc giảm thuế từ EVFTA có thể khiến doanh thu bán xe ô tô tăng mạnh tương tự như thời điểm Việt Nam giảm thuế xuống 50% từ 60% tại 2015 và xuống 40% vào năm 2016 cho những xe nhập khẩu từ Đông Nam Á như hiệp định CEPT của Khu vực Mậu dịch Tự do ASEAN.

Biểu đồ 35. Ô tô Việt Nam– Xe hành khách & xe thương mại, 2005-2019 (số lượng xe đã bán)



Nguồn: Hiệp hội Các sản xuất Ô tô Việt Nam VAMA, KBSV

Việt Nam sẽ bắt tay sản xuất sản phẩm hóa dầu từ năm 2023E

Việt Nam sẽ bắt đầu sản xuất trong nước các sản phẩm hóa dầu khi nhà máy Lọc hóa dầu Long Sơn hoàn thành xây dựng vào năm 2023E. Nhập khẩu phần lớn vẫn được sử dụng để đáp ứng nhu cầu nội địa và việc mở rộng sản xuất sang lĩnh vực hóa dầu sẽ mở ra một thị trường mới cho các nhà máy lọc dầu Việt Nam. Nhà máy Hóa dầu Long Sơn sẽ chủ yếu tập trung vào sản xuất polypropylene, ethylene và thuộc sở hữu của Tập đoàn Xi măng Thái Lan.

Bảng 22. Dầu khí Việt Nam – Kế hoạch xây dựng NMLD, 2009-2023E (nghìn thùng/ngày)

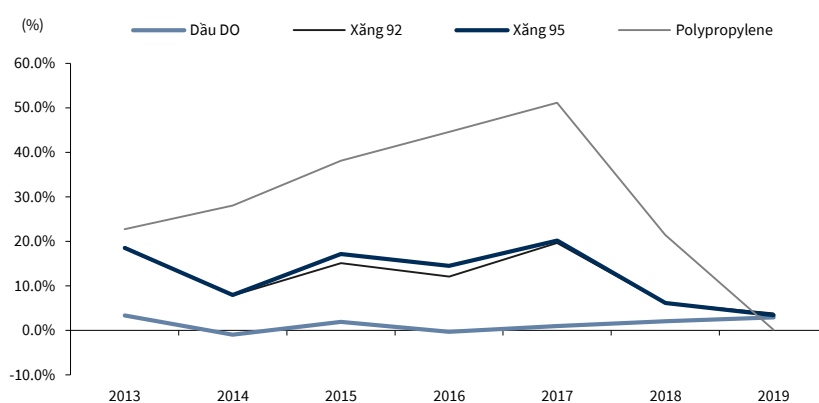
Địa điểm	Nhà máy lọc hóa dầu	Công suất (thùng/ngày)	Tình trạng	Ngày khởi công	Nhà đầu tư chính	Lưu ý
Quảng Ngãi	Dung Quất	148,000	Hoạt động	2009	PetroVietnam (PVN)	Đang tìm vốn để mở rộng
Thanh Hóa	Nghi Sơn	200,000	Hoạt động	2018	PetroVietnam, Kuwait Petroleum, Idemitsu Kosan, Mitsui	
Bà Rịa-Vũng Tàu	Long Sơn	na	Đang xây dựng	2023	Siam Cement Group	Chủ yếu hóa dầu
Khánh Hòa	Nam Vân Phong	200,000	Hủy bỏ		Petrolimex	Chuyển thành cảng LNG
Phú Yên	Vũng Rô	160,000	Hủy bỏ		Vung Ro Petroleum Limited	
Bình Định	Nhơn Hội	400,000	Hủy bỏ		PTT, Audi Aramco	

Nguồn: KBSV

BSR bắt đầu chuyển hướng đầu tư sang lĩnh vực hóa dầu

Các cơ sở mới dự kiến bắt đầu hoạt động thương mại vào năm 2023E và tăng sản lượng polypropylene khiêm tốn hiện tại của BSR lên 30%. Chúng tôi thực sự tin rằng bước đầu này quan trọng và đánh dấu sự khởi đầu của việc tăng sản lượng hóa dầu trong lúc Việt Nam cũng đầu tư vào các dự án khí LNG. Mặc dù chỉ chiếm 2,5% tổng sản lượng, lợi nhuận gộp của hạt PP vẫn đạt trung bình 16% tổng lợi nhuận gộp của BSR trong năm 2018 và 2019. Trong quá khứ, biên lợi nhuận cao của sản phẩm hóa dầu cũng cao hơn nhiều so với sản phẩm lọc dầu.

Biểu đồ 36. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Biên gộp của các sản phẩm lọc hóa dầu, 2013-2019 (%)

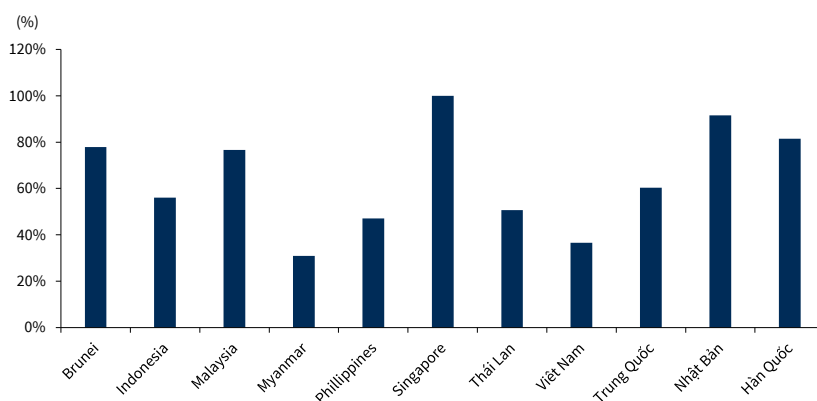


Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Tỷ lệ đô thị hóa thấp sẽ thúc đẩy nhu cầu sản phẩm hóa dầu trong vài thập kỷ tới

Tỷ lệ đô thị hóa thấp càng cho thấy sự cần thiết của các nhà sản xuất hóa dầu trong nước nhằm đáp ứng nhu cầu xây dựng lẫn nhu cầu tiêu dùng. Hiện tại, Việt Nam nhập khẩu gần như toàn bộ nhu cầu sản phẩm hóa dầu. Quan trọng, Việt Nam cũng đã bắt đầu nhập khẩu LNG và có thể trong tương lai sẽ cung cấp nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy hóa dầu.

Biểu đồ 37. Châu Á – Tỷ lệ đô thị hóa, 2019 (%)



Nguồn: World Bank



Công ty

PV Gas (GAS)

Petrolimex (PLX)

PV Trans (PVT)

Lọc dầu Bình Sơn (BSR)

Kỹ thuật Dầu khí (PVS)

PV Drilling (PVD)

PV Gas (GAS)

Đang trên đà hồi phục

27/07/2020

Chuyên viên phân tích Dầu Khí
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 89,200 VND

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu GAS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 89,200 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá dầu HSFO (dầu FO nhiều sulfur) sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

LỰA CHỌN HÀNG ĐẦU: Hưởng lợi từ nhu cầu LNG ngày càng gia tăng và từ sự phục hồi của giá dầu

GAS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành dầu khí Việt Nam do là đơn vị được hưởng lợi nhất từ việc nhu cầu LNG tăng cao và cũng như việc giá dầu phục hồi bất chấp có phần chậm theo quan điểm của chúng tôi. Sản lượng thiếu hụt cho ngành điện lực và việc các dự án khí mới bị trì hoãn càng nhấn mạnh sự cần thiết của việc xây dựng cảng LNG Thị Vải. Hơn nữa, việc bắt đầu nhập khẩu LNG của Việt Nam cũng cho phép các nhà máy lọc hóa dầu bắt đầu sản xuất nhiều sản phẩm hóa dầu

Hưởng lợi nhiều từ việc OPEC+ cắt giảm sản lượng

Việc cắt giảm thêm sản lượng từ các nhà sản xuất tại Trung Đông – thường tạo ra nhiều sản phẩm dầu FO hơn mặt bằng chung – đã làm hạn chế sản lượng dầu FO trên thị trường và hỗ trợ sự phục hồi của giá dầu HSFO. Điều này – và việc các chủ tàu lắp đặt thêm máy lọc để đáp ứng yêu cầu của luật IMO 2020 – khiến chúng tôi tự tin cho rằng giá dầu HSFO đã chạm đáy. Với việc giá khí dựa trên giá dầu HSFO, chúng tôi tin rằng GAS sẽ bắt đầu phục hồi mạnh trong những quý sau

MUA lần đầu

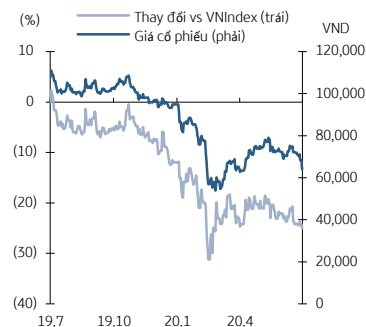
Giá mục tiêu	VND89,200
Tổng mức sinh lời (%)	44.1%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND64,000
Giá mục tiêu thị trường	VND71,000
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD5,284mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ free-float (%)	4.2%
GTGD trung bình (3T)	USD2.13mn
Room khối ngoại (%)	45.7%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-11.4	-0.3	-32.6	-40.7
Tương đối	-3.8	-2.1	-14.8	-25.0

Dự phóng KQKD & định giá

Nhằm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	75,005	64,521	74,860	89,831
EBIT	13,649	9,334	14,125	16,798
LN sau CĐTS	11,902	8,168	11,569	13,651
EPS (VND)	6,219	4,268	6,044	7,132
Thay đổi EPS (%)	3.9	(31.4)	41.6	18.0
P/E (x)	10.3	15.0	10.6	9.0
EV/EBITDA (x)	7.0	9.6	7.1	6.1
P/B (x)	2.5	2.4	2.2	2.1
ROE (%)	24.7	16.1	21.6	23.8
Tỷ suất cổ tức (%)	6.8	4.7	6.9	8.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

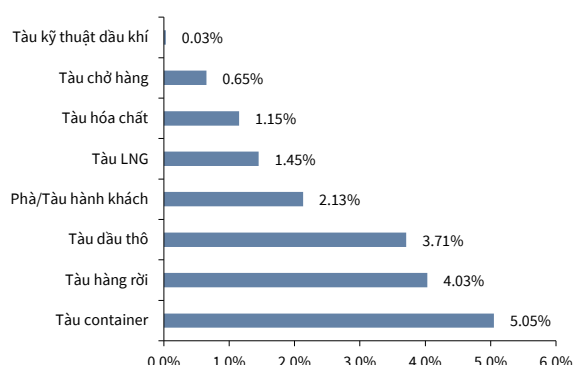
Lợi nhuận Q2 giảm 43.9% YoY do giá dầu HSFO giảm đúng như kỳ vọng

Lợi nhuận Q2 giảm mạnh xuống còn 1,712 tỷ VND (giảm 43.9% YoY) với doanh thu đạt 15,627 tỷ VND (giảm 23.3% YoY) với lý do chính là 1) giá dầu HSFO trung bình đạt 179.4 USD/tấn, giảm 23.3% YoY; và 2) sản lượng khí tự nhiên Q2 giảm 8.6% YoY xuống còn 2.46 tỷ mét khối. Lợi nhuận 1H giảm 33.8% YoY xuống 4,063 tỷ VND nhưng vẫn đạt 61.3% kế hoạch 2020E do công ty thường đặt kế hoạch thấp.

Giá dầu HSFO chạm đáy sẽ hỗ trợ lợi nhuận từ Q3 trở đi

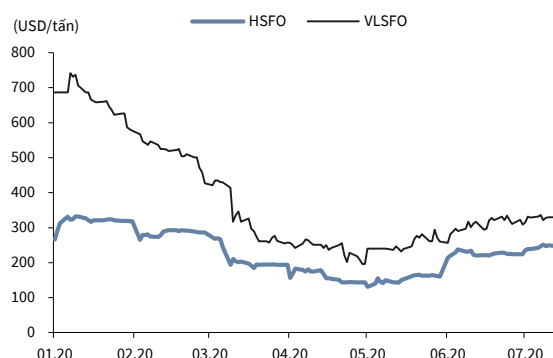
Giá HSFO phục hồi chứng tỏ lợi nhuận GAS trong những quý sau được cải thiện. Chúng tôi ước tính LN Q3 đạt 2,212 tỷ VND, tương đương tăng 26% QoQ (dù vẫn giảm 25% YoY) và LN Q4 giảm xuống 2,013 tỷ VND, tương đương giảm 9% QoQ (giảm 33% YoY). Sản lượng khí thường giảm trong Q4 do tính mùa vụ. Dù vậy, sản lượng khí sẽ giảm nhẹ 3% YoY còn 10.1 tỷ mét khối vì mỏ khí Đại Nguyệt chỉ bắt đầu đi vào hoạt động cuối Q4 năm nay và chỉ thực sự hỗ trợ sản lượng năm 2021E.

Biểu đồ 1. PV Gas (GAS) – Tỷ trọng theo loại tàu đã lắp đặt máy lọc, 2019 (% tổng tàu thế giới)



Nguồn: Statistic, KBSV

Biểu đồ 2. PV Gas (GAS) – Giá dầu HSFO & dầu VLSFO, 1/2020-7/2020 (USD/tấn)

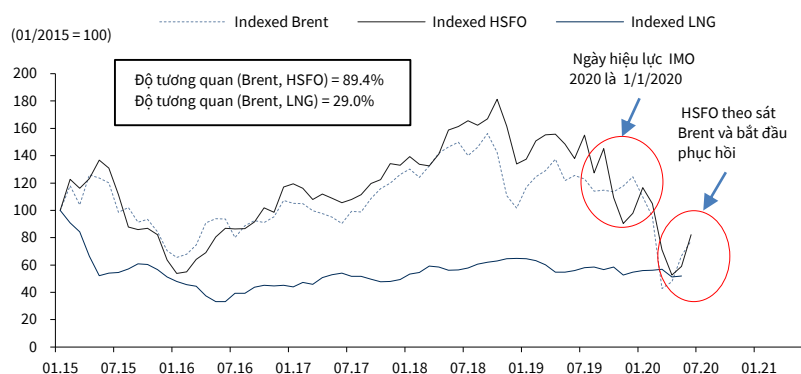


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Tăng trưởng CAGR 16.4% hấp dẫn từ năm 2020E tới 2025E

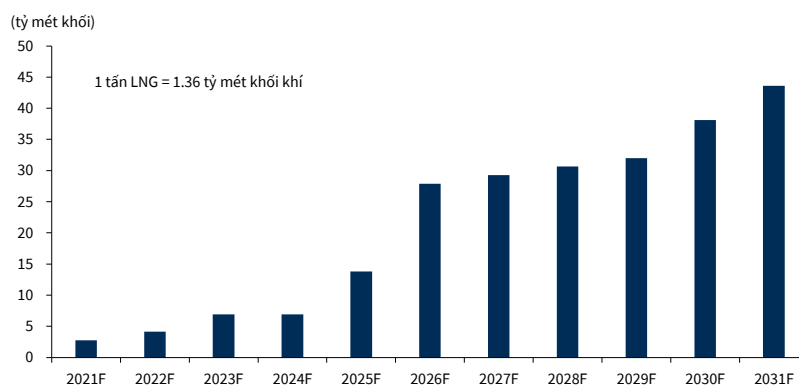
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận với CAGR là 16.4% từ 2020E đến 2025E. Ước tính của chúng tôi bao gồm: 1) Cảng LNG *Thị Vải* giai đoạn 1 sẽ đi vào sản xuất đúng tiến độ vào năm 2022E và giai đoạn 2 với công suất là 3 MPTA trong năm tiếp theo 2023; và 2) dự án mỏ khí *Sao Vàng-Đại Nguyệt, Sư Tử Trắng 2 & Nam Du U Minh* sẽ bắt đầu trong 2022E hoặc 2023E. Chúng tôi chưa bao gồm sản lượng của các siêu dự án *Cá Voi Xanh & Lô B* do sự phê duyệt chậm trễ và không rõ thời gian đi vào hoạt động.

Biểu đồ 3. PV Gas (GAS) – Giá dầu Brent, HSFO & LNG indexed, 1/2015-6/2020 (điểm index)



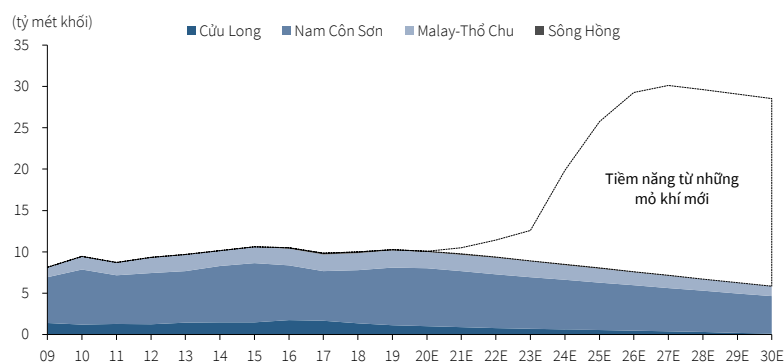
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. PV Gas (GAS) – Sản lượng khí LNG từ các cảng mới, 2021E– 2031E (tỷ mét khối)



Nguồn: Quy hoạch khí Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 5. PV Gas (GAS) – Dự phóng sản lượng khí tự nhiên theo từng bể, 2009-2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: PV Gas, KBSV

Khí Việt Nam PV Gas (GAS) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2019E-2022E

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Petrolimex (PLX)

Lợi nhuận chuẩn bị đảo chiều

27/07/2020

Chuyên viên phân tích Dầu Khí
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 57,800 VND

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PLX với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 57,800 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá bán lẻ xăng dầu sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Giá bán lẻ xăng đã phục hồi trở lại mức sinh lời

Giá bán lẻ xăng dầu đã chạm đáy và tăng 30% và trở về mức sinh lời. Công ty có kế hoạch hoàn nhập 90% dự phòng hàng tồn kho tại Q1 trong kết quả kinh doanh Q2. Ban lãnh đạo cũng kỳ vọng sẽ có lợi nhuận những quý còn lại của năm sẽ phục hồi bắt đầu từ Q3 năm nay.

Tiếp tục chiến lược mở rộng CHXD trực thuộc để cải thiện biên lợi nhuận

Ban lãnh đạo vẫn tiếp tục giữ nguyên việc phát triển các cửa hàng xăng dầu (CHXD) trực thuộc nhằm để đẩy mạnh biên lợi nhuận. Dù dịch COVID-19 ảnh hưởng nặng nề đến hoạt động kinh doanh, các CHXD trực thuộc hiện đang chiếm 49.4% mạng lưới cây xăng vs 48.7% tại cuối năm 2019 và mục tiêu 50% cuối năm 2021E.

MUA lần đầu

Giá mục tiêu	VND57,800
Tổng mức sinh lời (%)	40.4%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND42,250
Giá mục tiêu thị trường	VND48,400
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD2,358mn

Dự phóng KQKD & định giá

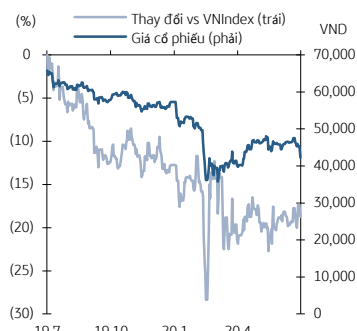
Nhằm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	189,604	131,940	177,889	190,342
EBIT	4,827	995	4,975	6,878
LN sau CĐTS	4,158	623	4,115	5,500
EPS (VND)	3,213	481	3,180	4,251
Thay đổi EPS (%)	10.9	(85.0)	na	33.7
P/E (x)	13.1	87.8	13.3	9.9
EV/EBITDA (x)	9.3	20.9	8.3	6.8
P/B (x)	2.1	2.3	2.2	2.0
ROE (%)	17.0	2.5	16.8	20.9
Tỷ suất cổ tức (%)	7.3	3.6	6.6	8.5

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ free-float (%)	10.0%
GTGD trung bình (3T)	USD2.07mn
Room khối ngoại (%)	5.4%
Cổ đông lớn (%)	MOIT (75.9%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-7.8	5.1	-26.3	-35.8
Tương đối	0.1	3.2	-6.9	-18.8



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

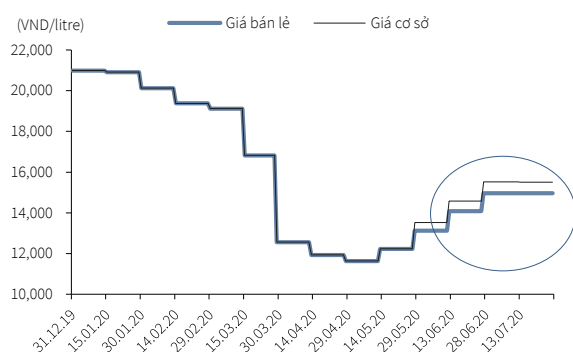
Lợi nhuận Q2 giảm 72% YoY bất chấp đã hoàn nhập 90% hoàn nhập tại Q1

Ban lãnh đạo công bố lợi nhuận sơ bộ Q2 đạt 350 tỷ VND (giảm 72% YoY) bất chấp việc hoàn nhập 1,440 tỷ VND, tương đương 90% chi phí dự phóng hàng tồn kho 1,590 tỷ VND tại Q1. Điều này chứng tỏ lỗ 1H là 1,460 tỷ VND (vs lỗ Q1 1,890 tỷ VND) và hoạt động kinh cốt lõi tiếp tục kém trong quý vừa qua.

Triển vọng Q3/Q4 tích cực hơn khi HĐKD cốt lõi đã bình thường trở lại

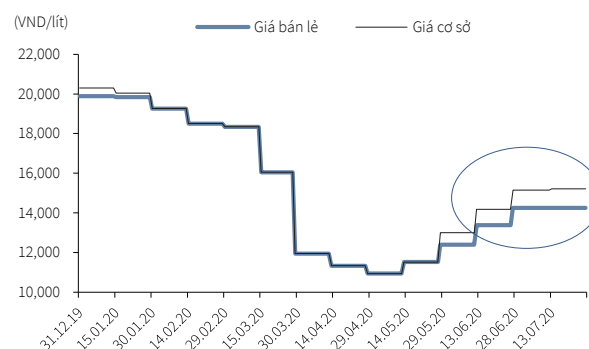
Việc HĐKD cốt lõi trở lại bình thường cho phép giá bán lẻ xăng dầu phục hồi trong Q3/Q4. Chúng tôi kỳ vọng LN Q3 sẽ đạt 1,159 tỷ VND, tương đương tăng 231% QoQ (tăng 4% YoY) và LN Q4 đạt 1,082 tỷ VND, giảm 2% QoQ (nhưng tăng 23% YoY). Chúng tôi cũng giả định PLX sẽ hoàn nhập 159 tỷ VND còn lại vào Q3 và nhu cầu sản phẩm xăng dầu sẽ phục hồi trong 2H.

Biểu đồ 1. Petrolimex (PLX) – Giá xăng RON 95, 1/2020-07/2020 (VND/lít)



Lưu ý: Quỹ BOG được sử dụng thể hiện qua việc giá cơ sở lớn hơn giá bán lẻ
Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

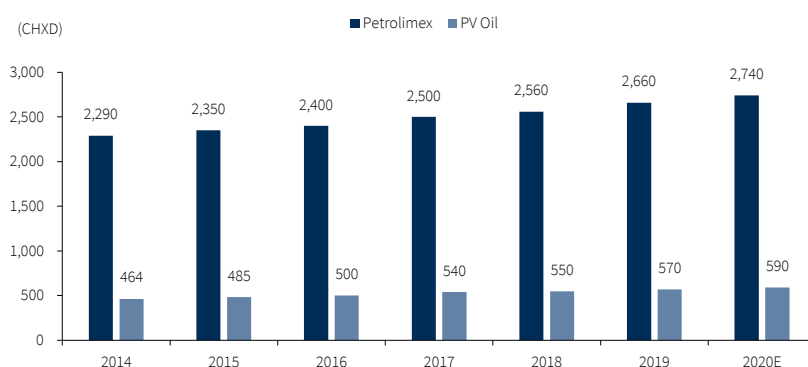
Biểu đồ 2. Petrolimex (PLX) – Giá xăng E5RON95, 1/2020-07/2020 (VND/lít)



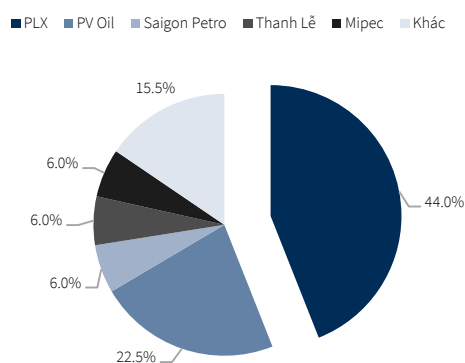
Lưu ý: Quỹ BOG được sử dụng thể hiện qua việc giá cơ sở lớn hơn giá bán lẻ
Nguồn: Bộ Công Thương, KBSV

Lợi nhuận 2021E sẽ phục hồi mạnh mẽ và kỳ vọng 16% CAGR từ năm 2021E đến 2025E

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi mạnh mẽ trong 2021E và đạt 4,115 tỷ VND, tương đương 448% YoY nhưng chủ yếu do cơ sở thấp (low base) sau khi bình thường hóa HĐKD. Tăng trưởng dài hạn đạt mức 16.4% CAGR từ 2021E và 2025E và chúng tôi giả định: 1) tiếp tục chiến lược mở rộng các cửa hàng xăng dầu trực thuộc; và 2) tái tập trung vào các lĩnh vực năng lượng do công ty sẽ thoát hết khỏi lĩnh vực tài chính. Chúng tôi chưa đưa dự án cảng LNG *Nam Vân Phong* vào dự phóng vì chưa có kế hoạch cụ thể, cũng như rủi ro các dự án mỏ khí lớn có thể khiến thị trường dư cung và khiến dự án LNG này bị hủy bỏ.

Biểu đồ 3. Petrolimex (PLX) – Cửa hàng xăng dầu trực thuộc, 2014-2020E (%)

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 4. Petrolimex (PLX) – Thị phần thị trường bán lẻ xăng, 2020E (%)

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Petrolimex (PLX) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng , 2019E-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	189,604	131,940	177,889	190,342
Giá vốn hàng bán	175,434	122,269	163,303	174,289
Lãi gộp	14,169	9,672	14,587	16,053
Doanh thu tài chính	1,004	956	977	980
Chi phí tài chính	966	1,046	1,022	1,041
Gồm: Chi phí lãi vay	791	773	774	792
Lãi/(lỗ) liên doanh	646	520	519	519
Chi phí bán hàng	8,702	8,143	8,894	8,565
Chi phí quản lý DN	640	534	717	609
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	5,511	1,424	5,450	7,336
Thu nhập khác	202	222	372	398
Chi phí khác	65	118	177	190
Lãi/(lỗ) khác	136	103	195	208
Lãi/(lỗ) trước thuế	5,648	1,527	5,644	7,544
Thuế doanh nghiệp	971	692	1,072	1,433
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	4,677	835	4,572	6,111
Lợi ích của cổ đông thiểu số	519	212	457	611
Lợi nhuận sau CĐTS	4,158	623	4,115	5,500

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	(1.2)	(30.4)	34.8	7.0
Tăng trưởng EBIT	0.8	(79.4)	400.3	38.2
Tăng trưởng EBITDA	(16.9)	(55.0)	156.3	22.2
Tăng trưởng LN sau CĐTS	10.9	(85.0)	nm	33.7
Tỷ suất lợi nhuận gộp	7.5	7.3	8.2	8.4
Tỷ suất EBITDA	3.3	2.2	4.1	4.7
Tỷ suất EBIT	2.5	0.8	2.8	3.6
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	3.0	1.2	3.2	4.0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.2	0.5	2.3	2.9

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	4,677	835	4,572	6,111
Khấu hao TSCĐ	991	2,712	2,313	2,030
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(1,424)	(1,484)	(1,491)	(1,495)
Thay đổi vốn lưu động	182	2,089	413	113
(T)/G phải thu	(790)	(298)	210	(592)
(T)/G hàng tồn kho	(1,470)	4,270	(1,425)	(63)
(T)/G TS ngắn hạn khác	(68)	464	(75)	(110)
(T)/G khoản phải trả	2,343	(4,605)	1,305	963
(T)/G chi phí trả trước	42	100	105	26
(T)/G nợ ngắn hạn khác	126	2,158	293	(110)
Điều chỉnh khác HĐKD	293	(2,061)	(204)	(1,628)
Lưu chuyển tiền HĐKD	4,181	4,424	6,171	7,205
Đầu tư ngắn hạn	(683)	(1,765)	(2,314)	(1,582)
Đầu tư tài sản cố định	(1,871)	(1,590)	(2,055)	(2,303)
Bất động sản đầu tư	10	(9)	(10)	(10)
Đầu tư vào công ty con	44	0	0	0
Tài sản khác	(1,084)	118	(966)	(237)
Điều chỉnh khác HĐĐT	1,117	3,362	4,142	4,152
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(2,467)	115	(1,204)	20
Dòng tiền tự do	2,310	2,834	4,116	4,902
T/(G) vay dài hạn	95	400	1,587	967
T/(G) vay ngắn hạn	596	789	0	0
Nợ phải trả khác	(56)	48	48	(31)
T/(G) vốn CSH	1,679	530	0	0
Cổ tức đã trả	(3,371)	(1,608)	(3,001)	(3,859)
Trừ: thay đổi vốn CSH	(153)	(2,000)	(0)	0
Điều chỉnh khác HĐTC	552	(2,149)	(3,015)	(3,103)
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(659)	(3,991)	(4,381)	(6,026)
Lưu chuyển tiền trong kỳ	1,054	548	586	1,199
Tiền đầu kỳ	10,221	11,275	11,823	12,409
Tiền cuối kỳ	11,275	11,823	12,409	13,609

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tổng tài sản	61,762	59,273	64,182	68,249
Tài sản ngắn hạn	38,753	36,616	40,792	44,335
Tiền & tương đương tiền	11,275	11,823	12,409	13,609
Đầu tư ngắn hạn	5,397	7,162	9,477	11,059
Khoản phải thu	8,344	8,628	8,403	8,991
Hàng tồn kho	11,773	7,502	8,928	8,991
Tài sản ngắn hạn khác	1,964	1,500	1,575	1,686
Tài sản dài hạn	23,010	22,656	23,390	23,914
Khoản phải thu dài hạn	23	38	53	56
Tài sản cố định	15,406	15,439	15,464	15,936
BĐS đầu tư	190	199	209	220
Tài sản dở dang dài hạn	990	698	415	216
Đầu tư dài hạn	3,887	3,867	3,867	3,867
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	2,514	2,416	3,382	3,619
Nợ phải trả	35,839	35,593	38,931	40,745
Nợ ngắn hạn	34,173	33,432	35,105	35,976
Phải trả người bán	17,031	12,379	13,654	14,610
KH trả tiền trước	162	263	368	393
Vay ngắn hạn	13,953	14,742	14,742	14,742
Khoản dự trữ đặc biệt	1,433	2,297	2,297	2,297
Nợ ngắn hạn khác	1,593	3,751	4,044	3,933
Nợ dài hạn	1,666	2,161	3,827	4,770
Khoản phải trả dài hạn	28	75	105	112
Vay dài hạn	1,445	1,845	3,432	4,399
Nợ dài hạn khác	193	242	290	258
Vốn chủ sở hữu	25,923	23,680	25,251	27,503
Vốn góp	12,939	12,939	12,939	12,939
Thặng dư vốn cổ phần	3,926	4,455	4,455	4,455
Cổ phiếu quỹ	(1,031)	(881)	(881)	(881)
Lãi chưa phân phối	4,852	2,888	4,458	6,711
Vốn và quỹ khác	1,252	8	8	8
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,887	3,170	3,170	3,170
Tổng nợ & vốn	61,762	59,273	64,182	68,249

Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	13.1	87.8	13.3	9.9
P/E pha loãng	11.2	73.3	11.0	8.2
P/B	2.1	2.3	2.2	2.0
P/S	0.3	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	8.7	19.2	7.5	6.1
EV/EBIT	11.3	55.0	11.0	7.9
Tỷ suất cổ tức (%)	7.3	3.6	6.6	8.5
Lãi cơ bản/cp (EPS)	3,213	481	3,180	4,251
Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	20,035	18,302	19,516	21,256
Doanh thu/cp (SPS)	146,539	101,973	137,485	147,109
Cổ tức/cp (DPS)	3,102	1,500	2,800	3,600
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	81.1	258.2	72.9	70.2
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	17.0	2.5	16.8	20.9
ROA	7.0	1.0	6.7	8.3
ROIC	26.0	3.6	26.3	31.5
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	138.3	150.3	154.2	148.1
Vay ròng/Vốn CSH	15.9	20.1	22.8	20.1
TS thanh toán hiện thời	1.1	1.1	1.2	1.2
TS khả năng trả lãi vay	6.1	1.3	6.4	8.7
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	3.2	2.2	2.9	2.9
Hệ số vòng quay phải thu	23.9	15.5	20.9	21.9
Hệ số vòng quay HTK	17.2	13.7	21.7	21.2
Hệ số vòng quay phải trả	11.8	8.8	13.3	13.1

PV Trans (PVT)

Hưởng lợi từ việc tăng nhập khẩu năng lượng

27/07/2020

Chuyên viên phân tích Dầu Khí
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 17,300 VND

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PVT với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 17,300 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 chu kỳ. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá thuê tàu sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Chuẩn bị vận chuyển năng lượng LNG nhập khẩu đầy tiềm năng trong thời gian tới

Nhu cầu tiêu thụ năng lượng tại Việt Nam ngày càng gia tăng đã vượt trên mức sản lượng nội địa có thể tạo ra và thiếu hụt cần được bù đắp thông qua đường nhập khẩu. PVT là ứng cử viên sáng giá cho việc vận chuyển sản lượng năng lượng khổng lồ trong thời gian tới. Hiện tại, PVT chủ yếu tập trung vào việc nhập khẩu khí hóa lỏng LPG và dầu thô – thể hiện rõ ràng trong kế hoạch đầu tư tàu gần nhất – nhưng ban lãnh sẽ cần phải công bố kế hoạch việc vận chuyển cho cảng LNG Thị Vải trong năm 2022E.

Chờ đợi kế hoạch đầu tư tàu mới bao gồm tàu LNG

Ban lãnh đạo chỉ mới công bố kế hoạch đầu tư tàu cho năm 2020E-2021E nhưng chúng tôi kỳ vọng kế hoạch đầu tư tàu năm 2022E sẽ có chi tiết và thời điểm rõ ràng về sản lượng nhập khẩu LNG sắp tới. PVT sẽ đầu tư tàu VLCC để có thể đảm bảo được hợp đồng vận chuyển dài hạn 2.5 triệu tấn dầu thô cho NMLD Nghi Sơn

MUA lần đầu

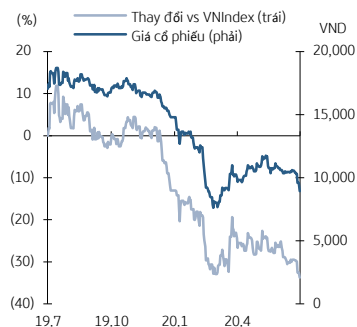
Giá mục tiêu	VND17,300
Tổng mức sinh lời (%)	104.9%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND8,930
Giá mục tiêu thị trường	VND12,800
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD108mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ free-float (%)	44.0%
GTGD trung bình (3T)	USD0.68mn
Room khối ngoại (%)	26.6%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (51%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-16.9	-10.7	-39.7	-47.6
Tương đối	-9.9	-12.3	-23.8	-33.7

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,758	7,138	8,561	10,700
EBIT	928	934	1,212	1,681
LN sau CĐTS	690	538	699	971
EPS (VND)	2,450	1,912	2,485	3,451
Thay đổi EPS (%)	5.8	(22.0)	30.0	38.9
P/E (x)	3.6	4.7	3.6	2.6
EV/EBITDA (x)	2.7	3.5	3.5	3.2
P/B (x)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	12.7	9.1	11.0	13.9
Tỷ suất cổ tức (%)	13.5	11.2	13.4	15.7



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

LN Q2 giảm 36% YoY do 1) giá vận chuyển dầu thô cho BSR giảm; và 2) giá thuê ngày FSO giảm do cắt giảm sản lượng

Ban lãnh đạo công bố số lợi nhuận sơ bộ Q2 là 157 tỷ VND, giảm 36% YoY do 1) giảm 10% giá vận chuyển dầu thô cho *NMLD Dung Quất* (BSR); và 2) giảm 20% giá thuê tàu FSO *Đại Hùng Queen*. Kết quả cho 1H đạt 57% kế hoạch thận trọng của ban lãnh đạo. Ban lãnh đạo đã đồng ý giảm giá thuê vận chuyển do thỏa thuận riêng giữa hai công ty để giảm áp lực tài chính lên BSR. Giá dầu Brent thấp và sản lượng cắt giảm đã khiến giá thuê tàu *FSO Đại Hùng Queen* giảm 20% xuống còn 40,000USD.

LN Q3 sẽ tiếp tục yếu và chỉ phục hồi ở Q4

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận Q3 giảm xuống 117 tỷ VND, giảm 26% QoQ do BSR đại tu nhà máy trong vòng 2 tháng. Đây là đợt đại tu 3 năm/lần và diễn ra vào tháng 8 và tháng 9. Dù vậy, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ phục hồi lên 292 tỷ VND vào Q4 khi PVT đã mua tàu VLCC và công ty có thể đảm bảo hợp đồng vận chuyển dầu thô dài hạn với NMLD Nghi Sơn (NSR). Hiện tại, biên lợi nhuận của hợp đồng vận chuyển VLCC là khá thấp do PVT vẫn phụ thuộc việc thuê tàu từ SK Shipping.

Dự phóng tăng trưởng 19.6% CAGR từ 2020E – 2025E có thể quá cần trọng nếu BLĐ đầu tư thêm tàu nhả phục vụ các cảng LNG và các NMLD

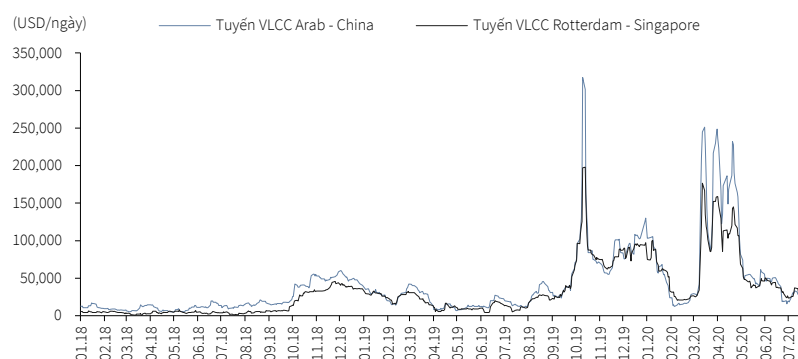
Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 19.6% CAGR có thể được coi là quá cần trọng với tiềm năng từ các cảng LNG và sản lượng hóa dầu. Ban lãnh đạo mới chỉ đưa ra kế hoạch đầu tư tàu đến năm 2021E và chúng tôi vẫn sẽ tiếp tục đợi xem về kế hoạch cụ thể cho các tàu LNG, tàu hóa chất/sản phẩm. Hiện tại, công ty đã có kế hoạch đầu tư 14-16 tàu khoảng 300 triệu USD nhưng chúng tôi tin rằng ban lãnh đạo sẽ cần phải thêm vào kế hoạch mua hoặc mượn các tàu LNG nhằm phục vụ cảng LNG Thị Vải năm 2022E. Bất kỳ kế hoạch mới nào cũng cần để chuẩn bị cho việc 9 cảng LNG đi vào hoạt động trong 15 năm tiếp theo, cũng như chuẩn bị cho việc vận chuyển cho nhà máy hóa dầu Long Sơn.

Bảng 1. PV Trans (PVT) – Kế hoạch mở rộng đội tàu, 2020E-2021E (tàu, ngàn DWT)

Loại tàu	Tàu hiện tại		Tàu mua thêm		Tàu sau nâng cấp	
	Số lượng	DWT (ngàn)	Số lượng	DWT (ngàn)	Số lượng	DWT (ngàn)
Tàu dầu thô	4	418	3	560	7	978
Tàu sản phẩm	11	190	7	133	18	323
Tàu LPG	14	47	2	170	16	217
Tàu hàng rời	2	83	1	15	3	98
FPSO/FSO	2	199	0	0	2	199
Tổng cộng	33	938	13	878	46	1816

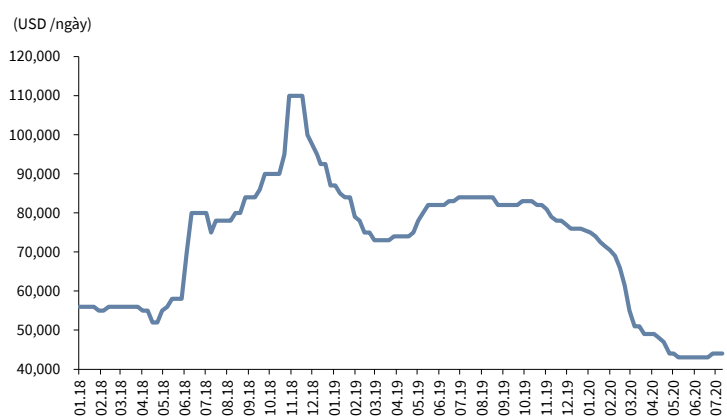
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. PV Trans (PVT) – Giá thuê tàu VLCC tuyến Arabian-Trung Quốc & tuyến Rotterdam-Singapore, 2020E (%)



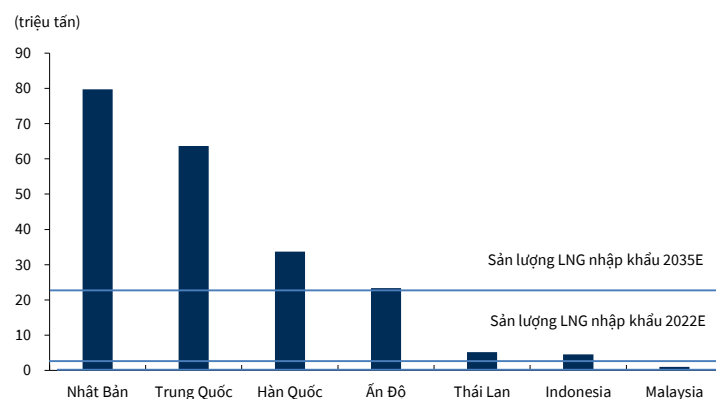
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. PV Trans (PVT) – Giá thuê tàu LNG tại Mỹ, 1/2018-6/2020 (USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. PV Trans (PVT)– Sản lượng khí LNG nhập khẩu theo các nước, 2019 (triệu tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

PV Trans (PVT) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng , 2019E-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	7,758	7,138	8,561	10,700
Giá vốn hàng bán	6,567	6,003	7,159	8,818
Lãi gộp	1,191	1,134	1,402	1,882
Doanh thu tài chính	221	132	153	156
Chi phí tài chính	193	270	363	439
Gồm: Chi phí lãi vay	169	217	329	403
Lãi/(lỗ) liên doanh	34	0	0	0
Chi phí bán hàng	14	8	9	11
Chi phí quản lý DN	249	193	182	191
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	990	795	1,001	1,398
Thu nhập khác	34	42	63	79
Chi phí khác	7	8	10	13
Lãi/(lỗ) khác	26	34	53	66
Lãi/(lỗ) trước thuế	1,016	829	1,054	1,464
Thuế doanh nghiệp	195	173	211	294
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	821	656	843	1,170
Lợi ích của cổ đông thiểu số	131	118	143	199
Lợi nhuận sau CĐTS	690	538	699	971

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	3.1	(8.0)	19.9	25.0
Tăng trưởng EBIT	15.7	0.6	29.8	38.7
Tăng trưởng EBITDA	19.7	(0.1)	19.1	24.2
Tăng trưởng LN sau CĐTS	5.8	(22.0)	30.0	38.9
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.4	15.9	16.4	17.6
Tỷ suất EBITDA	23.0	24.9	24.8	24.6
Tỷ suất EBIT	12.0	13.1	14.2	15.7
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	13.1	11.6	12.3	13.7
Tỷ suất lợi nhuận thuần	8.9	7.5	8.2	9.1

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	821	656	843	1,170
Khấu hao TSCĐ	863	840	909	953
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(195)	(161)	(240)	(245)
Thay đổi vốn lưu động	(31)	364	289	(37)
(T)/G phải thu	218	(312)	145	(172)
(T)/G hàng tồn kho	24	12	(6)	(36)
(T)/G TS ngắn hạn khác	(3)	60	(68)	(51)
(T)/G khoản phải trả	(253)	520	(111)	(21)
(T)/G chi phí trả trước	31	(14)	14	15
(T)/G nợ ngắn hạn khác	(49)	99	315	228
Điều chỉnh khác HĐKD	19	2	(140)	(118)
Lưu chuyển tiền HĐKD	1,179	1,569	1,546	1,182
Đầu tư ngắn hạn	93	(617)	301	(1,813)
Đầu tư tài sản cố định	(2,008)	(2,403)	(3,320)	(858)
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư vào công ty con	(9)	(4)	(4)	(4)
Tài sản khác	(36)	(7)	(9)	(54)
Điều chỉnh khác HĐĐT	437	84	80	82
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(1,523)	(2,948)	(2,951)	(2,647)
Dòng tiền tự do	(829)	(834)	(1,774)	324
T/(G) vay dài hạn	94	1,351	1,458	931
T/(G) vay ngắn hạn	351	12	0	0
Nợ phải trả khác	60	(1)	6	40
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(340)	(281)	(338)	(394)
Trừ: thay đổi vốn CSH	71	37	0	(0)
Điều chỉnh khác HĐTC	37	208	415	822
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	274	1,325	1,541	1,400
Lưu chuyển tiền trong kỳ	(70)	(54)	136	(65)
Tiền đầu kỳ	1,278	1,208	1,154	1,290
Tiền cuối kỳ	1,208	1,154	1,290	1,225

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tổng tài sản	10,997	13,369	15,555	17,525
Tài sản ngắn hạn	3,841	4,633	4,396	6,395
Tiền & tương đương tiền	1,208	1,154	1,290	1,225
Đầu tư ngắn hạn	1,479	2,096	1,795	3,608
Khoản phải thu	865	1,165	1,019	1,183
Hàng tồn kho	127	115	121	158
Tài sản ngắn hạn khác	162	102	170	221
Tài sản dài hạn	7,157	8,736	11,160	11,130
Khoản phải thu dài hạn	14	26	27	35
Tài sản cố định	6,781	6,545	7,043	7,847
BĐS đầu tư	0	0	0	0
Tài sản dở dang dài hạn	0	1,793	3,705	2,805
Đầu tư dài hạn	199	203	207	211
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	163	170	179	232
Nợ phải trả	5,306	7,266	8,948	10,141
Nợ ngắn hạn	2,523	2,923	3,307	3,461
Phải trả người bán	796	1,106	1,161	1,072
KH trả tiền trước	49	35	49	63
Vay ngắn hạn	1,015	1,027	1,027	1,027
Khoản dự trữ đặc biệt	107	100	100	100
Nợ ngắn hạn khác	557	655	971	1,199
Nợ dài hạn	2,784	4,343	5,641	6,681
Khoản phải trả dài hạn	236	445	279	347
Vay dài hạn	2,419	3,770	5,228	6,160
Nợ dài hạn khác	129	128	134	174
Vốn chủ sở hữu	5,691	6,103	6,608	7,384
Vốn góp	2,814	2,814	2,814	2,814
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	991	1,383	1,888	2,664
Vốn và quỹ khác	576	576	576	576
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,310	1,330	1,330	1,330
Tổng nợ & vốn	10,997	13,369	15,555	17,525

Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	3.6	4.7	3.6	2.6
P/E pha loãng	3.6	4.7	3.6	2.6
P/B	0.4	0.4	0.4	0.3
P/S	0.3	0.4	0.3	0.2
EV/EBITDA	1.4	1.4	1.2	1.0
EV/EBIT	2.7	2.7	2.1	1.5
Tỷ suất cổ tức (%)	13.5	11.2	13.4	15.7
Lãi cơ bản/cp (EPS)	2,450	1,912	2,485	3,451
Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	20,221	21,685	23,478	26,236
Doanh thu/cp (SPS)	27,567	25,361	30,418	38,020
Cổ tức/cp (DPS)	1,209	1,000	1,200	1,400
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	49.3	52.3	48.3	40.6
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	12.7	9.1	11.0	13.9
ROA	6.5	4.4	4.8	5.9
ROIC	10.9	8.9	9.6	11.3
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	93.2	119.1	135.4	137.3
Vay ròng/Vốn CSH	39.1	59.7	75.1	80.7
TS thanh toán hiện thời	1.5	1.6	1.3	1.8
TS khả năng trả lãi vay	5.5	4.3	3.7	4.2
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	0.7	0.6	0.6	0.6
Hệ số vòng quay phải thu	7.9	7.0	7.8	9.7
Hệ số vòng quay HTK	55.8	58.9	72.3	76.7
Hệ số vòng quay phải trả	8.2	7.2	7.3	9.1

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

Lợi nhuận chuẩn bị phục hồi vào Q4

27/07/2020

Chuyên viên phân tích Dầu Khí
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 8,100 VND

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu BSR với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 8,100 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 chu kỳ. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá bán xăng sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Giá bán xăng trên đường phục hồi để lợi nhuận Q4 phục hồi

Giá bán xăng và dầu DO xuất xưởng nội địa đã tăng 48% và cho phép lợi nhuận của công ty cải thiện bất chấp quan điểm của chúng tôi về việc xu hướng sự phục hồi giá dầu sẽ đi ngang. BSR đã có lợi nhuận trong tháng 6 và sản lượng được kỳ vọng sẽ tăng trở lại trong Q4 sau khi đại tu 2 tháng tại tháng 8 năm nay. BSR cũng đang nâng cấp cơ sở để tham gia vào thị trường hóa dầu. Chúng tôi tin rằng đây là bước đầu quan trọng và đánh dấu sự bắt đầu của việc sản lượng hóa dầu tăng, đặc biệt trong thời điểm nhập khẩu LNG sắp tới.

Nâng cấp cơ sở vật chất sẽ được sẵn sàng năm 2022E và bắt đầu việc sản xuất phẩm hóa dầu

Việt Nam sẽ sản xuất sản phẩm hóa dầu khi các nhà máy đã hoàn thành năm 2023E. BSR cũng đang nâng cấp cơ sở vật chất để thêm tham gia sản phẩm hóa dầu. Chúng tôi tin tưởng rằng đây là bước đầu quan trọng và đánh dấu sự bắt đầu của sản lượng hóa dầu ngày càng gia tăng, đặc biệt trong bối cảnh Việt Nam cũng đã triển khai việc nhập khẩu LNG

MUA lần đầu

Giá mục tiêu	VND8,100
Tổng mức sinh lời (%)	37.3%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND5,900
Giá mục tiêu thị trường	VND6,000
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD789mn

Dự phóng KQKD & định giá

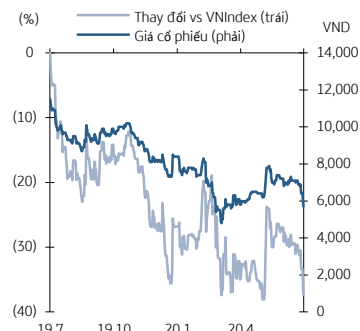
Nhằm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	102,824	61,429	90,819	95,360
EBIT	2,869	(2,699)	4,063	4,497
LN sau CĐTS	2,914	(2,942)	3,355	3,705
EPS (VND)	940	(949)	1,082	1,195
Thay đổi EPS (%)	(22.3)	(201.0)	(214.0)	10.4
P/E (x)	6.3	(6.2)	5.5	4.9
EV/EBITDA (x)	3.1	(42.2)	2.9	3.1
P/B (x)	0.5	0.6	0.5	0.5
ROE (%)	8.9	(9.1)	10.4	10.6
Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	0.0	2.7	6.8

Dữ liệu giao dịch

Tỉ lệ free-float (%)	7.9%
GTGD trung bình (3T)	USD1.25mn
Room khối ngoại (%)	7.9%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (92%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-20.8	-1.7	-32.1	-50.4
Tương đối	-14.1	-3.5	-14.3	-37.3



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Lỗ Q2 như dự tính dù đã hoàn nhập 500 tỷ VND dự phòng hàng tồn kho

Lỗ Q2 2020 là 1,897 tỷ VND vs lợi nhuận Q2 2019 là 106 tỷ VND với doanh thu đạt 13,736 tỷ VND giảm 51% YoY. Lỗ Q2 chủ yếu do: 1) ảnh hưởng của đại dịch vẫn khiến nhu cầu sản phẩm lọc dầu thế giới thấp; và 2) sản lượng tiêu thụ nội địa vẫn thấp do Việt Nam giãn cách xã hội. Lỗ 1H 2020 là 4,245 tỷ VND vs LN 1H 2019 là 704 tỷ VND nhưng lỗ Q2 đã hẹp dần vì đã hoàn nhập 500 tỷ VND dự phòng hàng tồn kho Q1 do giá dầu đã tăng trở lại. Hơn nữa, ban lãnh đạo cũng cho biết tháng 6 công ty đã ghi nhận lợi nhuận dương và chúng tôi KQKD trong 2H sẽ tiếp tục đà phục hồi.

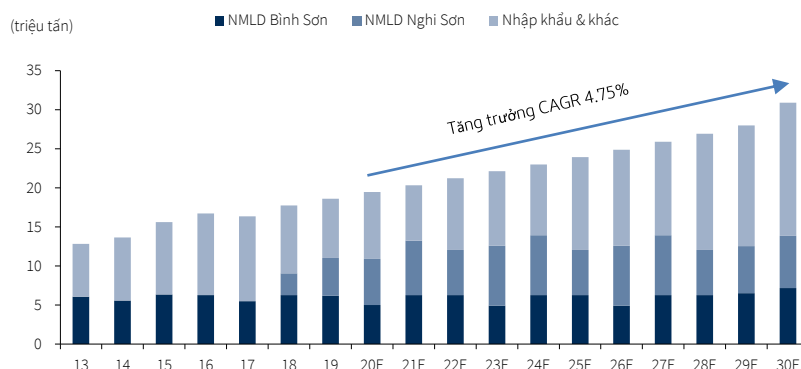
Giá xăng & dầu DO sẽ hỗ trợ hoạt động kinh doanh Q3 nhưng lợi nhuận chỉ thực trở lại vào Q4

Nhu cầu xăng dầu thế giới phục hồi vào 2H và chúng tôi kỳ vọng LN Q3 của BSR là 605 tỷ đồng, tăng 0.7% YoY (vs lỗ Q2 là 1,898 tỷ VND). Dù vậy, KQKD Q3 sẽ tiếp tục kém do 2 tháng bảo trì vào tháng 8 với hiệu suất hoạt động của NMLD đạt 16%. Lợi nhuận chỉ đảo chiều vào Q4 với LN chúng tôi kỳ vọng là 684 tỷ VND (tăng 13% QoQ nhưng vẫn giảm 57.2% YoY. Do 1H đã lỗ quá lớn, lợi nhuận 2H dù có phục hồi nhưng vẫn không đủ khiến LN cả năm dương và chúng tôi ước tính BSR sẽ lỗ 2,957 tỷ VND cho cả năm 2020E.

Tăng trưởng CAGR 17.5% sau khi HĐKD đã bình ổn trở lại từ năm 2021E

Chúng tôi ước tính tăng trưởng CAGR là 17.5% trong năm 2021E và 2025E. Kết quả lợi nhuận sẽ tốt hơn trong 2021E và đạt 3,335 tỷ VND do 1) giá sản phẩm lọc dầu sẽ trở lại mức trước đại dịch và có lợi nhuận; và 2) hiệu suất hoạt động quay lại mức 110%. Chúng tôi cũng giả định quá trình nâng cấp và mở rộng NMLD với giá trị 1.8 tỷ USD trong năm 2023E bất chấp khó khăn về tài chính. Việc nâng cấp/mở rộng cho phép: 1) tăng tổng sản lượng lên 30%; 2) nâng cấp nhà máy sang chế độ lọc phức tạp (complex refining) từ chế độ lọc đơn giản (simple refining) và có thể sử dụng cả dầu thô chua và ngọt; và 3) tăng sản lượng sản phẩm hóa dầu có biên lợi nhuận cao.

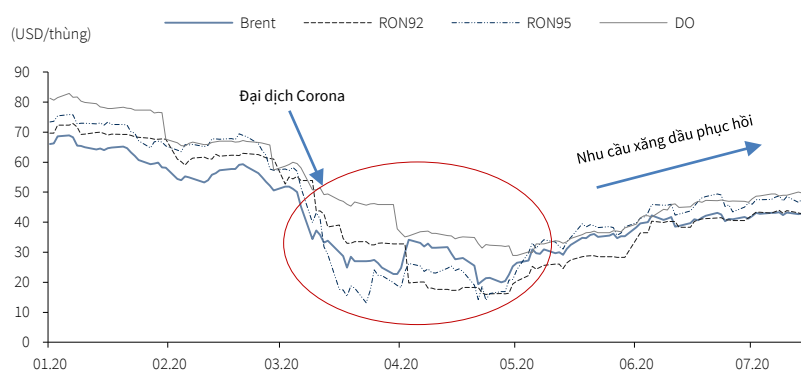
Biểu đồ 1. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Dự phóng sản lượng lọc dầu, 2013-2030E (triệu tấn)



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

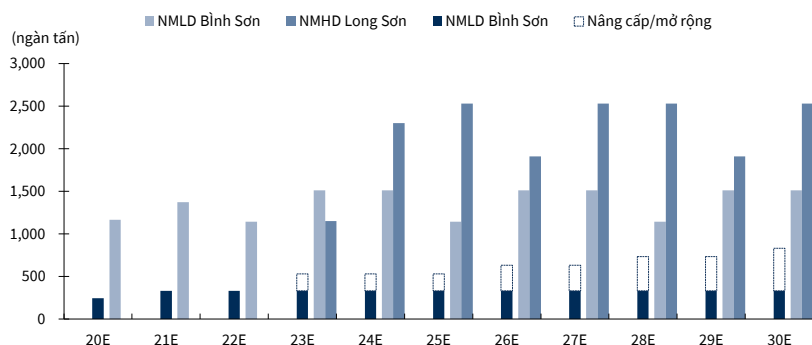
Biểu đồ 2. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Giá xuất xưởng xăng RON92, RON95 & dầu DO, 1/2020-7/2020 (USD)

Giá bán lọc hóa dầu = Trung bình 5, 10 hoặc 15 ngày giá thị trường Singapore (số lượng ngày tùy thuộc vào người mua hoặc hợp đồng) +



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Dự phóng sản lượng hóa dầu, 2013-2030E (triệu tấn)



NMLD = Nhà máy lọc dầu; NMHD = Nhà máy hóa dầu

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng , 2019E-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)					Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	102,824	61,429	90,819	95,360	Tổng tài sản	53,584	49,930	56,268	61,602
Giá vốn hàng bán	98,851	63,288	85,692	89,759	Tài sản ngắn hạn	26,896	24,198	31,840	37,028
Lãi gộp	3,973	(1,859)	5,127	5,601	Tiền & tương đương tiền	8,352	2,982	8,077	8,065
Doanh thu tài chính	537	627	473	473	Đầu tư ngắn hạn	4	2	3	5
Chi phí tài chính	416	828	989	1,051	Khoản phải thu	9,972	7,774	10,106	10,612
Gồm: Chi phí lãi vay	360	355	386	449	Hàng tồn kho	8,515	13,302	13,475	18,158
Lãi/(lỗ) liên doanh	0	0	0	0	Tài sản ngắn hạn khác	52	138	180	189
Chi phí bán hàng	714	667	908	954	Tài sản dài hạn	26,688	25,732	24,428	24,574
Chi phí quản lý DN	389	173	156	150	Khoản phải thu dài hạn	534	777	1,011	1,061
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	2,990	(2,901)	3,547	3,919	Tài sản cố định	24,848	24,568	22,649	22,759
Thu nhập khác	69	35	54	56	BDS đầu tư	0	0	0	0
Chi phí khác	4	2	3	4	Tài sản dở dang dài hạn	1,026	58	344	309
Lãi/(lỗ) khác	65	33	50	53	Đầu tư dài hạn	10	11	11	11
Lãi/(lỗ) trước thuế	3,054	(2,868)	3,598	3,972	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thuế doanh nghiệp	181	89	225	249	Tài sản dài hạn khác	271	318	413	434
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,873	(2,957)	3,372	3,723	Nợ phải trả	19,530	18,970	22,432	25,283
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(41)	(15)	17	19	Nợ ngắn hạn	12,916	11,932	14,185	15,327
Lợi nhuận sau CDTs	2,914	(2,942)	3,355	3,705	Phải trả người bán	8,674	4,640	5,854	6,121
					KH trả tiền trước	4	6	8	9
Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E	Vay ngắn hạn	1,106	3,617	3,617	4,267
Tăng trưởng doanh thu	(8.2)	(40.3)	47.8	5.0	Khoản dự trữ đặc biệt	120	215	215	215
Tăng trưởng EBIT	(27.4)	(194.1)	(250.5)	10.7	Nợ ngắn hạn khác	3,012	3,455	4,492	4,716
Tăng trưởng EBITDA	(21.5)	(110.7)	nm	5.2	Nợ dài hạn	6,614	7,037	8,247	9,955
Tăng trưởng LN sau CDTs	(19.2)	(201.0)	(214.0)	10.4	Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3.9	(3.0)	5.6	5.9	Vay dài hạn	5,192	4,971	5,561	7,135
Tỷ suất EBITDA	5.2	(0.9)	7.3	7.3	Nợ dài hạn khác	1,422	2,066	2,686	2,820
Tỷ suất EBIT	2.8	(4.4)	4.5	4.7	Vốn chủ sở hữu	34,054	30,960	33,836	36,320
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	3.0	(4.7)	4.0	4.2	Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.8	(4.8)	3.7	3.9	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E	Lãi chưa phân phối	2,975	(95)	2,781	5,264
Lãi trước thuế	2,873	(2,957)	3,372	3,723	Vốn và quỹ khác	3	3	3	3
Khấu hao TSCĐ	2,513	2,227	2,593	2,505	Lợi ích cổ đông thiểu số	71	48	48	48
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(340)	(352)	(351)	(351)	Tổng nợ & vốn	53,584	49,930	56,268	61,602
Thay đổi vốn lưu động	1,166	(6,508)	(527)	(4,755)					
(T)/G phải thu	(1,019)	1,954	(2,565)	(556)	Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
(T)/G hàng tồn kho	711	(4,787)	(173)	(4,683)	Chỉ số định giá				
(T)/G TS ngắn hạn khác	27	(87)	(41)	(9)	P/E	6.3	(6.2)	5.5	4.9
(T)/G khoản phải trả	205	(4,034)	1,214	267	P/E pha loãng	6.3	(6.2)	5.5	4.9
(T)/G chi phí trả trước	(9)	2	2	1	P/B	0.5	0.6	0.5	0.5
(T)/G nợ ngắn hạn khác	1,252	443	1,037	225	P/S	0.2	0.3	0.2	0.2
Điều chỉnh khác HĐKD	2,916	(3,912)	(448)	1,544	EV/EBITDA	3.4	(32.3)	2.7	2.6
Lưu chuyển tiền HĐKD	4,937	(6,178)	5,320	1,368	EV/EBIT	6.4	(6.8)	4.5	4.1
Đầu tư ngắn hạn	0	2	(1)	(2)	Tỷ suất cổ tức (%)	2.8	0.0	2.7	6.8
Đầu tư tài sản cố định	(13)	(884)	(960)	(2,580)	Lãi cơ bản/cp (EPS)	940	(949)	1,082	1,195
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	10,983	9,986	10,913	11,714
Đầu tư vào công ty con	0	0	0	0	Doanh thu/cp (SPS)	33,164	19,813	29,292	30,756
Tài sản khác	77	(48)	(95)	(21)	Cổ tức/cp (DPS)	164	0	160	400
Điều chỉnh khác HĐĐT	(7)	435	546	546	Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	17.4	0.0	14.8	33.5
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	57	(495)	(511)	(2,057)	Chỉ số khả năng sinh lời				
Dòng tiền tự do	4,924	(7,062)	4,360	(1,213)	ROE	8.9	-9.1	10.4	10.6
T/(G) vay dài hạn	(2,123)	(221)	590	1,574	ROA	5.5	-5.7	6.3	6.3
T/(G) vay ngắn hạn	(1,710)	2,511	0	650	ROIC	8.1	-8.3	11.0	11.7
Nợ phải trả khác	3	645	620	134	Cấu trúc tài chính				
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0	Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	57.4	61.3	66.3	69.6
Cổ tức đã trả	(508)	0	(496)	(1,240)	Vay ròng/Vốn CSH	(6.0)	18.1	3.3	9.2
Trừ: thay đổi vốn CSH	311	(136)	0	0	TS thanh toán hiện thời	2.1	2.0	2.2	2.4
Điều chỉnh khác HĐTC	1,623	(1,495)	(428)	(440)	TS khả năng trả lãi vay	8.0	(7.6)	10.5	10.0
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(2,404)	1,302	286	678	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền trong kỳ	2,590	(5,371)	5,095	(12)	Hệ số vòng quay tài sản	1.9	1.2	1.7	1.6
Tiền đầu kỳ	5,762	8,352	2,982	8,077	Hệ số vòng quay phải thu	10.9	6.9	10.2	9.2
Tiền cuối kỳ	8,352	2,982	8,077	8,065	Hệ số vòng quay HTK	11.6	5.6	6.8	6.0
					Hệ số vòng quay phải trả	12.0	9.2	17.3	15.9

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Kỹ thuật dầu khí (PVS)

Ảnh hưởng nặng nề bởi giá dầu thô thấp

Chuyên viên phân tích Dầu Khí
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

27/07/2020

**Báo cáo lần đầu với khuyến nghị
NẮM GIỮ và giá mục tiêu là 11,100
VND**

**Biên lợi nhuận tiếp tục sẽ vẫn thấp
trong những dự án hiện tại và cả
tương lai**

**Không chỉ bị ảnh hưởng bởi giá dầu
thấp mà triển vọng ngành khai thác
cũng kém**

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PVS với khuyến nghị **NẮM GIỮ** và giá mục tiêu là 11,100 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 chu kỳ. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá tàu FPSO sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

Các dự án bị trì hoãn bao gồm *Sao Vàng – Đại Nguyệt* và *Galla* dù họ có thể tái khởi động vào giữa Q3 (các dự án trên đang ở trong giai đoạn cuối và có thể có biên lợi nhuận cao hơn). Doanh thu backlog vẫn chịu áp lực bởi sự cạnh tranh khiến biên lợi nhuận tại các dự án sắp tới như *Sư Tử Trắng* và cảng *Thị Vải* khá thấp. Các mỏ dầu và khí Việt Nam đã bước vào giai đoạn cuối cũng khiến hoạt động kinh doanh các công ty khai thác trở nên khó khăn hơn. Chi phí khai thác ngày càng gia tăng khiến sản lượng khai thác rất nhạy cảm khi giá dầu thấp.

Các mỏ dầu khí Việt Nam đã lớn tuổi khiến tình hình kinh doanh những công ty thượng nguồn ngày càng tệ do việc khai thác khó khăn càng làm việc cắt giảm sản lượng diễn ra nhanh chóng hơn. Hiện nay, Việt Nam vẫn chưa tìm ra mỏ dầu nào mới và tiến độ các dự án lớn như *Cá Voi Xanh* và *Lô B* vẫn là một dấu hỏi lớn và khả năng cao sẽ bị chậm trễ.

NẮM GIỮ lần đầu

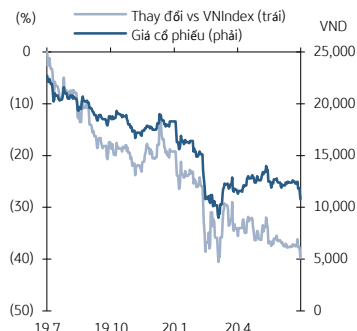
Giá mục tiêu	VND11,000
Tổng mức sinh lời (%)	8.3%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND10,800
Giá mục tiêu thị trường	VND16,500
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD223mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ free-float (%)	48.5%
GTGD trung bình (3T)	USD2.41mn
Room khối ngoại (%)	37.5%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (51.4%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-12.9	-6.9	-41.0	-52.4
Tương đối	-5.5	-8.6	-25.5	-39.8

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	16,968	17,039	15,358	16,126
EBIT	140	531	330	364
LN sau CĐTS	849	902	1,195	1,427
EPS (VND)	1,777	1,887	2,499	2,985
Thay đổi EPS (%)	(23.3)	6.2	32.4	19.4
P/E (x)	6.1	5.7	4.3	3.6
EV/EBITDA (x)	(0.6)	1.3	1.7	1.6
P/B (x)	0.4	0.4	0.4	0.3
ROE (%)	6.7	6.9	8.7	9.7
Tỷ suất cổ tức (%)	7.7	6.5	7.4	9.3



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

LN Q2 vượt cùng kỳ do hoàn nhập nợ xấu khó đòi từ PVEP

LN Q2 tăng mạnh 61.2% YoY lên 272 tỷ VND với doanh thu đạt 5,473 tỷ VND (tăng 13.4%) YoY do 1) hoàn nhập 51 tỷ VND nợ xấu khó đòi từ PVEP; và 2) năm 2019 PVS ghi nhận chi phí khác HĐKD cốt lõi lớn. Chi phí quản lý giảm 44% sau khi PVEP đã trả 51 tỷ VND nợ xấu. Lợi nhuận 2Q cũng tăng mạnh do năm 2019 PVS ghi nhận chi phí khác 120 tỷ VND liên quan đến việc thanh lý mảng kinh doanh lỗ Khảo sát địa chấn. Bất chấp những khoản mục ghi nhận 1 lần, LN 2Q cũng cho thấy lợi nhuận mảng xây lắp M&C bị ảnh hưởng nặng nề bởi đại dịch và giá thuê tàu FPSO giảm do giá dầu thấp. Ban lãnh đạo cũng cho rằng các dự án xây lắp M&C cũng có thể tiếp tục bị trì hoãn do đại dịch. Lợi nhuận 1H đạt 393 tỷ VND, giảm 39% YoY

Đại dịch sẽ tiếp tục khiến các dự án bị đình trệ

Chúng tôi kỳ vọng LN Q3 là 271 tỷ VND, duy trì ổn định so với Q2 nhưng tăng 222% YoY và LN Q4 đạt 295 tỷ VND, tăng 9% QoQ và tăng 73% YoY. Trong tình trạng các dự án đang bị trì hoãn, dự phóng của chúng tôi phụ thuộc chủ yếu vào các mỏ khí *Sao Vàng-Đại Nguyệt & Gallaf* và các dự án này đã vào giai đoạn cuối trong Q4. Trong giai đoạn cuối, những dự án xây dựng có thể sẽ hưởng được biên lợi nhuận cao hơn.

Tăng trưởng CAGR 13.6% giữa 2021E-2025E nhưng vẫn gặp rủi ro trì hoãn

Dự phóng tăng trưởng lợi nhuận 13.6% trong giai đoạn 2021E và 2025E bao gồm giả định PVS sẽ thắng những hợp đồng EPC của những mỏ khí mới, bao gồm *Sư Tử Trắng 2*, và *Nam Du U Minh*. Chúng tôi loại trừ 2 siêu dự án *Cá Voi Xanh* và *Lô Bra* khỏi dự phóng do sự không chắc chắn về thời gian khai thác và khả năng dự án bị đình trệ. Dù vậy, hoạt động khai thác thượng nguồn tại Việt Nam sẽ bị ảnh hưởng lớn bởi sự đi xuống của ngành dầu khí, sự cạnh tranh gắt gao và giá dầu thấp sẽ khiến biên lợi nhuận hẹp lại và khả năng các dự án bị trì hoãn do những căng thẳng khu vực biển và sự phê duyệt dự án còn chậm.

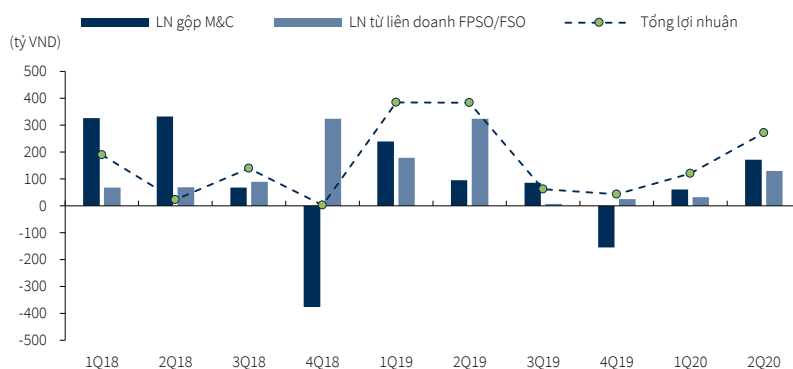
Bảng 1. Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Các dự án khai thác khí, 2018-2025E (USD)

Dự án	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Sao Vàng Đại Nguyệt		EPC + FSO + JUs (600 triệu USD)						
Sư Tử Trắng gđ2			EPC + FSO (500 triệu USD)					
Nam Du - U Minh			EPC + FSO (850 triệu USD)					
Cá Voi Xanh			(Ước tính tổng giá trị đầu tư = 10 tỷ USD)					
Lô B - Ô Môn					EPC + FSO + 1 tender barge + 1 JUs (1.2 tỷ USD)			
Cá Rồng Đỏ	Dừng hoạt động							

EPC = Hợp đồng xây dựng EPC; FSO = Tàu FSO; JU = giàn tự nâng jack-up

Lưu ý: Dự án Cá Rồng Đỏ đã bị hủy bỏ do căng thẳng vùng biển

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Lợi nhuận gộp M&C, LN từ liên doanh FPSO/FSO & tổng lợi nhuận (tỷ VND)

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Bảng tóm tắt KQKD & dư phóng, 2019E-2022E

Báo cáo Kết quả HĐKD				
(Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	16,968	17,039	15,358	16,126
Giá vốn hàng bán	16,071	15,910	14,396	15,105
Lãi gộp	898	1,129	962	1,020
Doanh thu tài chính	320	385	423	443
Chi phí tài chính	67	156	169	175
Gồm: Chi phí lãi vay	34	49	39	39
Lãi/(lỗ) liên doanh	581	569	1,124	1,416
Chi phí bán hàng	108	113	123	129
Chi phí quản lý DN	649	485	509	527
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	974	1,330	1,709	2,048
Thu nhập khác	425	75	77	81
Chi phí khác	296	26	31	32
Lãi/(lỗ) khác	129	49	46	48
Lãi/(lỗ) trước thuế	1,103	1,379	1,755	2,096
Thuế doanh nghiệp	295	421	511	610
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	808	958	1,244	1,486
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(41)	56	50	59
Lợi nhuận sau ĐTS	849	902	1,195	1,427

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	15.9	0.4	(9.9)	5.0
Tăng trưởng EBIT	(62.4)	278.7	(37.8)	10.1
Tăng trưởng EBITDA	(25.0)	45.7	(6.1)	5.7
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(18.9)	6.2	32.4	19.4
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.3	6.6	6.3	6.3
Tỷ suất EBITDA	4.6	6.6	6.9	6.9
Tỷ suất EBIT	0.8	3.1	2.2	2.3
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.5	8.1	11.4	13.0
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.0	5.3	7.8	8.8

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	808	958	1,244	1,486
Khấu hao TSCĐ	765	608	727	754
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(855)	(184)	231	242
Thay đổi vốn lưu động	1,751	111	(74)	(91)
(T)/G phải thu	247	(478)	(105)	(223)
(T)/G hàng tồn kho	(775)	717	(141)	56
(T)/G TS ngắn hạn khác	195	(29)	(8)	(22)
(T)/G khoản phải trả	1,886	(128)	145	52
(T)/G chi phí trả trước	222	190	10	(20)
(T)/G nợ ngắn hạn khác	(23)	(162)	25	65
Điều chỉnh khác HĐKD	(415)	330	(221)	748
Lưu chuyển tiền HĐKD	1,906	1,744	1,970	2,223
Đầu tư ngắn hạn	(1,016)	(1,824)	(733)	(306)
Đầu tư tài sản cố định	(1,188)	(881)	(895)	(937)
Bất động sản đầu tư	5	5	4	4
Đầu tư vào công ty con	(300)	(258)	(271)	(284)
Tài sản khác	(76)	(4)	19	73
Điều chỉnh khác HĐĐT	1,270	20	462	483
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(1,306)	(2,943)	(1,414)	(967)
Dòng tiền tự do	718	863	1,075	1,286
T/(G) vay dài hạn	391	489	756	0
T/(G) vay ngắn hạn	50	1	0	0
Nợ phải trả khác	177	(130)	45	(219)
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	(397)	(335)	(382)	(478)
Trừ: thay đổi vốn CSH	(333)	(133)	0	0
Điều chỉnh khác HĐTC	149	(87)	(534)	(557)
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	38	(194)	(115)	(1,255)
Lưu chuyển tiền trong kỳ	638	(1,393)	441	1
Tiền đầu kỳ	6,311	6,949	5,556	5,998
Tiền cuối kỳ	6,949	5,556	5,998	5,999

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tổng tài sản	26,004	26,769	28,614	29,500
Tài sản ngắn hạn	15,984	16,200	17,626	18,159
Tiền & tương đương tiền	6,949	5,556	5,998	5,999
Đầu tư ngắn hạn	2,743	4,567	5,300	5,606
Khoản phải thu	4,627	5,099	5,201	5,461
Hàng tồn kho	1,269	552	693	637
Tài sản ngắn hạn khác	396	425	433	455
Tài sản dài hạn	10,020	10,569	10,988	11,341
Khoản phải thu dài hạn	164	170	173	137
Tài sản cố định	3,177	3,266	3,380	3,510
BĐS đầu tư	183	179	174	170
Tài sản dở dang dài hạn	200	398	451	505
Đầu tư dài hạn	5,208	5,462	5,732	6,015
Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	1,087	1,095	1,077	1,005
Nợ phải trả	13,220	13,494	14,476	14,355
Nợ ngắn hạn	8,995	8,836	8,990	9,112
Phải trả người bán	6,151	5,949	6,068	6,144
KH trả tiền trước	320	510	520	501
Vay ngắn hạn	771	772	772	772
Khoản dự trữ đặc biệt	316	330	330	330
Nợ ngắn hạn khác	1,436	1,275	1,300	1,365
Nợ dài hạn	4,225	4,658	5,486	5,243
Khoản phải trả dài hạn	1,243	1,317	1,344	1,320
Vay dài hạn	584	1,074	1,830	1,830
Nợ dài hạn khác	2,397	2,267	2,313	2,093
Vốn chủ sở hữu	12,784	13,275	14,137	15,146
Vốn góp	4,780	4,780	4,780	4,780
Thặng dư vốn cổ phần	40	40	40	40
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	3,857	4,375	5,237	6,245
Vốn và quỹ khác	3,394	3,389	3,389	3,389
Lợi ích cổ đông thiểu số	714	693	693	693
Tổng nợ & vốn	26,004	26,769	28,614	29,500

Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	6.1	5.7	4.3	3.6
P/E pha loãng	6.1	5.7	4.3	3.6
P/B	0.4	0.4	0.4	0.3
P/S	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.7	4.6	4.9	4.6
EV/EBIT	36.8	9.7	15.6	14.2
Tỷ suất cổ tức (%)	7.7	6.5	7.4	9.3
Lãi cơ bản/cp (EPS)	1,777	1,887	2,499	2,985
Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	26,747	27,774	29,578	31,688
Doanh thu/cp (SPS)	35,501	35,649	32,132	33,738
Cổ tức/cp (DPS)	830	700	800	1,000
Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	46.7	37.1	32.0	33.5
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	6.7	6.9	8.7	9.7
ROA	3.5	3.4	4.3	4.9
ROIC	1.0	3.3	1.8	1.8
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	103.4	101.6	102.4	94.8
Vay ròng/Vốn CSH	(43.8)	(28.0)	(24.0)	(22.4)
TS thanh toán hiện thời	1.8	1.8	2.0	2.0
TS khả năng trả lãi vay	4.2	10.8	8.6	9.4
Chỉ số hoạt động				
Hệ số vòng quay tài sản	0.7	0.6	0.6	0.6
Hệ số vòng quay phải thu	3.5	3.5	3.0	3.0
Hệ số vòng quay HTK	19.2	18.7	24.7	24.2
Hệ số vòng quay phải trả	3.1	2.6	2.4	2.4

PV Drilling (PVD)

Thị trường khoan thiếu sôi động

27/07/2020

Chuyên viên phân tích Dầu Khí
Nguyễn Vinh
vinhn@kbsec.com.vn

**Báo cáo lần đầu với khuyến nghị
NẮM GIỮ và giá mục tiêu là 9,600
VND**

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu PVD với khuyến nghị **NẮM GIỮ** và giá mục tiêu là 9,600 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do nhằm thể hiện dòng tiền yếu của PVD do các hoạt động khai thác tại Việt Nam ngày càng đi xuống.

**Giá thuê giàn tự nâng giữ nguyên ở
mức 65,000 USD cho năm 2020E &
2021E**

Giá thuê giàn sẽ giữ nguyên ở mức 65,000 USD cho năm 2020E và 2021E do 1) cắt giảm chi phí đầu tư khai thác vì giá dầu thấp; và 2) ít hợp đồng tại khu vực Malaysia sau khi nước này đồng ý cắt giảm theo OPEC+ từ tháng 5. Chúng tôi kỳ vọng hiệu suất giàn khoan tự nâng năm 2020E là 77% và tăng lên 85% cho năm 2021E.

**Triển vọng doanh nghiệp chỉ cải
thiện vào 2H 2021E khi giàn TAD đi
vào hoạt động**

Giàn *PV Drilling-V* (TAD) chỉ thực sự khởi động vào 2H 2021E sau khi đã không có việc trong 3 năm qua. Tuy nhiên, mức thuê cho giàn này chỉ đạt 85,000-90,000 USD/ngày và lợi nhuận cũng không quá cao. Hợp đồng này có thời hạn chính thức là 4 năm với 2 năm có quyền gia hạn và giá thuê chỉ có thể được gia hạn khi kết thúc 4 năm hợp đồng chính thức.

NẮM GIỮ lần đầu

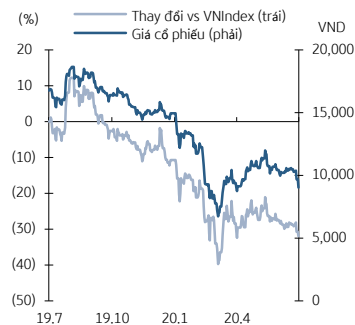
Giá mục tiêu	VND9,600
Tổng mức sinh lời (%)	6.3%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND9,030
Giá mục tiêu thị trường	VND11,900
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD164mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	49.4%
GTGD trung bình (3T)	USD2.25mn
Room khối ngoại (%)	36.9%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (50.46%)

Biến động giá cổ phiếu	1M	3M	6M	12M
(%)				
Tuyệt đối	-13.6	0.1	-39.6	-46.2
Tương đối	-6.2	-1.7	-23.7	-31.9

Dự phóng KQKD & định giá

Nhằm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	4,368	5,029	5,709	6,597
EBIT	37	118	135	498
LN sau CĐTS	184	132	165	473
EPS (VND)	438	314	392	1,121
Thay đổi EPS (%)	(6.3)	(28.3)	24.8	186.3
P/E (x)	20.6	28.8	23.1	8.1
EV/EBITDA (x)	8.8	8.9	8.3	4.9
P/B (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE (%)	1.3	0.9	1.1	3.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1	0.0	0.0	0.0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

LN cốt lõi Q2 giảm 44% YoY nhưng tăng 27% YoY nếu loại trừ lợi nhuận ghi nhận 1 lần năm 2019 do giá thuê giàn tự nâng tăng và hiệu suất giàn khoan ổn định

LN cốt lõi sơ bộ quý 2 đạt 61 tỷ VND, giảm 44% YoY nhưng tăng 27% YoY nếu loại trừ lợi nhuận ghi nhận 1 lần năm 2019 do thị trường khoan tại Malaysia vẫn sôi động vào 1H2020. Dựa vào ước tính của chúng tôi, chúng tôi tin rằng LN Q2 đã được hưởng lợi từ: 1) giá thuê giàn tự nâng tăng 2% QoQ trong Q2 vs 3% QoQ trong Q1 (Q2 tăng 10% YoY và tăng 9% YoY trong Q1); và 2) hiệu suất giàn khoan vẫn cao 86% vs 97% tại Q1. PVD đã ghi nhận lợi nhuận 1 lần 60 tỷ trong năm 2019 liên quan đến thuế nhà thầu tại Malaysia. LN 1H đạt 85 tỷ VND, tăng 286% YoY.

Kỳ vọng lợi nhuận 2H kém hơn do các nhà thầu Malaysia dời lịch khoan sang 2021E

Thị trường khoan sôi động tại Malaysia tại 1H không thể kéo dài sang 2H và ban lãnh đạo cho biết vài lịch khoan tại Malaysia sẽ được dời sang 2021E. Chúng tôi ước tính LN Q3 đạt 31 tỷ, tăng 14% YoY nhưng giảm 49% QoQ và LN Q4 đạt 27 tỷ VND, giảm 14% YoY và giảm 13% QoQ do hoạt động khoan bị trì hoãn. Chúng tôi ước tính việc cắt giảm sản lượng tại Malaysia sẽ giảm hiệu suất khoan của PVD xuống 77% từ 89% so với đầu năm.

Chúng tôi kỳ vọng CAGR 36.7% từ 2020E-2025E chủ yếu do giàn TAD

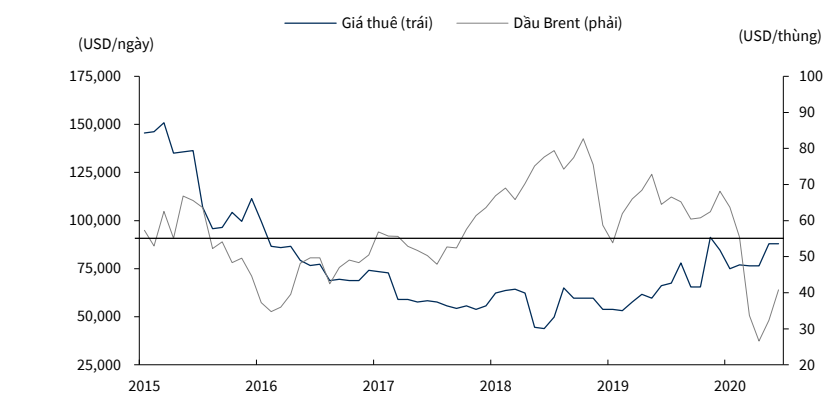
Dự phóng của chúng tôi cho PVD với mức tăng từ 2020E đến 2025E CAGR là 36.7%. Chúng tôi kỳ vọng giá giàn khoan tự nâng vẫn đạt mức 65,000 USD cho năm 2021E vì giá dầu thấp khiến các công ty E&P cắt giảm chi phí khai thác. Các hợp đồng từ Malaysia – khu vực hoạt động chính của PVD – sẽ suy giảm do nước này đã đồng ý cắt giảm sản lượng với OPEC+. Hơn nữa, PVD cần phải tìm những hợp đồng mới cho các giàn tự nâng do đa số các hợp đồng sẽ kết thúc vào 2H 2021E. Công ty sẽ phải phụ thuộc vào giàn TAD có hợp đồng thời hạn 6 năm (4 năm chính thức + có thể 2 năm gia hạn) với Brunei Shell Petroleum.

Bảng 1. PV Drilling (PVD) – Lịch khoan giàn tự nâng và TAD, 1/2020-12/2021E

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						Cambodia						Kris Energy & Repsol						Không công bố chính thức					
PVD IV	Tự nâng	Sapura			Rosneft									Không công bố chính thức											
PVD V	TAD	Không có việc												Brunei Shell Petroleum											

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Biểu đồ 1. PV Drilling (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

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

Báo cáo Kết quả HĐKD (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu thuần	4,368	5,029	5,709	6,597
Giá vốn hàng bán	3,918	4,512	5,034	5,455
Lãi gộp	450	517	675	1,141
Doanh thu tài chính	165	167	199	215
Chi phí tài chính	241	286	351	391
Gồm: Chi phí lãi vay	158	146	201	230
Lãi/(lỗ) liên doanh	111	55	59	63
Chi phí bán hàng	17	10	11	13
Chi phí quản lý DN	397	389	528	630
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	71	54	42	385
Thu nhập khác	130	117	171	198
Chi phí khác	12	17	17	20
Lãi/(lỗ) khác	118	100	154	178
Lãi/(lỗ) trước thuế	189	154	197	563
Thuế doanh nghiệp	17	35	39	113
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	172	119	157	450
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(12)	(13)	(8)	(23)
Lợi nhuận sau ĐTS	184	132	165	473

Chỉ số hoạt động (%)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tăng trưởng doanh thu	(20.6)	15.1	13.5	15.5
Tăng trưởng EBIT	(63.2)	223.1	14.5	267.3
Tăng trưởng EBITDA	8.3	12.6	27.5	58.8
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(6.3)	(28.3)	24.8	186.3
Tỷ suất lợi nhuận gộp	10.3	10.3	11.8	17.3
Tỷ suất EBITDA	14.7	14.4	16.2	22.2
Tỷ suất EBIT	0.8	2.4	2.4	7.5
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	4.3	3.1	3.4	8.5
Tỷ suất lợi nhuận thuần	4.2	2.6	2.9	7.2

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Lãi trước thuế	172	119	157	450
Khấu hao TSCĐ	576	587	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)
Lưu chuyển tiền HĐKD	(77)	918	789	1,452
Đầu tư ngắn hạn	(21)	(959)	(1,807)	(558)
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
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(223)	(728)	(1,256)	237
Dòng tiền tự do	(122)	267	452	1,240
T/(G) vay dài hạn	(247)	422	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)	199	0	0
Điều chỉnh khác HĐTC	114	(912)	(1,019)	(1,171)
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(75)	(234)	306	(1,022)
Lưu chuyển tiền trong kỳ	(375)	(44)	(162)	667
Tiền đầu kỳ	2,265	1,890	1,846	1,684
Tiền cuối kỳ	1,890	1,846	1,684	2,35

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng cân đối kế toán (Tỷ VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Tổng tài sản	20,892	21,401	23,871	24,618
Tài sản ngắn hạn	5,705	6,084	8,852	10,244
Tiền & tương đương tiền	1,890	1,846	1,684	2,351
Đầu tư ngắn hạn	1,033	1,992	3,799	4,357
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	14,374
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
Nợ phải trả	6,923	7,114	9,427	9,724
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	4,617	4,766
Khoản phải trả dài hạn	0	0	0	0
Vay dài hạn	3,230	3,653	3,807	3,915
Nợ dài hạn khác	831	540	810	851
Vốn chủ sở hữu	13,968	14,287	14,444	14,894
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	3,925	4,082	4,532
Vốn và quỹ khác	3,288	3,489	3,489	3,489
Lợi ích cổ đông thiểu số	247	245	245	245
Tổng nợ & vốn	20,892	21,401	23,871	24,618

Chỉ số chính (x, %, VND)	2019A	2020E	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	20.6	28.8	23.1	8.1
P/E pha loãng	20.4	28.5	22.8	8.0
P/B	0.3	0.3	0.3	0.3
P/S	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	5.9	5.3	4.1	2.6
EV/EBIT	104.0	32.2	28.1	7.7
Tỷ suất cổ tức (%)	0.1	0.0	0.0	0.0
Lãi cơ bản/cp (EPS)	438	314	392	1,121
Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	33,136	33,892	34,265	35,333
Doanh thu/cp (SPS)	10,362	11,930	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
Chỉ số khả năng sinh lời				
ROE	1.3	0.9	1.1	3.2
ROA	0.9	0.6	0.7	1.9
ROIC	0.2	0.6	0.6	2.3
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	49.6	49.8	65.3	65.3
Vay ròng/Vốn CSH	13.3	18.7	26.9	22.4
TS thanh toán hiện thời	2.0	2.1	1.8	2.1
TS khả năng trả lãi vay	0.2	0.8	0.7	2.2
Chỉ số hoạt động				
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	6.8	7.1	6.7
Hệ số vòng quay phải trả	3.2	4.0	3.8	3.6

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Vĩ mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh
anhtd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Vĩ 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
conglgt@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 Khách hàng Quốc tế – Harrison Kim
harrison.kim@kbfg.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
Website: 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.