

# Kỹ thuật dầu khí (PVS)

## Ảnh hưởng nặng nề bởi giá dầu thô thấp

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 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 *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* 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

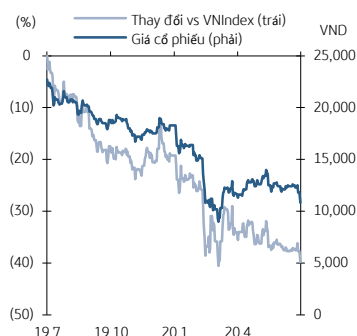
Giá mục tiêu	VND11,000
Tổng mức sinh lời (%)	8.3%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND10,800
Giá mục tiêu thị trường	VND16,500
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD223mn

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

## Ảnh hưởng nặng nề bởi giá dầu thô thấp

**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 tài sản 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* 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 1. Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Định giá (DDM) & giá mục tiêu (VND, %)**

Chỉ tiêu	Ký hiệu		Ghi chú
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>kE</b>	<b>16.6%</b>	<b><math>rf + (\beta_E * m)</math></b>
Beta có đòn bẩy	$\beta_E$	1.527	$\beta_A(1 + ((1-t)*D/E))$
Beta tài sản	$\beta_A$	1.414	Beta tài sản của PVS
<b>Giá định GTCC</b>			
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%	$ROE * (1 - p)$
<b>Giá định</b>			
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
<b>GTCC theo % GTDN</b>		<b>73.4%</b>	
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	
<b>Tổng suất sinh lời</b>		<b>8.3%</b>	
Giá mục tiêu (VND)		11,000	
Cổ tức/cp (VND)		700	

Nguồn: 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	= Trung bình: [Mô hình cổ tức & định giá ex-growth]

Nguồn: KBSV

**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.

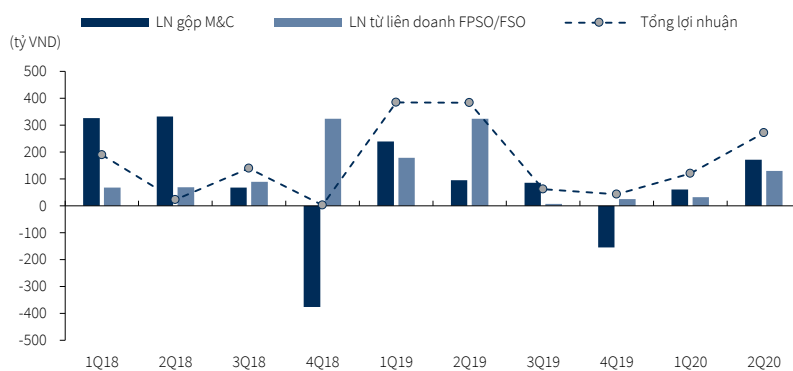
**Bảng 3. Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Các dự án khai thác khí, 2018-2025E (USD)**

Dự án	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
<i>Sao Vàng Đại Nguyệt</i>		EPC + FSO + JUs (600 triệu USD)						
<i>Sư Tử Trắng gđ2</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

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

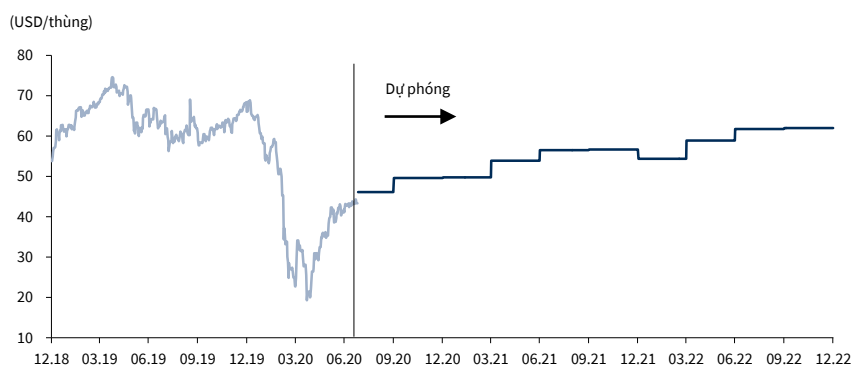
Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## Đóng vị thế những giao dịch có tính chu kỳ

**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.

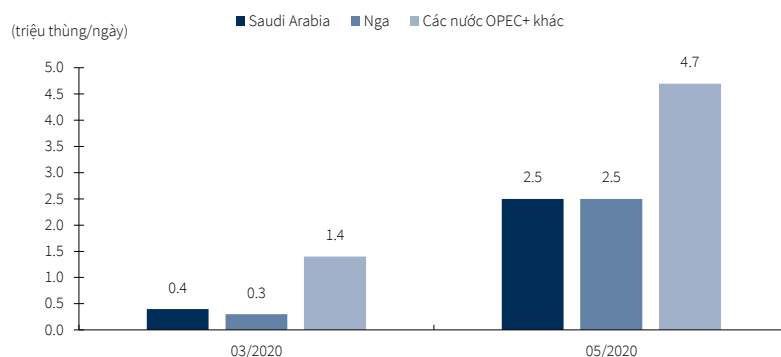
**Biểu đồ 2. Dầu thô – Giá dầu Brent hiện tại & dự phóng, 1/2019 -12/2022E (USD/thùng)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

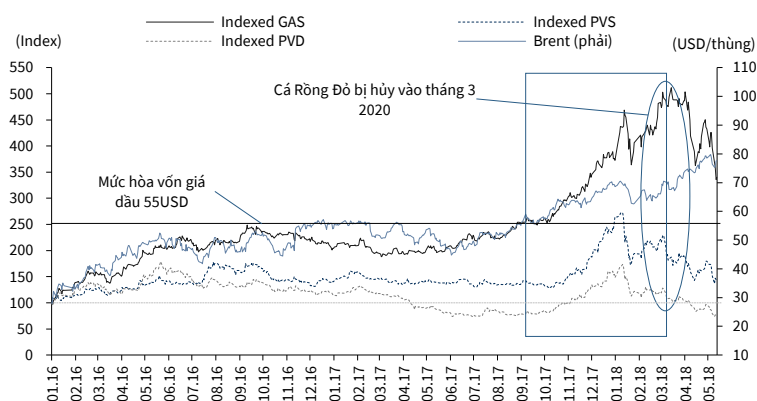
Các nước OPEC+ đã đồng ý cắt giảm sản lượng dầu khí đợt 2 vào tháng 5 nhưng có lẽ sẽ không sẵn sàng kéo dài việc cắt giảm này thêm nữa. Thỏa thuận cắt giảm vào tháng 5 lớn hơn so với thỏa thuận hồi tháng 3 nhưng sẽ bắt đầu giảm dần cho đến tháng 4 2022E. Sản lượng cắt giảm bắt đầu với mức 9.7 triệu thùng/ngày 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 3. 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 4. 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**

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

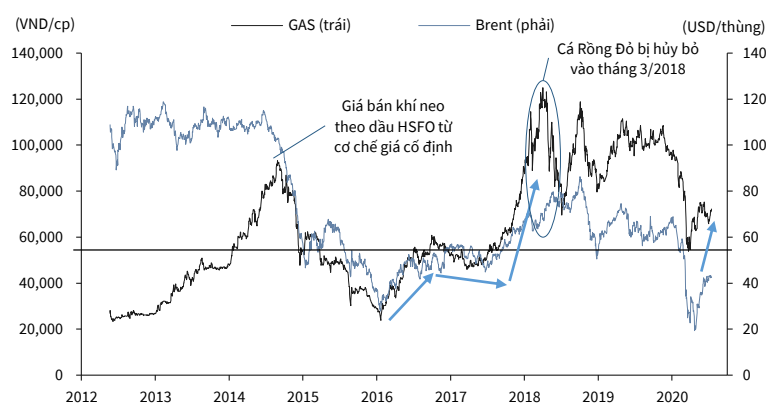
Nhưng chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên đóng vị thế ở PVS và PVD và chuyển sang nắm giữ GAS. Chỉ cổ phiếu GAS theo sát hoàn toàn sự phục hồi của giá dầu, trong khi giá cổ phiếu PVS và PVD, những công ty khai thác, lại duy chuyển lệch hướng và diễn biến kém hơn so với giá dầu. Độ tương quan với giá 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.

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 5. Dầu khí Việt Nam– Giá cổ phiếu GAS và giá Brent, 2012-2020 (VND/cp, USD/thùng)**



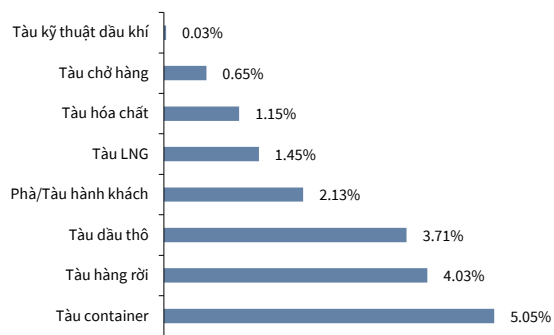
Nguồn: Bloomberg, KBSV

**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.

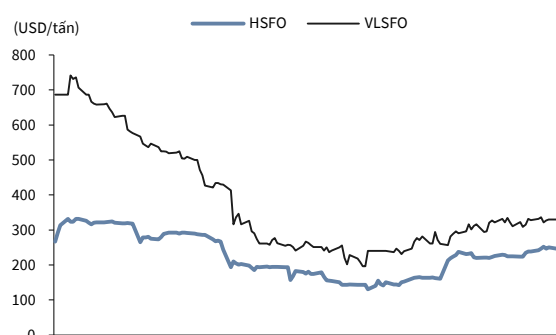


**Biểu đồ 6. Tàu quốc tế – Tỷ trọng theo loại tàu đã lắp đặt máy lọc, 2019 (% tổng tàu thế giới)**



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

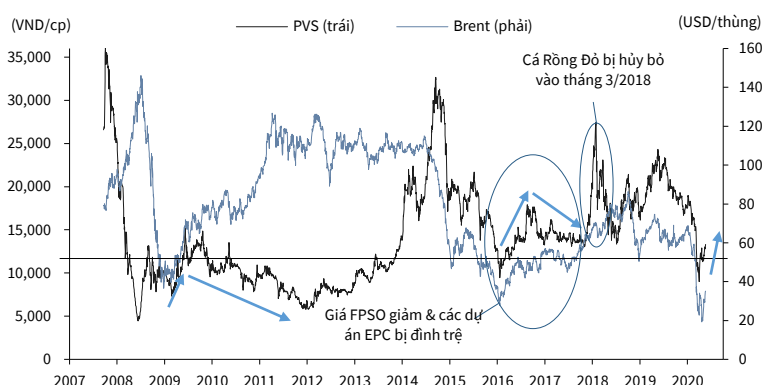
**Giá PVS & PVD bị ảnh hưởng nhiều bởi giá thuê hoạt động khai thác, khiến PVS & PVD không thể theo sát sự phục hồi của Brent**

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 ngày càng mỏng cho các 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 càng trầm trọng.

**Biểu đồ 8. Dầu khí Việt Nam- Giá cổ phiếu PVS và giá Brent, 2007-2020 (VND/cp, USD/thùng)**

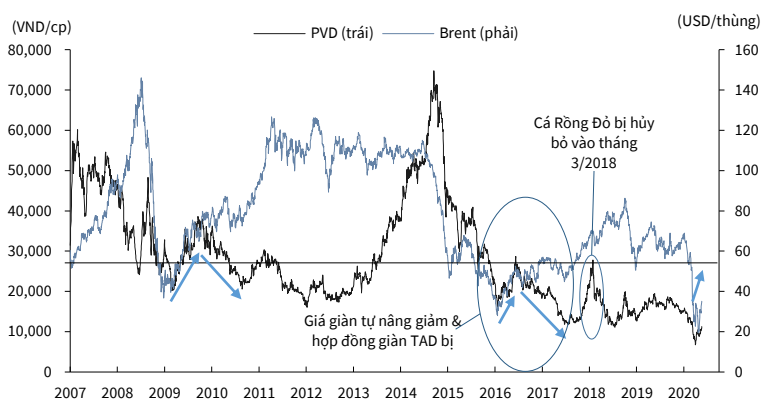


Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Giá thuê giàn khoan jack-up 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 9. Dầu khí Việt Nam- Giá cổ phiếu PVD và giá Brent, 2007-2020 (VND/cp, USD/thùng)**

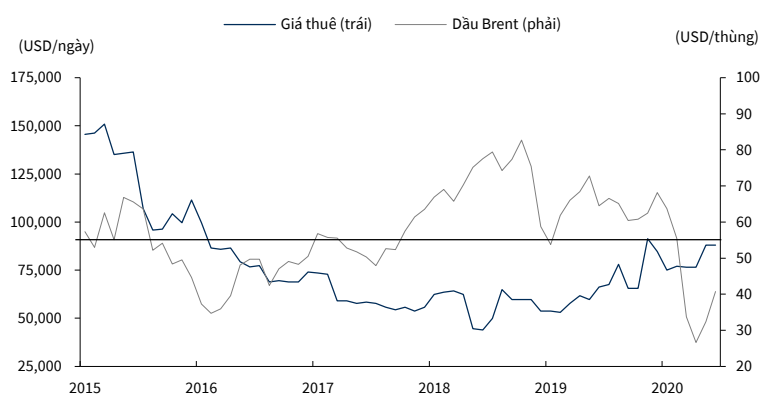


Nguồn: Bloomberg, KBSV

**Việc cắt giảm 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 u tối.

**Biểu đồ 10. Dầu khí Việt Nam- Giá thuê giàn jack-up vs Brent, 2015- 2020 (USD/ngày, USD/thùng)**



Nguồn: IHS Markit, KBSV

## Kỹ thuật dầu khí (PVS) – Bảng tóm tắt KQKD &amp; 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	16,968	17,039	15,358	16,126	Tổng tài sản	26,004	26,769	28,614	29,500
Giá vốn hàng bán	16,071	15,910	14,396	15,105	Tài sản ngắn hạn	15,984	16,200	17,626	18,159
Lãi gộp	898	1,129	962	1,020	Tiền & tương đương tiền	6,949	5,556	5,998	5,999
Doanh thu tài chính	320	385	423	443	Đầu tư ngắn hạn	2,743	4,567	5,300	5,606
Chi phí tài chính	67	156	169	175	Khoản phải thu	4,627	5,099	5,201	5,461
Gồm: Chi phí lãi vay	34	49	39	39	Hàng tồn kho	1,269	552	693	637
Lãi/(lỗ) liên doanh	581	569	1,124	1,416	Tài sản ngắn hạn khác	396	425	433	455
Chi phí bán hàng	108	113	123	129	Tài sản dài hạn	10,020	10,569	10,988	11,341
Chi phí quản lý DN	649	485	509	527	Khoản phải thu dài hạn	164	170	173	137
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	974	1,330	1,709	2,048	Tài sản cố định	3,177	3,266	3,380	3,510
Thu nhập khác	425	75	77	81	BDS đầu tư	183	179	174	170
Chi phí khác	296	26	31	32	Tài sản dở dang dài hạn	200	398	451	505
Lãi/(lỗ) khác	129	49	46	48	Đầu tư dài hạn	5,208	5,462	5,732	6,015
Lãi/(lỗ) trước thuế	1,103	1,379	1,755	2,096	Lợi thế thương mại	0	0	0	0
Thuế doanh nghiệp	295	421	511	610	Tài sản dài hạn khác	1,087	1,095	1,077	1,005
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	808	958	1,244	1,486	Nợ phải trả	13,220	13,494	14,476	14,355
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(41)	56	50	59	Nợ ngắn hạn	8,995	8,836	8,990	9,112
Lợi nhuận sau CĐTS	849	902	1,195	1,427	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
<b>Chỉ số hoạt động (%)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>Chỉ số chính (x, %, VND)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Tăng trưởng doanh thu	15.9	0.4	(9.9)	5.0	Chỉ số định giá				
Tăng trưởng EBIT	(62.4)	278.7	(37.8)	10.1	P/E	6.1	5.7	4.3	3.6
Tăng trưởng EBITDA	(25.0)	45.7	(6.1)	5.7	P/E pha loãng	6.1	5.7	4.3	3.6
Tăng trưởng LN sau CĐTS	(18.9)	6.2	32.4	19.4	P/B	0.4	0.4	0.4	0.3
Tỷ suất lợi nhuận gộp	5.3	6.6	6.3	6.3	P/S	0.3	0.3	0.3	0.3
Tỷ suất EBITDA	4.6	6.6	6.9	6.9	EV/EBITDA	6.7	4.6	4.9	4.6
Tỷ suất EBIT	0.8	3.1	2.2	2.3	EV/EBIT	36.8	9.7	15.6	14.2
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	6.5	8.1	11.4	13.0	Tỷ suất cổ tức (%)	7.7	6.5	7.4	9.3
Tỷ suất lợi nhuận thuần	5.0	5.3	7.8	8.8	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

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

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

---

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

binhnx@kbsec.com.vn

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

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

anhdt@kbsec.com.vn

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

trinhhtt@kbsec.com.vn

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

tungla@kbsec.com.vn

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

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

hieudd@kbsec.com.vn

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

tungna@kbsec.com.vn

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

ngaphb@kbsec.com.vn

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

congt@kbsec.com.vn

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

huyenntt@kbsec.com.vn

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

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

harrison.kim@kbf.com

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

dungdpp@kbsec.com.vn

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

danhnt@kbsec.com.vn

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

vinhn@kbsec.com.vn

### **Bộ phận Marketing Research**

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

shin.sy@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

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

### Chi nhánh Hà Nội:

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

### Chi nhánh Hồ Chí Minh:

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

### Chi nhánh Sài Gòn:

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

### LIÊN HỆ

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

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

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

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

---

## Hệ thống khuyến nghị

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

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

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

### Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

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

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

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