

NGÀNH DẦU KHÍ (Trung tính) KHÔNG PHẢI TẤT CẢ ĐỀU XẤU?

Phạm Bình Phương Phuong.pb@miraeasset.com.vn

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Tổng quan ngành dầu khí

Hiện trạng	Cơ hội	Triển vọng tương lai
<ul style="list-style-type: none">✓ Ngành Dầu khí trong những năm gần đây là một trong số ít các ngành chịu tác động tiêu cực bởi nhiều yếu tố: (1) Giá dầu giảm và duy trì mức dưới 60 USD (mức kỳ vọng của các doanh nghiệp đầu ngành); (2) Nhiều dự án đầu tư của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) vướng sai phạm và bị thanh tra; (3) Tranh chấp biển Đông khiến nhiều dự án thượng nguồn (khâu thăm dò, khai thác) bị trì hoãn thậm chí dừng triển khai.✓ Chịu tác động nặng nề từ dịch Covid-19, dầu khí là một trong những ngành có mức giảm lợi nhuận sâu nhất trong 9T2020 với mức giảm 82% so với cùng kỳ do các nguyên nhân sau: (1) Giá dầu giảm làm doanh nghiệp hạch toán giảm giá hàng tồn kho; (2) Nhu cầu tiêu thụ giảm; (3) Biện pháp “cách ly xã hội” khiến các dự án chậm triển khai.	<ul style="list-style-type: none">✓ Các nước thành viên OPEC hiện đang tuân thủ thỏa thuận cắt giảm sản lượng, giá dầu được dự báo sẽ tăng trở lại trong năm 2021, mức bình quân quanh 50 – 55 USD/ thùng (dầu Brent).✓ Do vấn đề về môi trường nên các dự án điện khí sẽ được ưu tiên phát triển làm tăng nhu cầu tiêu thụ khí✓ PVN công bố phát hiện mỏ Kèn Bàu với trữ lượng kỷ lục, ước tính 230 tỷ mét khối khí (bcm), 400 – 500 triệu thùng Condensate, vị trí mỏ nằm cách bờ 65km thuộc tỉnh Quảng Trị.✓ Ngoài việc tìm kiếm, thăm dò và khai thác các mỏ dầu khí mới, Việt Nam cũng cần xây dựng hệ thống các kho chứa LNG phục vụ cho việc nhập khẩu, bổ sung cho nguồn khí trong nước.	<ul style="list-style-type: none">✓ Giá dầu giữ ổn định và hồi phục từ 2021 như dự báo sẽ giúp các doanh nghiệp ngành dầu khí cải thiện đáng kể bức tranh triển vọng kinh doanh✓ Hoạt động xây lắp của ngành hiện đang có khối lượng công việc lớn. Ngoài các dự án đang thực hiện như Sao Vàng – Đại Nguyệt, LNG Thị Vải, nhiều dự án lớn được kỳ vọng sẽ sớm triển khai như: (1) Dự án Cá Voi Xanh ước tính khoảng 4,6 tỷ USD; (2) Hàng loạt dự án điện khí, kho LNG được lên kế hoạch hợp tác đầu tư với nước ngoài (Exxon Mobile) tổng trị giá 20 tỷ USD; (3) Dự án tổ hợp điện – khí Lô B Ô môn trị giá 1,2 tỷ USD.✓ Việc phát hiện dự án Kèn Bàu sẽ tạo lượng công việc dài hạn cho doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực khoan thăm dò như PVD.

Thượng nguồn

- Các hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác. Mục đích cuối cùng của hoạt động thượng nguồn là tìm kiếm phát hiện và đưa dầu, khí vào khai thác.
- Các công ty niêm yết trong lĩnh vực: PVD, PVS

Trung nguồn

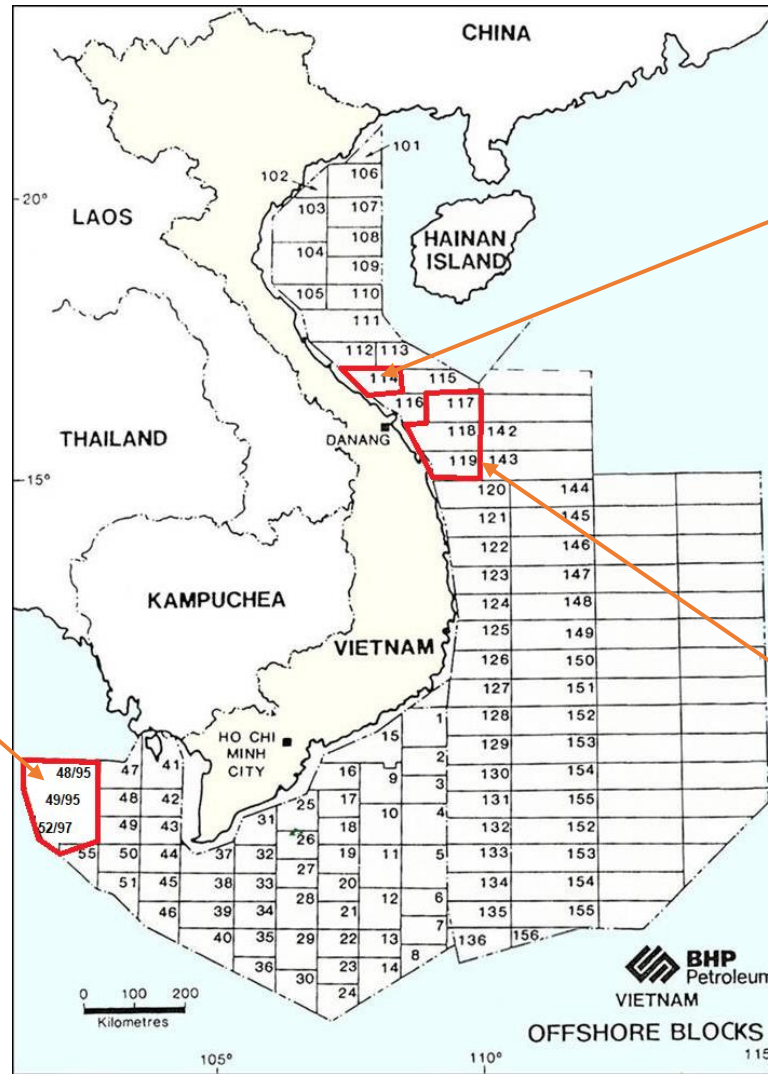
- Khâu trung nguồn bao gồm toàn bộ các hoạt động vận chuyển, dự trữ và phân phối.
- Các công ty niêm yết trong lĩnh vực: GAS, PVT, PVS

Hạ nguồn

- Hoạt động lọc, hóa dầu, tiêu thụ khí.
- Các công ty niêm yết trong lĩnh vực: PLX, BSR, các doanh nghiệp nhiệt điện khí (NT2, POW)

Vị trí các dự án trọng điểm khâu thượng nguồn

TÊN MỎ KHÍ
Lô B & 48 - 95
 ĐƠN VỊ KHAI THÁC CHÍNH
PetroVietnam (PVN)
 LOẠI TÀI NGUYÊN
Khí
 CỔ ĐÔNG
 •Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)
 •Moeco Vietnam Petroleum Co (Subsidiary of Mitsui Oil Exploration Co., Ltd.)
 •Tổng công ty Thăm dò khai thác Dầu khí - PVEP
THÔNG TIN CHUNG
 Chuỗi dự án khí Lô B Ô Môn cách bờ An Minh tỉnh Kiên Giang khoảng 246km về phía Tây Nam. Dự án hiện nay do PVN làm chủ đầu tư sau khi mua lại cổ phần từ Chevron vào năm 2018. Trữ lượng thu hồi dự kiến 3,78 tỷ bộ khối (khoảng 107 tỷ m³) và 12,65 triệu thùng condensate,



TÊN MỎ KHÍ
Lô 114/ Kèn Bàu
 ĐƠN VỊ KHAI THÁC CHÍNH
Eni Vietnam B.V
 LOẠI TÀI NGUYÊN
Khí
 CỔ ĐÔNG
 •Eni Vietnam B.V (Ý) sở hữu 50%
 •ESSAR E&P Limited (Ấn Độ) sở hữu 50%
THÔNG TIN CHUNG
 Mỏ Kèn Bàu thuộc Bể Sông Hồng, cách đất liền gần nhất thuộc Tỉnh Quảng Trị 65 km, cách Đà Nẵng khoảng 86 km. Trữ lượng khí ước tính có thể tới 200 - 250 tỷ m³ và 450 triệu thùng condensate

TÊN MỎ KHÍ
Block 118/Cá Voi Xanh (CVX)
 ĐƠN VỊ KHAI THÁC CHÍNH
Exxon Mobil Corp
 LOẠI TÀI NGUYÊN
Khí
 CỔ ĐÔNG
 •Exxon Mobil Corp
 •Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)
 •Tổng công ty Thăm dò khai thác Dầu khí - PVEP
THÔNG TIN CHUNG
 Mỏ khí Cá Voi Xanh nằm cách bờ biển miền Trung khoảng 100km về phía đông, do Tập đoàn Exxon Mobil của Mỹ làm nhà điều hành. Mỏ khí này có trữ lượng thu hồi tại chỗ ước tính khoảng 150 tỷ m³.

Cập nhật tiến độ các dự án thượng nguồn trọng điểm

Dự án Cá voi xanh: Tiến độ đang được đẩy nhanh

Mốc thời gian của Dự án Khai thác mỏ khí Cá Voi Xanh

- Năm 2009: Ký hợp đồng PSC (phân chia sản phẩm) do ExxonMobil (sở hữu 64% cổ phần trong hợp đồng phân chia sản phẩm) làm nhà điều hành, có tổng vốn đầu tư khoảng 4,6 tỷ USD, thời hạn 20 năm (2009 - 2029).
- Tháng 1/2017: PVEP thuộc PVN đã cùng Công ty TNHH Thăm dò Khai thác Dầu khí ExxonMobil Việt Nam ký Thỏa thuận khung Phát triển dự án và Hợp đồng bán khí Cá Voi Xanh.
- Tháng 6/2018: Ký Thỏa thuận nguyên tắc Bảo lãnh Chính phủ (GGU).
- Năm 2019: Hoàn thành thiết kế tổng thể dự án (FEED).
- Năm 2020: Tiến độ dự án được đẩy nhanh với các hoạt động được triển khai như sau: (1) Thực hiện đàm phán Thỏa thuận cam kết và bảo lãnh của Chính phủ (GGU) + gia hạn PSC; (2) Mục tiêu hoàn thành đàm phán các hợp đồng bán khí (GSA) vào quý 4/2020; (3) Tích cực triển khai các dự án hạ nguồn (Nhà máy điện) cho dự án như Nhiệt điện miền Trung 1 và 2 có công suất 1.500MW, Nhiệt điện Dung Quất 1 & 3 có công suất 1.500MW.
- Dự kiến sẽ đón dòng khí đầu tiên của dự án vào năm 2024.

Vấn đề tồn đọng

- Tiến độ triển khai dự án đang chậm so với kế hoạch đề ra.
- Chính phủ Việt Nam vẫn chưa thông qua GGU cho dự án.
- Vướng mắc trong việc đàm phán giá mua khí & giá bán điện giữa PVN và EVN.

Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm khâu thượng nguồn

Lô B Ô Môn: phân đầu “dòng khí đầu tiên” vào cuối năm 2023

Mốc thời gian của Dự án Khai thác mỏ khí Lô B Ô Môn

- Năm 1996: Ký hợp đồng PSC
- 2015: PVN mua lại cổ phần của Chevron tại Lô B
- 2017: Thủ tướng phê duyệt giá miệng giếng của Lô B ở mức khoảng 10,33 USD/MMBTU
- 2018: Thủ Tướng phê duyệt báo cáo phát triển mỏ đại cương FDP
- 2020: Đang chờ phê duyệt quyết định đầu tư FID từ Thủ Tướng
- Dự kiến đón “dòng khí đầu tiên” vào cuối năm 2023

Vấn đề tồn đọng

Trong khi tiến độ triển khai tại khâu thượng nguồn (thiết kế, xây dựng, lắp đặt giàn thu gom) và trung nguồn (thiết kế, mua sắm và thi công cả đường ống trên bờ và dưới biển, thuê kho nổi) được triển khai đúng tiến độ thì khâu hạ nguồn của dự án đang gặp một số vấn đề khó khăn như sau:

- Giá miệng giếng ở mức cao cao hơn nhiều so với giá đầu vào của các nhà máy điện hiện hữu và giá LNG, giá chuyển đổi sang giá bán điện tương ứng trên 10 UScent/kWh, do đó, gây khó khăn trong việc đàm phán hợp đồng bán điện (PPA).
- Nhà máy điện Ô Môn 2 chậm tiến độ (dự kiến hoàn thành năm 2026)
- Nhà máy điện Ô Môn 3 (liên quan vốn vay ODA), Hội đồng thẩm định liên ngành chưa trình báo cáo thẩm định Báo cáo nghiên cứu tiền khả thi (Pre-FS), chưa có cơ sở để Thủ tướng phê duyệt chủ trương đầu tư dự án, dự kiến sẽ chậm 4 – 5 năm so với kế hoạch.

Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm khâu thượng nguồn

Dự án Kèn Bàu: Phát hiện lịch sử của ngành dầu khí

Kết quả phát hiện

- Dự án đang trong giai đoạn tìm kiếm và thăm dò, nhà điều hành đã thực hiện giếng khoan thăm dò thứ nhất, từ ngày 29/2/2020 đến 29/7/2020 thực hiện khoan thăm dò lần 2 (khoan 150 ngày). Kết quả thử vỉa cả hai giếng khoan này, cho thấy tiềm năng trữ lượng khí rất lớn, ước tính từ 7 đến 9 nghìn tỷ feet khối khí tự nhiên (Tcf), tương đương 200 đến 255 tỷ mét khối khí tại chỗ và khoảng từ 400 đến 500 triệu thùng khí ngưng tụ.
- Nếu các bước đánh giá phân cấp trữ lượng tiếp theo bảo lưu kết quả này, hoặc gần với kết quả này, thì đây là phát hiện lịch sử và là mỏ khí lớn nhất tính đến hiện tại của ngành dầu khí Việt Nam.

Kế hoạch triển khai

- Lĩnh vực thượng nguồn, theo hợp đồng phân chia sản phẩm (PSC) lô 114, cơ cấu cổ phần hiện tại là ENI 50% và ESSAR 50%. Sau khi công bố thương mại, PetroVietnam sẽ tham gia vào PSC với tỷ lệ cổ phần là 20%.
- Lĩnh vực trung nguồn và hạ nguồn, sẽ có sự tham gia của các công ty thành viên PVN như Tổng công ty khí (PVGas) và đối tác mua điện là Tập đoàn điện lực (EVN).
- Nếu tương tự mỏ Cá Voi Xanh, các hoạt động từ thượng, trung và hạ nguồn sẽ được tính trong vòng đời 20 năm hoặc 25 năm vận hành và khai thác thương mại, khởi đầu năm 2028.

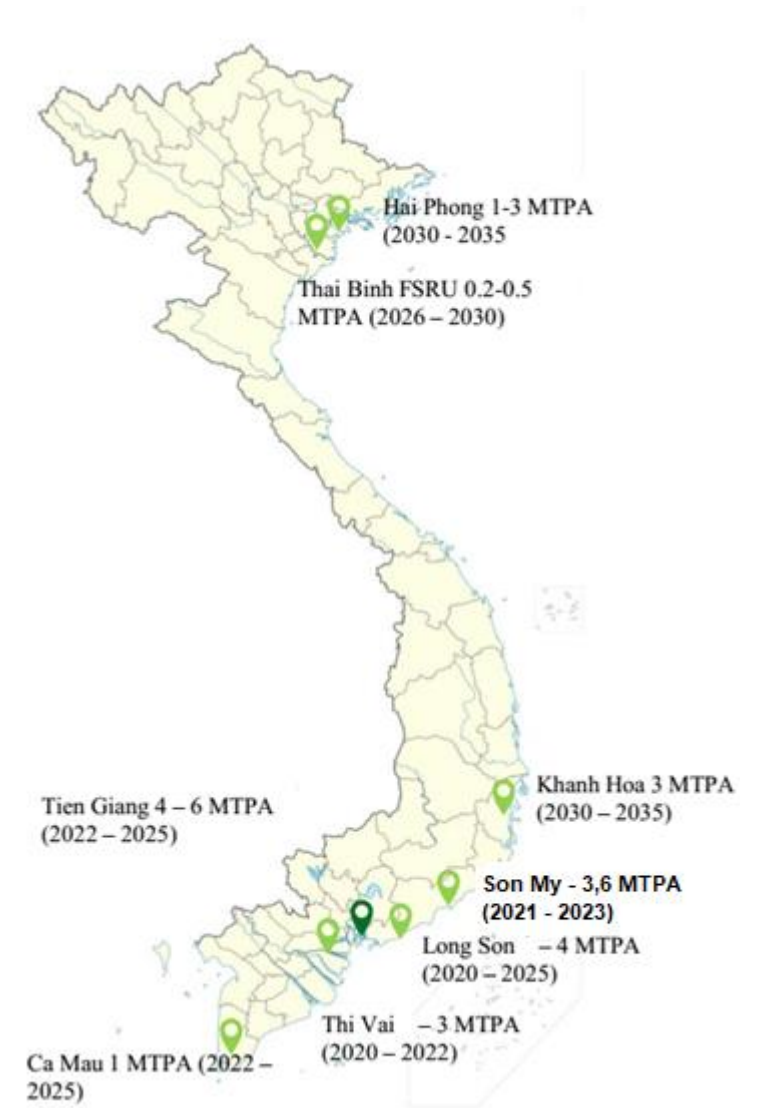
LNG là giải pháp cấp bách cho nguy cơ thiếu hụt khí

Trước nguy cơ thiếu hụt của khí ngày càng tăng do nhu cầu tiêu thụ của các dự án nhiệt điện khí, nhập khẩu LNG đang được xem là giải pháp cấp bách để bổ sung nguồn cung.

Trong kế hoạch bổ sung nguồn khí cho các nhà máy nhiệt điện, ngoài việc tập trung nguồn lực cho phát triển các mỏ thuộc các dự án trọng điểm nhà nước về dầu khí (Lô B, Cá Voi Xanh), Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) đã, đang đầu tư phát triển các dự án kho chứa LNG.

Hiện tại Tổng công ty Khí Việt Nam (PV GAS) - đơn vị thành viên của PVN đang triển khai 2 dự án LNG gồm:

- Dự án kho cảng nhập LNG Sơn Mỹ có quy mô công suất (giai đoạn 1) xây dựng kho cảng khoảng 3,6 MTPA (3,6 triệu tấn), giai đoạn 2 sẽ tăng công suất kho lên đến 6 MPTA. Tổng mức đầu tư khoảng 1,35 tỷ USD, trong đó, giai đoạn 1 khoảng 1,31 tỷ USD, giai đoạn 2 khoảng 0,04 tỷ USD. Tính đến thời điểm hiện tại, PV GAS đã hoàn thành FS (Báo cáo nghiên cứu khả thi) của dự án.
- Dự án kho chứa LNG Thị Vải có quy mô công suất 1 triệu tấn/năm và tiến độ xây dựng trong giai đoạn 2020 – 2022, giai đoạn 2 sẽ tăng công suất kho lên đến 3 MPTA. Tổng mức đầu tư khoảng 285,8 triệu USD, dự toán xây dựng công trình khoảng 247,6 triệu USD. Theo kế hoạch, dự án này dự kiến đưa vào vận hành từ quý 2/2022 cung cấp LNG cho dự án điện Nhơn Trạch 3 và 4, cũng như các nhà máy điện trong khu vực Nhơn Trạch, Bà Rịa - Vũng Tàu.



Lợi nhuận các doanh nghiệp niêm yết giảm hơn 80% trong 9T2020

Ngành dầu khí là một trong số những ngành chịu ảnh hưởng nặng nề nhất từ Covid-19. Dưới tác động kép của: (1) Sản lượng tiêu thụ giảm do “Giãn cách xã hội” và (2) Giá dầu giảm kéo theo việc trích lập giảm giá tồn kho, doanh thu và lợi nhuận của các doanh nghiệp trong ngành đã giảm mạnh trong 9T2020.

- Tổng doanh thu các doanh nghiệp niêm yết đã giảm 30,19% so với cùng kỳ (CK) kéo theo LNST giảm đến 81,74% CK, trong đó BSR là doanh nghiệp chịu ảnh hưởng mạnh nhất khi lỗ 4.063 tỷ đồng trong 9T2020, giảm 417% so với CK.
- Hai điểm sáng hiếm hoi trong KQKD 9T2020 là: PVB (Doanh thu +2.083% CK và LNST +305% CK), PVD (Doanh thu +47,85% CK và LNST +155% CK)

Tuy kết quả 9T2020 nhìn chung tiêu cực nhưng các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thượng nguồn ngành dầu khí bắt đầu ghi nhận sự hồi phục từ Q2/2020, cụ thể các doanh nghiệp làm dịch vụ trong lĩnh vực thượng nguồn như: PVB, PVD, PVS.

STT	Mã CK	Tên	Sàn	Doanh thu 9T2019	Doanh thu 9T2020	% CK	LNST 9T2019	LNST 9T2020	% CK	EPS	P/B	P/E	ROE
1	BSR	Lọc - Hóa dầu Bình Sơn	UPCOM	73.926	40.825	-44,78%	1.281	-4.063	-417,17%	-821	1,00	-11,72	-8,14%
2	OIL	PV Oil	UPCOM	59.427	40.919	-31,14%	203	-265	-230,54%	-243	1,20	-44,59	-2,45%
3	PLX	Petrolimex	HOSE	140.302	92.647	-33,97%	3.278	37	-98,87%	847	3,17	62,69	4,31%
4	PVB	Bọc ống Dầu khí Việt Nam	HNX	31	677	2.083,87%	-39	80	305,13%	7.297	0,77	2,41	32,55%
5	PVC	Hóa chất và Dịch vụ Dầu khí	HNX	1.604	1.416	-11,72%	18	7	-61,11%	159	0,48	45,27	0,90%
6	PVD	Khoan Dầu khí PVD Drilling	HOSE	2.982	4.409	47,85%	49	125	155,10%	629	0,44	23,04	1,89%
7	PVS	DVKT Dầu khí PTSC	HNX	13.569	14.725	8,52%	649	575	-11,40%	1.373	0,61	11,73	5,07%
8	GAS	PV Gas	HOSE	58.030	48.625	-16,21%	8.933	6.129	-31,39%	4.774	3,47	17,74	18,01%
Ngành				349.871	244.243	-30,19%	14.372	2.625	-81,74%				

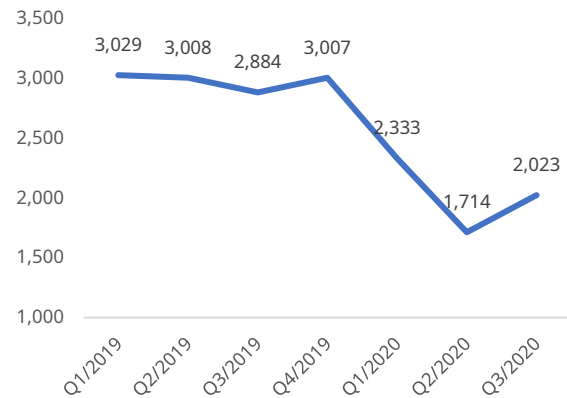
Nguồn: Fiinpro

Doanh nghiệp lĩnh vực thượng nguồn ít chịu ảnh hưởng bởi dịch

Các doanh nghiệp hoạt động trong lĩnh vực thượng và trung nguồn có kết quả kinh doanh khả quan nhất ngành, cụ thể GAS, PVS là những công ty có mức suy giảm LNST thấp nhất, trong khi PVB, PVD thậm chí còn ghi nhận mức tăng trưởng mạnh về LNST so với CK.

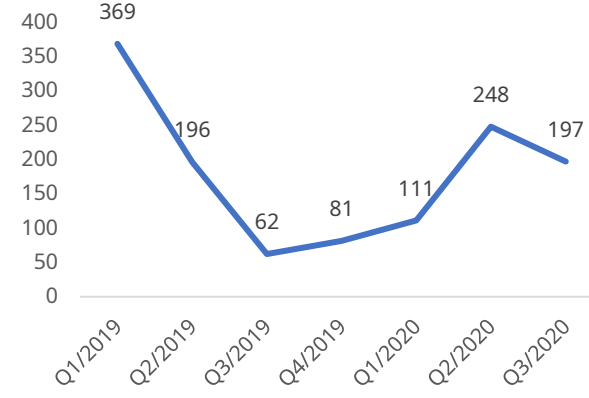
Sự cần thiết của các dự án thượng nguồn trước nguy cơ thiếu khí cho ngành điện đang giúp các dự án này được Chính phủ xem xét đẩy nhanh tiến độ. Điều này tạo ra khối lượng công việc ổn định cho các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ (xây lắp, khoan thăm dò, bọc ống...), giúp các doanh nghiệp hoạt động trong mảng này ổn định trong tình hình dịch.

LNST theo quý của GAS (tỷ đồng)



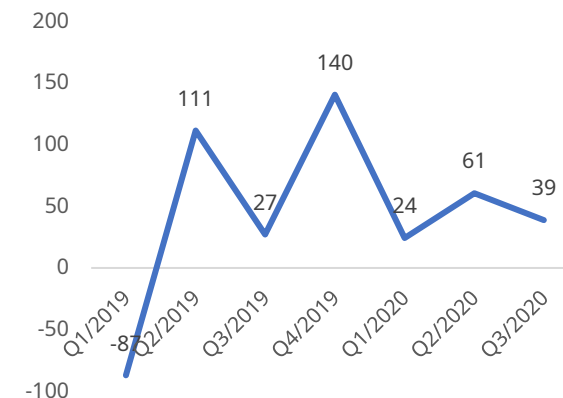
Nguồn: Fiipro

LNST theo quý của PVS (tỷ đồng)



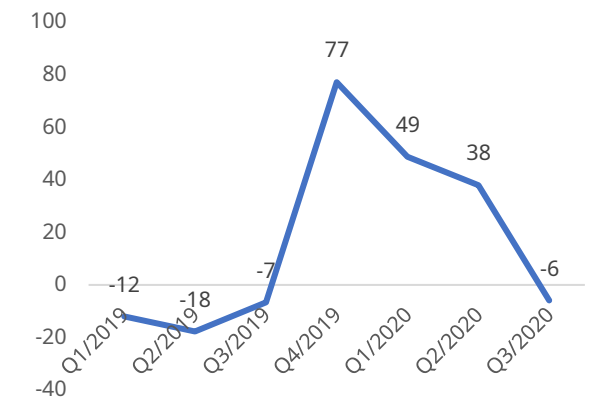
Nguồn: Fiipro

LNST theo quý của PVD (tỷ đồng)



Nguồn: Fiipro

LNST theo quý của PVB (tỷ đồng)



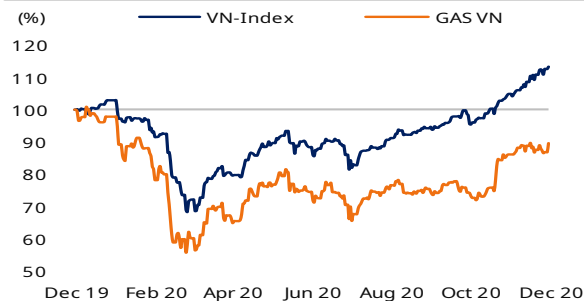
Nguồn: Fiipro

Giá dầu	Diễn giải				
	< 35 USD	35 - 45 USD	45 - 50 USD	> 50 USD	
GAS	Yellow	Green	Green	Green	GAS mua khí tại các mỏ theo giá khí miệng giếng và bán lại với giá theo công thức: Max(giá miệng giếng, giá thị trường) + phí vận chuyển
PVS	Yellow	Green	Green	Green	Khối lượng công việc phụ thuộc vào tiến độ các dự án thượng nguồn, kho LNG và nhà máy điện khí
PVD	Yellow	Green	Green	Green	Giá dầu tăng sẽ giúp PVD tăng giá cho thuê giàn và có thêm các hợp đồng mới
PVB	Green	Green	Green	Green	Khối lượng công việc phụ thuộc vào tiến độ các dự án thượng nguồn, thi công xây lắp cho các nhà máy khí/điện/đạm, nhà máy LNG
	Yellow	Green	Green	Green	Lợi nhuận kỳ vọng tăng dưới 10% Lợi nhuận kỳ vọng tăng 10 – 30% Lợi nhuận kỳ vọng tăng trên 30%

Tổng Công ty Khí Việt Nam-CTCP (HSX: GAS)

Giá ngày 25/12/2020 (đồng)	84.200
Giá mục tiêu 12 tháng	95.000
Vốn hoá (tỷ đồng)	166.322
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1.914
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4,2
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	3,1
Beta (12M)	1,3
Giá thấp nhất 52 tuần	53.900
Giá cao nhất 52 tuần	109.000

Biến động giá cổ phiếu trong 1 năm gần nhất



P/E 5 năm



Vững vàng trong bão

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu 12 tháng ở mức **95.000 đ/cp (lợi nhuận kỳ vọng +13%)** và **khuyến nghị Tăng tỷ trọng** đối với CP GAS.

- ✓ Kết quả kinh doanh 9T/2020 vượt kỳ vọng doanh nghiệp. Cụ thể, tổng doanh thu ước đạt gần 48.625 tỷ đồng (-16,6% cùng kỳ - CK), bằng 107% kế hoạch 9 tháng. Lợi nhuận sau thuế đạt 6.129 tỷ đồng (-34,3% CK), bằng 127% kế hoạch 9 tháng và thực hiện khoảng 90% kế hoạch cả năm. Kết quả tích cực này cho thấy GAS đang có “sức đề kháng” tốt hơn với những rủi ro mang tính hệ thống.
- ✓ Năm 2020, chúng tôi dự báo GAS sẽ đạt 69.300 tỷ đồng doanh thu (-7,6% CK), vượt 10% kế hoạch, trong khi LNST cho cổ đông công ty mẹ đạt 8.521 tỷ đồng (-28,4% CK), vượt 28,4% kế hoạch năm. EPS tương ứng đạt 4.452 đ/cp
- ✓ Tháng 11/2020 GAS nhận dòng khí đầu tiên từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt, với sản lượng mỗi năm khoảng 1,5 tỉ m³ khí trong những năm đầu khai thác. Nguồn khí Sao Vàng - Đại Nguyệt sẽ đảm bảo nguồn cung khí cho sản xuất điện của các hộ tiêu thụ tại khu vực Đông Nam Bộ ổn định hơn (khu vực Đông Nam Bộ chiếm khoảng 22% sản lượng điện tiêu thụ cả nước).
- ✓ Giai đoạn 2021 – 2025, GAS tập trung đầu tư phát triển hệ thống kho LNG, thực hiện mục tiêu trở thành nhà phân phối LNG hàng đầu Việt Nam. Danh mục các dự án lớn của công ty như: LNG Thị Vải giai đoạn 1 (giá trị 285 triệu USD, công suất 1 triệu tấn LNG/năm, thời gian đầu tư 2020 - 2022) và giai đoạn 2 (công suất 3 triệu tấn LNG/năm), Kho LNG Sơn Mỹ (giá trị ước tính 1,4 tỷ USD, công suất cả 2 giai đoạn 6 triệu tấn LNG/năm, thời gian đầu tư 2021 - 2024).
- ✓ Quy mô đầu tư các dự án kho LNG rất lớn đòi hỏi nhà đầu tư phải có tiềm lực tài chính mạnh, đây là yếu tố tạo nên rào cản gia nhập lĩnh vực này. Trong khi đó, GAS hiện là doanh nghiệp có dòng tiền từ hoạt động kinh doanh tốt (12.000 – 14.000 tỷ đồng/năm trong 2017 – 2019). Tính đến 30/9/2020, công ty có số dư tiền và tiền gửi lên đến hơn 25.000 tỷ đồng. Đây sẽ là nguồn sức mạnh tài chính, hỗ trợ lớn cho việc thực hiện các dự án đầu tư trong chiến lược phát triển của công ty.

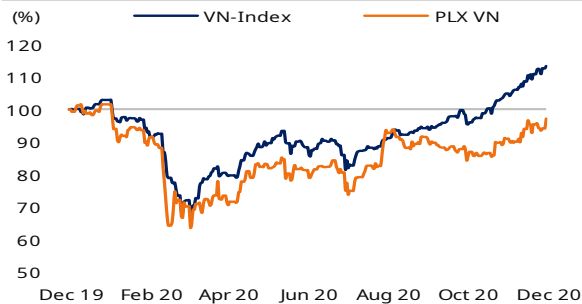
Năm tài chính (31/12)	2016	2017	2018	2019	2020 (Dự báo)	2021 (Dự báo)
Doanh thu (tỷ đồng)	59.076	64.522	75.612	75.005	69.300	79.695
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	8.459	11.627	13.725	15.073	9.633	12.668
Biên lợi nhuận gộp (%)	14,3	18,0	18,2	20	13,9	15,9
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	7.020	9.685	11.454	11.903	8.521	10.871
EPS (VND/CP)	3.548	4.994	5.911	6.219	4.452	5.680
ROE (%)	16,9	23,7	26,1	24,7	16,9	20,0
P/E (x)	17,1	19,5	14,7	15,3	18,4	14,4
P/B (x)	3,0	4,5	3,7	3,7	3,1	2,7

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số
 Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (HSX: PLX)

Giá ngày 25/12/2020 (đồng)	53.100
Giá mục tiêu 12 tháng	60.200
Vốn hoá (tỷ đồng)	66.791
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1.219
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	9,9
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	15,8
Beta (12M)	1,0
Giá thấp nhất 52 tuần	35.100
Giá cao nhất 52 tuần	58.100

Biến động giá cổ phiếu trong 1 năm gần nhất



P/E 5 năm



Trở lại trạng thái bình thường

Chúng tôi sử dụng P/E và P/B lịch sử để định giá PLX, theo đó mức giá hợp lý của PLX trong 12 tháng là 60.200 đồng/cổ phiếu (cp), cao hơn 13,3% so với giá đóng cửa ngày 25/12/2020. Chúng tôi khuyến nghị Tăng tỷ trọng với CP PLX.

Lợi nhuận Q3/2020 hồi phục mạnh nhờ hoạt động bán lẻ

- ✓ Trong Q3/2020, PLX ghi nhận 27.481 tỷ đồng doanh thu, giảm 43,5% so với cùng kỳ (CK), tuy nhiên do biên lãi gộp tăng mạnh lên 11,4% so với mức 6,9% CK nên lãi gộp đạt 3.136 tỷ đồng (-7,1% CK). Doanh thu giảm mạnh chịu ảnh hưởng chính bởi giá bán lẻ xăng dầu giảm bình quân 27% so với Q3/2019, trong khi biên lãi gộp cải thiện trong Q3/2020 nhờ tỷ trọng lợi nhuận định mức trong giá bán cao hơn so với cùng kỳ.
- ✓ Kết thúc Q3/2020, PLX ghi nhận 1.113 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế (LNSTT -5,2% CK), phần lợi nhuận sau thuế (LNST) của cổ đông công ty mẹ đạt 853 tỷ đồng (-4,7% CK). Trong đó, kênh bán lẻ xăng dầu đã hồi phục về sát mức trước dịch khi chỉ còn giảm 2% so với Q3/2019.

Kế hoạch cấu trúc lại phần vốn Nhà nước có thể sớm được công bố

- ✓ Ngày 29/06/2020 Chính phủ đã ban hành Quyết định số 908/QĐ-TTg, theo đó PLX thuộc nhóm doanh nghiệp xây dựng phương án cụ thể về sắp xếp, thoái vốn Nhà nước đến hết năm 2020.
- ✓ Trong tình hình chịu ảnh hưởng bởi dịch bệnh, kế hoạch thoái vốn có thể sẽ được diễn ra nhanh hơn. Hiện nay, PLX đã lên kế hoạch bán toàn bộ 103 triệu cổ phiếu quỹ trong năm 2020 và 2021 để bổ sung nguồn vốn kinh doanh.

Biến động giá xăng dầu

Giá xăng dầu thế giới biến động lớn sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp theo hướng bất lợi. Trường hợp giá tăng mạnh, giá bán lẻ không tăng kịp sẽ làm giảm biên lợi nhuận của công ty, trường hợp giá giảm sẽ kéo theo việc công ty phải trích lập dự phòng giảm giá tồn kho. Tuy nhiên trong 2 khả năng này thì rủi ro giá giảm mạnh sẽ ảnh hưởng lớn hơn đến PLX.

Kế hoạch đầu tư phân phối LNG khả năng sẽ chậm lại do ảnh hưởng dịch

PLX là doanh nghiệp được chọn để đầu tư dự án phân phối LNG. Tuy nhiên, dịch bệnh đã ảnh hưởng mạnh đến hoạt động của PLX, do đó khả năng công ty sẽ tập trung nguồn lực để hồi phục hoạt động kinh doanh chính và chậm triển khai các dự án liên quan đến việc phân phối LNG.

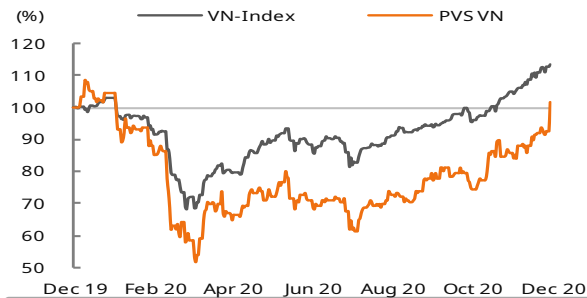
Năm tài chính (31/12)	2016	2017	2018	2019	2020 (Dự báo)	2021 (Dự báo)
Doanh thu (tỷ đồng)	123.097	153.697	191.932	189.604	120.000	138.000
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	5.487	4.158	4.789	4.827	822	5.252
Biên lợi nhuận gộp (%)	4,5	2,7	2,5	2,5	0,6	3,8
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	4.669	3.468	3.748	4.158	988	4.208
EPS (VND/CP)	4.254	3.000	2.859	3.166	764	3.252
ROE (%)	27,7	17,1	16,2	17,0	4,0	14,69
P/E (x)		25,0	18,5	17,7	66,0	15,81
P/B (x)		4,2	3,0	2,9	2,7	2,0

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số
 Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

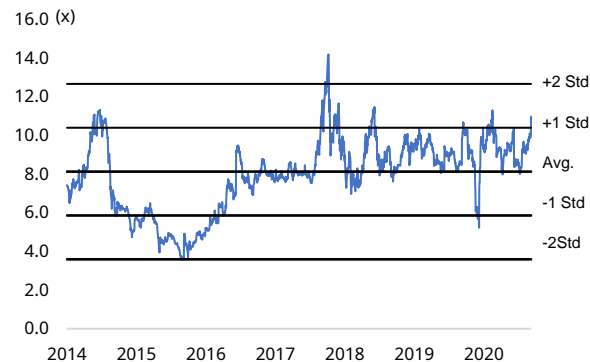
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

Giá ngày 25/12/2020 (đồng)	16.200
Giá mục tiêu 12 tháng	16.800
Vốn hoá (tỷ đồng)	8.508
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	478
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	48,5
Tỷ lệ sở hữu của NĐTNN (%)	10,6
Beta (12M)	1,3
Giá thấp nhất 52 tuần	8.100
Giá cao nhất 52 tuần	19.400

Biến động giá cổ phiếu trong 1 năm gần nhất



P/E 5 năm



Hành trình trở lại

Chúng tôi khuyến nghị Nắm Giữ cổ phiếu (cp) PVS với giá mục tiêu 16.800 đồng/cp (lợi nhuận kỳ vọng +4%), xác định dựa trên phương pháp P/E với P/E mục tiêu 10,38x (tham khảo dữ liệu P/E giai đoạn 2014 – 2020).

Mảng xây lắp dầu khí đang trên đà hồi phục

- ✓ Mảng cơ khí dầu khí ghi nhận sự hồi phục về doanh thu và biên lợi nhuận gộp (LNG) qua các quý trong năm 2020 sau khi giảm sâu trong Q4/2019. Q3/2020, mảng cơ khí dầu khí đạt 3.825 tỷ đồng doanh thu (tương đương Q3/2019) và biên LNG 7,3% (Q3/2019 ~ 2,3%); lũy kế 9T2020, doanh thu đạt 7.997 tỷ đồng (+3% cùng kỳ) và biên LNG đạt 5%.
- ✓ Theo PVS, trong 9T2020, công ty tập trung vào các hạng mục công việc của Dự án Thiết kế chi tiết, Mua sắm, Chế tạo, Vận chuyển, Lắp đặt và Chạy thử giàn Sao Vàng CPP (tiến độ của Dự án đạt 99,28%) và Đại Nguyệt WHP (tiến độ của Dự án đạt 46,48%), dự án GALLAF – Al Shaheen (tiến độ tổng thể của Dự án đạt 74,42%), dự án LNG Thị Vải (tiến độ tổng thể đạt 24%)... Chúng tôi cho rằng các dự án này sẽ tiếp tục hỗ trợ doanh thu trong Q4/2020 và 2021 (LNG Thị Vải). Bên cạnh đó, giai đoạn 2021 – 2022, PVS có khả năng tham gia các dự án lớn như Cá Voi Xanh, Nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3&4 với giá trị backlog ước tính hơn 3 tỷ USD.
- ✓ Q4/2020, chúng tôi ước tính PVS sẽ ghi nhận khoảng 204 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế (LNST), đưa tổng LNST 2020 lên 778 tỷ đồng (vượt 21% kế hoạch, tương đương 92% thực hiện 2019).

Mảng cho thuê kho nổi có thêm đóng góp từ FSO Sao Vàng – Đại Nguyệt từ 2021

- ✓ Hoạt động kinh doanh kho nổi trong 2020 ghi nhận một số thông tin tích cực: (1) Kho nổi FPSO Lam Sơn đã chính thức ký hợp đồng dài hạn đến tháng 6/2021, theo đó giá trị hợp đồng ước tính 122.87 triệu USD (ký vào 16/03/2020), tương đương mức giá thuê trên 80.000 USD/ngày, cao hơn mức tạm tính trước đó (khoảng 50.000 USD/ngày); (2) Từ năm 2021, công ty có kế hoạch đưa vào khai thác kho nổi FSO Golden Star với hợp đồng thuê từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt, sức chứa dự kiến 650.000 thùng dầu.

Công ty duy trì lượng tiền mặt lớn, giúp ổn định tình hình tài chính trong giai đoạn khó khăn

- ✓ Tính đến cuối Q3/2020, lượng tiền ròng (sau khi trừ giá trị các khoản nợ vay) của PVS đạt 7.954 tỷ đồng (+42% so với thời điểm đầu năm), tương đương với giá trị 16.643 đồng/cp. Chúng tôi cho rằng yếu tố này hỗ trợ PVS chia cổ tức 1.000 đồng/cp cho kết quả kinh doanh 2019, cao hơn so với kỳ vọng trước đây (700 đồng/cp).

Năm tài chính (31/12)	2015	2016	2017	2018	2019	2020 (Dự báo)
Doanh thu (tỷ đồng)	23.357	18.682	16.921	14.638	16.968	18.500
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1.180	964	677	1.535	974	1.021
Biên lợi nhuận gộp (%)	5,1	5,1	4	10,4	5,7	5,5
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng)	1.517	1.039	1.007	1.047	849	778
EPS (VND/CP)	2.724	1.983	1.792	2.028	1.776	1.627
ROE (%)	13,2	9,2	8,3	8,2	6,6	6,02
P/E (x)	5,7	7,7	12,3	8,7	10,9	8,79
P/B (x)	0,7	0,7	0,9	0,7	0,7	0,5

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số
 Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, Mirae Asset Vietnam Research

APPENDIX 1

Disclosures

As of the publication date, Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. has acted as a liquidity provider for equity-linked warrants backed by shares of Samsung SDI, LG Chem as an underlying asset; other than this, Mirae Asset Daewoo has no other special interests in the covered companies.

Analyst certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are registered with the Korea Financial Investment Association and are subject to Korean securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws or regulations thereof. Each Analyst responsible for the preparation of this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the Analyst about any and all of the issuers and securities named in this report and (ii) no part of the compensation of the Analyst was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report. Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. ("Mirae Asset Daewoo") policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director, or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. Like all employees of Mirae Asset Daewoo, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading, and private client divisions. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or Mirae Asset Daewoo except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report was prepared by Mirae Asset Daewoo, a broker-dealer registered in the Republic of Korea and a member of the Korea Exchange. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and Mirae Asset Daewoo makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness, or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Korean language. In case of an English translation of a report prepared in the Korean language, the original Korean language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws, and accounting principles, and no person whose receipt or use of this report would violate any laws or regulations or subject Mirae Asset Daewoo or any of its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person, and such person shall not be treated as a client of Mirae Asset Daewoo by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. Mirae Asset Daewoo, its affiliates, and their directors, officers, employees, and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

Mirae Asset Daewoo may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views, and analytical methods of the analysts who prepared them. Mirae Asset Daewoo may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. Mirae Asset Daewoo, its affiliates, and their directors, officers, employees, and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. Mirae Asset Daewoo and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide investment banking, market-making, or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.

No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of Mirae Asset Daewoo. For further information regarding company-specific information as it pertains to the representations and disclosures in this Appendix 1, please contact compliance@miraeasset.us.com or +1 (212) 407-1000.

Distribution

United Kingdom: This report is being distributed by Mirae Asset Securities (UK) Ltd. in the United Kingdom only to (i) investment professionals falling within Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (the "Order"), and (ii) high net worth companies and other persons to whom it may lawfully be communicated, falling within Article 49(2)(A) to (E) of the Order (all such persons together being referred to as "Relevant Persons"). This report is directed only at Relevant Persons. Any person who is not a Relevant Person should not act or rely on this report or any of its contents.

United States: Mirae Asset Daewoo is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This report is distributed in the U.S. by Mirae Asset Securities (USA) Inc., a member of FINRA/SIPC, to "major U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6(b)(4) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. All U.S. persons that receive this document by their acceptance hereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Mirae Asset Daewoo or its affiliates. Any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Mirae Asset Securities (USA) Inc. Mirae Asset Securities (USA) Inc. accepts responsibility for the contents of this report in the U.S., subject to the terms hereof, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor. Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through Mirae Asset Daewoo. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. persons absent registration or an applicable exemption from the registration requirements.

Hong Kong: This report is distributed in Hong Kong by Mirae Asset Securities (HK) Limited, which is regulated by the Hong Kong Securities and Futures Commission. The contents of this report have not been reviewed by any regulatory authority in Hong Kong. This report is for distribution only to professional investors within the meaning of Part I of Schedule 1 to the Securities and Futures Ordinance of Hong Kong (Cap. 571, Laws of Hong Kong) and any rules made thereunder and may not be redistributed in whole or in part in Hong Kong to any person.

All other jurisdictions: Customers in all other countries who wish to effect a transaction in any securities referenced in this report should contact Mirae Asset Daewoo or its affiliates only if distribution to or use by such customer of this report would not violate applicable laws and regulations and not subject Mirae Asset Daewoo and its affiliates to any registration or licensing requirement within such jurisdiction.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities(USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
J. End. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan 12190
Indonesia

Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsKLLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities(HK) Ltd.

Units 8501, 8507-8508, 85/F
International Commerce Centre
1 Austin Road West
Kowloon
Hong Kong
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities(Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Janguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities(UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil

Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities(Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext.110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Janguomenwai Avenue, Chaoyang District Beijing
100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)