

Dầu Khí Việt Nam

Chuyên viên phân tích doanh nghiệp
Lê Anh Tùng, CFA
tungla@kbsec.com.vn

Ngành dầu khí Việt Nam được hưởng lợi mạnh mẽ từ giá dầu tăng cao

Chúng tôi ra báo cáo cập nhật ngành dầu khí với đánh giá MUA (duy trì) nhờ triển vọng tích cực của giá dầu thế giới, đặc biệt là khi đã cao hơn đáng kể mức hòa vốn 60 USD/thùng. Chúng tôi nâng dự báo giá dầu thế giới lên mức bình quân lên 57 USD/thùng cho năm 2021, qua đó giúp lợi nhuận, EPS của các doanh nghiệp dầu khí được kì vọng tăng mạnh mẽ.

Chúng tôi khuyến nghị MUA với GAS, PVT và BSR

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu *PetroVietnam Gas (GAS)* nhờ hưởng lợi rõ nét nhất từ xu hướng tăng của giá dầu cũng như triển vọng nhập khẩu LNG trong thời gian tới. Chúng tôi cũng có quan điểm tích cực về *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.

Lợi nhuận Q2 ghi nhận mức tăng ấn tượng

Kết quả LN Q2 đã thể hiện sự tăng trưởng đáng khích lệ trong điều kiện dịch bệnh nhờ sự phục hồi tích cực của giá dầu. Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực về ngành dầu khí trong 2H 2021 với động lực chính từ việc giá dầu thế giới tiếp tục duy trì ở mặt bằng giá cao. Việc giá dầu thô phục hồi từ đáy đã cho phép các công ty hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho, đồng thời góp phần vào đà hồi phục của giá bán lẻ xăng và giá dầu DO. Đây là 2 lý do chính giúp lợi nhuận 1H2021 của BSR đạt mức khả quan sau khi bảo trì năm 2020. Trong khi đó, PVT có thể tận dụng giá tàu thị trường thấp trong nhiều năm trở lại đây để hoàn thành kế hoạch mở rộng đội tàu, mở ra cơ hội tăng trưởng bền vững hơn trong 2H2021 cũng như những năm tiếp theo. Cuối cùng là lựa chọn hàng đầu trong ngành của chúng tôi, GAS được hưởng lợi trực tiếp từ cơ chế tính giá khí nội địa neo theo giá Brent và kết quả nửa cuối năm sẽ còn khả quan hơn nữa khi tổng sản lượng điện tiêu thụ tăng và hiệu ứng La Nina có dấu hiệu chấm dứt từ Q2/2021.

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

Tỉ lệ chuyển nhượng tự do khá thấp với 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.

27/07/2021

MUA duy trì

Khuyến nghị

PV Gas (GAS)	Mua
Giá hiện tại	89,000 VND
Giá mục tiêu	107,800 VND

PV Trans (PVT)

	Mua
Giá hiện tại	18,300 VND
Giá mục tiêu	24,000 VND

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

	Mua
Giá hiện tại	18,700 VND
Giá mục tiêu	22,500 VND

Nội dung	I. Triển vọng giá dầu thế giới	3
	II. Tình hình khai thác dầu thô - khí tự nhiên	5
	III. Cập nhật tình hình các mỏ khí đang phát triển	8
	IV. Tình hình kinh doanh hạ nguồn	10
	V. LNG tiềm năng tăng trưởng dài hạn	12
	Công ty	14
	PV Gas (GAS, MUA)	15
	PV Trans (PVT, MUA)	18
	Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR, MUA)	21

I. Triển vọng giá dầu thế giới

Chúng tôi lạc quan về triển vọng giá dầu với những cơ sở đến từ (1) Nguồn cầu gia tăng mạnh mẽ trong bối cảnh các nước dần mở cửa lại nền kinh tế hậu Covid-19; trong khi (2) nguồn cung vẫn còn dè dặt và chưa đáp ứng đủ nguồn cầu dù OPEC+ mới đạt được thỏa thuận tăng lên 400,000 thùng/ngày cho đến cuối năm 2022.

Biểu đồ 1. Dầu thô – Giá dầu Brent hiện tại & dự phóng (USD / thùng)

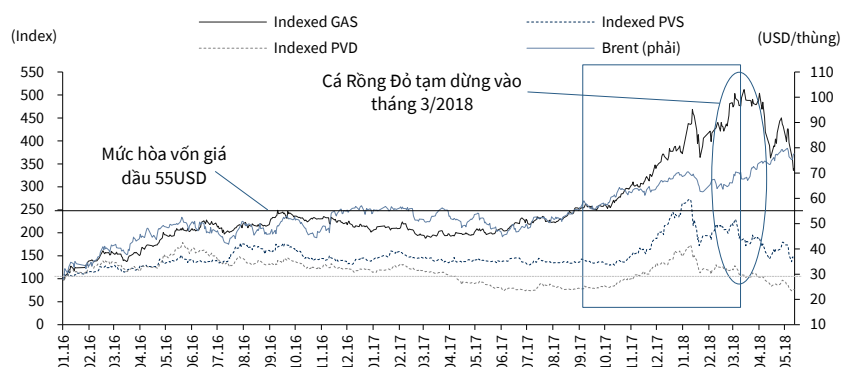


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Giá cổ phiếu dầu khí thường diễn biến tích cực khi giá dầu thế giới vượt mức hòa vốn 55 USD/ thùng

Giai đoạn quá khứ khi giá dầu lao dốc năm 2015-2016 đã cho thấy rằng diễn biến giá cổ phiếu dầu khí Việt Nam sẽ chuyển biến tích cực sau khi Brent vượt qua mức 55 USD – mức hòa vốn sản xuất của Đông Nam Á. Độ tương quan thường được quan sát rõ nét trong giai đoạn giá dầu bắt đầu phục hồi từ đáy thấp. Ngoài ra dựa vào dữ liệu quá khứ, giá cổ phiếu GAS cho thấy khả năng bám sát diễn biến giá dầu Brent trong khi giá cổ phiếu PVS và PVD xuất hiện nhiều độ nhiễu hơn. 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 tạm dừng vào tháng 3/2018 trong khi giá dầu thô đã tăng lên 70 USD.

Biểu đồ 2. Dầu khí Việt Nam – Giá cổ phiếu indexed và giá Brent, 1/2016 - 5/2018 (USD/thùng)

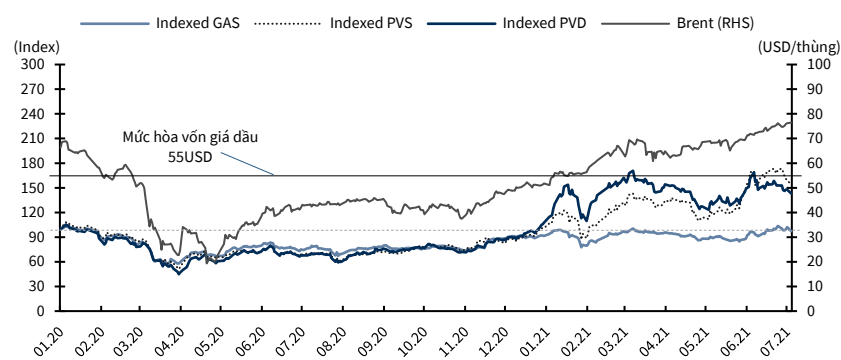


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Mối tương quan cũng được thể hiện trong năm 2020

Giai đoạn dịch bệnh Covid-19 cũng chứng kiến giá dầu Brent sụt giảm về mức đáy ở 22.7 USD/thùng và phục hồi mạnh mẽ sau đó. Diễn biến giá cổ phiếu dầu khí cũng bám sát nhịp phục hồi của giá dầu, đặc biệt khi vượt qua mốc 55 USD/thùng.

Biểu đồ 3. Dầu khí Việt Nam – Giá cổ phiếu indexed và giá Brent, 2020 - 2021



Nguồn: Bloomberg, KBSV

II. Tình hình khai thác dầu thô – khí tự nhiên

Chúng tôi cho rằng sản lượng dầu thô sẽ tiếp tục giảm

Chúng tôi dự phóng sản lượng dầu thô sẽ tiếp tục giảm khoảng 5% mỗi năm đến từ 1) trữ lượng các mỏ cũ ngày càng khó khai thác; 2) triển vọng tìm kiếm, phát hiện mỏ khí mới không khả quan; 3) việc tái khởi động dự án *Cá Rồng Đỏ* cũng như thăm dò các dự án mới ở khu vực tranh chấp là một thách thức lớn.

Bảng 1. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng sản xuất & tiêu thụ dầu thô, 2020-2030E (ngàn thùng/ngày, tỷ thùng, năm)

Hiệu suất/Năm	20	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Sản xuất (ngàn thùng/ngày)	194	184	175	166	158	150	143	135	129	122	116
Tiêu thụ (ngàn thùng/ngày)	307	377	343	356	398	343	356	398	343	398	343
Trữ lượng (tỷ thùng)	4.2	4.2	4.1	4.0	4.0	3.9	3.9	3.8	3.8	3.7	3.7
Trữ lượng/sản xuất (năm)	60	62	64	67	69	72	74	77	80	84	87

Nguồn: KBSV

Sản lượng khai thác dầu thô đang giảm dần sau khi tạo đỉnh vào năm 2015

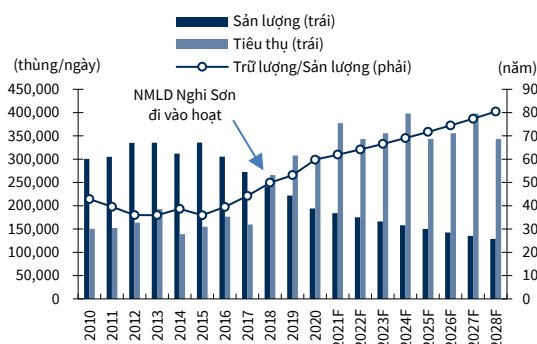
Các mỏ dầu hiện tại của Việt Nam đã đạt đỉnh sản lượng khai thác vào năm 2015 và liên tục suy giảm từ đó đến nay. Triển vọng trở nên sáng sủa hơn khi mỏ dầu khí lớn *Cá Rồng Đỏ* ở bể *Nam Côn Sơn* được phát hiện (có thể cung cấp 30 nghìn thùng dầu thô mỗi ngày và 0.62 tỷ mét khối khí mỗi năm). Dù vậy, chương trình khoan sản xuất đã bị tạm ngưng từ năm 2017 do vấp phải tranh chấp lãnh thổ với Trung Quốc. Trong khi đó, các mỏ cũ đang dần suy giảm sản lượng. Cụ thể, Mỏ Bạch Hổ (27% tổng sản lượng của Việt Nam) đã từng là mỏ dầu lớn nhất của đất nước, nhưng sản lượng đã giảm từ năm 2006 sau 30 năm khai thác. Các mỏ đáng chú ý khác như Rạng Đông (6%), Sư Tử (35%), Đại Hùng, Ruby, Tê Giác Trắng cũng trong tình trạng tương tự.

Bảng 2. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng dầu thô theo mỏ, 2020-2030E (tỷ mét khối, năm)

Mỏ dầu/Năm (nghìn thùng/ngày)	20	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Bạch Hổ	54	50	46	43	39	36	34	31	29	26	24
Rạng Đông	14	13	11	10	9	8	7	6	6	5	5
Sư Tử	70	63	57	51	46	42	37	34	30	27	25
Khác	55	58	61	62	63	64	64	64	64	63	63
Tổng sản lượng dầu thô	194	184	175	166	158	150	143	135	129	122	116

Nguồn: KBSV

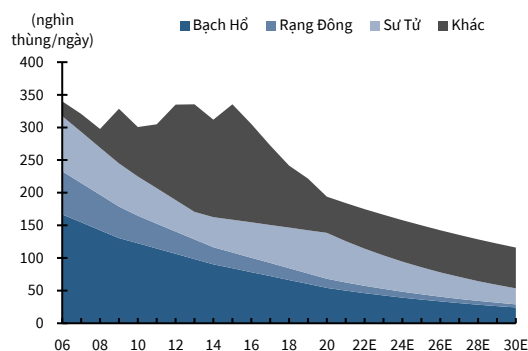
Biểu đồ 4. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất, tiêu thụ & tỷ lệ trữ lượng/sản xuất của dầu thô, 2010-2028E (thùng/ngày, năm)



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

Biểu đồ 5. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng sản xuất dầu thô theo mỏ, 2006-2030E (nghìn thùng/ngày)

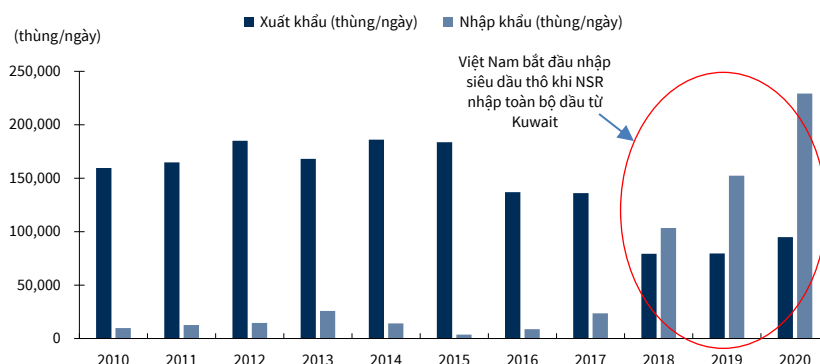


Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Việt Nam đã phải nhập siêu dầu thô

Việt Nam đã trở thành nước nhập thô 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.

Biểu đồ 6. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng xuất khẩu & nhập khẩu dầu thô, 2010-2020 (thùng/ngày)



Nguồn: Tổng cục thống kê Việt Nam, KBSV

Sản lượng khí tự nhiên cũng đã bắt đầu giảm

Tương tự mỏ dầu, các mỏ khí hiện tại của Việt Nam cũng đã đạt đỉnh sản lượng khai thác vào năm 2018 và liên tục suy giảm từ đó đến nay. Nếu không có mỏ khí lớn mới nào đi vào hoạt động, sản lượng khí của Việt Nam có thể giảm hơn một nửa xuống 5.8 tỷ mét khối từ 8.8 tỷ mét khối trong bối cảnh trữ lượng khí đang giảm dần. Điều này dẫn tới việc lệch pha cung – cầu rõ nét khi nhu cầu sử dụng điện ngày càng gia tăng và điều kiện thời tiết gây khó khăn hơn cho việc khai thác thủy điện dẫn đến nhu cầu điện khí nhiều hơn trong hiện tại và giai đoạn tới.

Bảng 3. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng sản xuất & tiêu thụ khí tự nhiên, 2020-2030E (tỷ mét khối, năm)

Bể/Year	20	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Sản xuất (tỷ mét khối)	8.8	11.3	12.0	12.4	15.3	25.5	29.0	29.9	40.3	43.4	42.9
Tiêu thụ (tỷ mét khối)	8.8	14.3	18.3	18.3	31.5	39.3	56.9	59.1	70.9	75.4	81.0
Trữ lượng (tỷ mét khối)	709.2	697.8	685.8	673.4	658.1	632.6	603.6	573.7	533.4	490.0	447.1
Trữ lượng/sản xuất (năm)	80.2	61.7	57.1	54.2	43.1	24.8	20.8	19.2	13.2	11.3	10.4

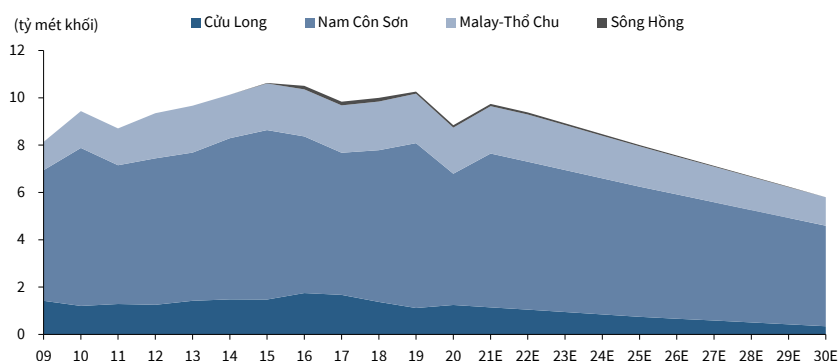
Nguồn: KBSV

Bảng 4. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng khí theo bể (giả định không có mỏ mới), 2020-2030E (tỷ mét khối, năm)

Bể/năm (tỷ mét khối)	20	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Cửu Long	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
Nam Côn Sơn	5.5	6.5	6.3	6.0	5.8	5.5	5.3	5.0	4.8	4.5	4.3
Malay-Thổ Chu	1.9	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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tổng sản lượng khí	8.8	9.7	9.4	8.9	8.5	8.0	7.6	7.1	6.7	6.2	5.8

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 7. Dầu khí Việt Nam – Sản lượng khí theo bể (giả định không có mỏ mới), 2009-2030E (tỷ mét khối, năm)



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

Tuy nhiên, sản lượng khí có thể tăng mạnh trở lại nếu các dự án khí quy mô lớn được chấp thuận

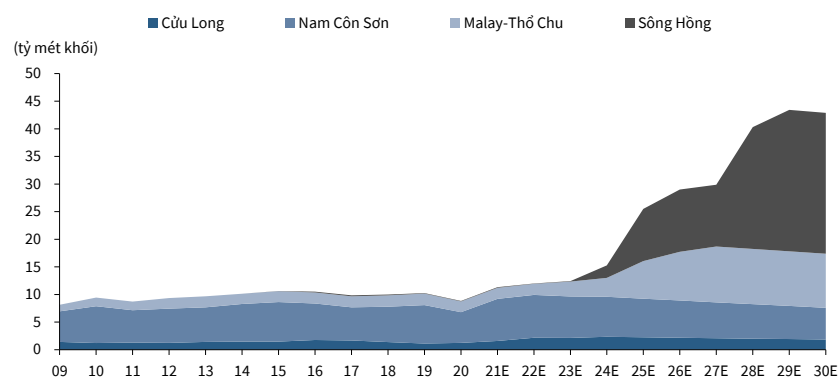
Triển vọng sản xuất khí có thể thay đổi nếu các dự án khí mới được chấp thuận. Dù vậy, do quy trình phê duyệt các dự án mới còn phức tạp nên chúng tôi chưa đánh giá cao kịch bản này trong ngắn hạn. Trong kịch bản giả định, các dự án tiềm năng lớn như Cá Voi Xanh & Lô B nếu được phê duyệt có thể khiến sản lượng tăng gấp bốn lần lên 42.9 tỷ mét khối đến năm 2030E từ mức cuối năm 2021.

Bảng 5. Dầu khí Việt Nam – Ước tính sản lượng khí theo bể (giả định có mỏ mới), 2020-2030E (tỷ mét khối, năm)

Bể/năm (tỷ mét khối)	20	21E	22E	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Cửu Long	1.2	1.6	2.2	2.1	2.3	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
Nam Côn Sơn	5.5	7.6	7.8	7.5	7.3	7.0	6.8	6.5	6.3	6.0	5.8
Malay-Thổ Chu	1.9	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	2.3	9.5	11.3	11.2	22.1	25.6	25.5
Tổng sản lượng khí	8.8	11.3	12.0	12.4	15.3	25.5	29.0	29.9	40.3	43.4	42.9

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 8. 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

III. Cập nhật tình hình các mỏ khí đang phát triển

Dự án Sư Tử Trắng 2A đón dòng khí đầu tiên

Vào tháng 6/2021, dòng khí đầu tiên của dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2A đã được tiếp nhận, chậm hơn 2 quý so với kế hoạch ban đầu của Chính phủ nhưng vẫn là tín hiệu rất tích cực trong ngành. Tổng vốn đầu tư của giai đoạn 2A là 138 triệu USD với trữ lượng của mỏ được thăm dò là 5.5 tỷ mét khối khí và 63 triệu thùng khí condensate. Giai đoạn 2A của mỏ sẽ do công ty Cửu Long JOC vận hành. Việc đưa vào khai thác mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2A có thể đóng góp 1.0 tỷ mét khối/năm và giải quyết tạm thời vấn đề thiếu hụt khí thiên nhiên khi các mỏ khí cũ ngày càng khó khai thác mới hơn.

Sau quá trình khởi động giai đoạn 2A thành công, giai đoạn 2B của dự án Sư Tử Trắng đang được phát triển và sẽ giúp cho GAS - nhà phân phối khí duy nhất, và PVS được hưởng lợi lớn. Theo kế hoạch, GAS sẽ vận chuyển và phân phối 2 tỷ mét khối khí/năm được sản xuất từ Sư Tử Trắng giai đoạn 2B từ Quý 4/2023. Trong khi đó, PVS có thể là chủ thầu EPC với tổng giá trị đầu tư 500 triệu USD từ năm 2022 để phát triển giai đoạn 2B sắp tới. Tuy nhiên chúng tôi lưu ý rằng vẫn sẽ có khả năng giai đoạn 2B đi vào khai thác chậm hơn dự tính như điều đã xảy ra với giai đoạn 2A trong quá khứ.

Dấu hiệu khởi động lại siêu dự án thượng nguồn Lô B - Ô Môn

Dự án Lô B sau 4 năm chậm trễ đã có dấu hiệu được khởi động lại dù có thể chưa chắc chắn do những rắc rối liên quan tới việc xây dựng nhà máy Ô Môn III bằng nguồn vốn ODA. Tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng GAS - cổ phiếu hàng đầu của chúng tôi và PVS sẽ đạt được những lợi ích cụ thể khi dự án Lô B được khai thông thể bế tắc và đi vào khai thác. Cụ thể, chúng tôi kỳ vọng PVS sẽ đạt được hợp đồng EPC với tổng giá trị 1,3 tỷ USD trong vòng 3 năm. Trong khi đó, GAS có thể sẽ nhận được doanh thu cho việc vận chuyển khoảng 7 tỷ mét khối mỗi năm (tương đương 70% sản lượng khí hiện tại) từ mỏ khí. Việc khởi động siêu dự án khí Lô B sẽ đưa lĩnh vực dầu khí ra khỏi giai đoạn âm ảm vì tổng vốn đầu tư trị giá 10 tỷ USD cũng sẽ mang lại khối lượng công việc cho các công ty dịch vụ thượng nguồn.

Nằm tại lưu vực Mã Lai - Thổ Chu ngoài khơi bờ biển Tây Nam, mỏ khí Lô B theo chúng tôi dự kiến sẽ khởi công vào nửa cuối năm 2025. Mặc dù có nguy cơ không được phê duyệt vào tháng 3/2021, chúng tôi vẫn kỳ vọng dự án sẽ khởi động trong tương lai để bù sớm bù đắp cho nguồn cung khí hạn hẹp của Việt Nam hiện tại.

Tiềm năng từ các dự án mới trong tương lai

Bên cạnh Lô B, 2 siêu dự án khác là Cá Voi Xanh và Kèn Bàu cũng đã được phát hiện và xem xét khai thác. Trong tương lai việc khai thác toàn bộ công suất 3 dự án này có thể giúp tăng gấp 4 lần sản lượng khí tự nhiên của Việt Nam lên 43.1 tỷ mét khối vào cuối năm 2030. Đáng chú ý, hồ sơ ban đầu của dự án Lô B và Cá Voi Xanh đã được nộp từ hơn 10 năm trước, nhưng chúng tôi vẫn tin các dự án này sẽ triển khai, mặc dù có khả năng bị trì hoãn (ngoại trừ Kèn Bàu). Với tình hình nguồn cung khí hiện tại, chúng tôi nhấn mạnh việc các dự án lớn đi vào khai thác

là một sự kiện quan trọng, ảnh hưởng lớn tới ngành dầu khí Việt Nam.

Những “siêu dự án” có thể giúp phân khúc thượng nguồn phục hồi trở lại nhưng còn quá sớm để hi vọng vào sự chuyển mình của các doanh nghiệp thượng nguồn

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, Sư 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 & Sư Tử Trắng giai đoạn 2.

Bảng 6. Dầu khí Việt Nam – Các dự án khai thác khí, 2018-2025E (USD)

Dự án	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<i>Sao Vàng Đại Nguyệt</i>	EPC + FSO + JUs (600 triệu USD)								
<i>Sư 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>	Tạm 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 tạm dừng do căng thẳng lãnh thổ trên biển

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 7. Dầu khí Việt Nam – Tình hình các dự án khai thác khí mới

Dự án	Sản lượng dự kiến	Vòng đời dự kiến	Tổng đầu tư dự kiến	Dự kiến khai thác	Tiến độ
Sao Vàng - Đại Nguyệt (Lô 05-1)	16 tỷ mét khối khí (1.5 tỷ mét khối/năm)	20 năm		SV-CPP: Tháng 11/2020 DN-WHP: Quý 3/2022	- Đã hoàn thành giàn xử lý trung tâm Sao Vàng-CPP (SV-CPP), đón dòng khí đầu từ tháng 11/2020 - Dự án giàn Đại Nguyệt WHP (DN WHP) đạt 65,54% tiến độ
Sư Tử Trắng giai đoạn 2 (Lô 15-1)	24 tỉ mét khối khí (2.5 tỷ mét khối/năm)	15 – 20 năm	2 tỷ USD	Sư Tử Trắng 2A: Tháng 6/2021 Sư Tử Trắng 2B: Quý 4/2023	- Đã phê duyệt kế hoạch đại cường phát triển mỏ (OPD) vào tháng 12/2019. - Dự kiến được phê duyệt Báo cáo nghiên cứu khả thi trong Quý 1/2021
Lô B - Ô Môn	176 tỷ mét khối khí (7 tỷ mét khối/năm)	20 năm	8.1 tỷ USD	Tháng 9/2024 (điều kiện FID không muộn hơn T3/2021)	- Các bên liên quan đang hoàn tất đàm phán các thỏa thuận thương mại của dự án. - Dự án đang chờ được phê duyệt quyết định đầu tư cuối cùng (FID).
Cá Voi Xanh (Lô 118)	150 tỷ mét khối khí (9 tỷ mét khối khí/năm)	25 năm	10 tỷ USD	Tháng 6/2024	- Dự án đang chờ được phê duyệt Báo cáo phát triển mỏ (FDP) và lập kế hoạch triển khai dự án (EPC) sau khi có quyết định đầu tư (FID). - PVN và Exxon Mobil đang đàm phán thỏa thuận bán khí.
Kèn Bầu (Lô 114)	230 tỷ mét khối khí (14.6 tỷ mét khối/năm) và 450 triệu thùng condensate	25 năm	n/a	2028	PVD đang thực hiện chiến dịch khoan thăm dò kéo dài 9 tháng để xác định trữ lượng và sản lượng chính thức của Kèn Bầu

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

IV. Tình hình kinh doanh hạ nguồn

Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu & khí đốt chịu tác động tiêu cực trong ngắn hạn khi dịch bệnh Covid-19 bùng phát trở lại

Dịch bệnh Covid-19 đã gây ra những gián đoạn về hoạt động sản xuất kinh doanh, giao thông vận tải, qua đó kéo theo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu & khí đốt sụt giảm. Trong kịch bản cơ sở khi Việt Nam dần kiểm soát tốt dịch bệnh và quá trình tiêm vaccine được đẩy mạnh, chúng tôi kì vọng nguồn cầu sẽ phục hồi mạnh mẽ trở lại vào cuối Quý 3/2021 và đưa PLX - doanh nghiệp hàng đầu trong phân phối xăng dầu trở lại đúng quỹ đạo.

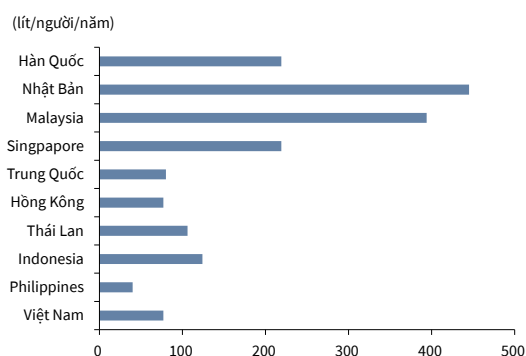
Triển vọng tiêu thụ xăng bình quân đầu người hàng năm của Việt Nam còn nhiều dư địa để tăng trưởng

Trong giai đoạn trước dịch bệnh, mức tiêu thụ xăng bình đầu người của Việt Nam chỉ đạt 77 lít năm 2019 so với mức 106 lít của Thái Lan và 124 lít của Indonesia. Điều này có thể được lý giải bởi tỷ lệ chi phí xăng dầu trên mức thu nhập giữa các nước, trong đó Việt Nam cần 12% thu nhập hàng tháng để tiêu thụ 40 lít xăng vs mức 6% của Thái Lan và 8% của Indonesia. Bởi vậy, khi mức thu nhập trên đầu người của Việt Nam tiếp tục được cải thiện trong thời gian tới thì nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam cũng tăng theo, thu hẹp khoảng cách tiêu thụ xăng dầu so với các nước Đông Nam Á.

Sản lượng tiêu thụ ô tô tăng trưởng bất chấp dịch bệnh đảm bảo duy trì tăng trưởng cho NMLD và những công ty điều hành trạm xăng

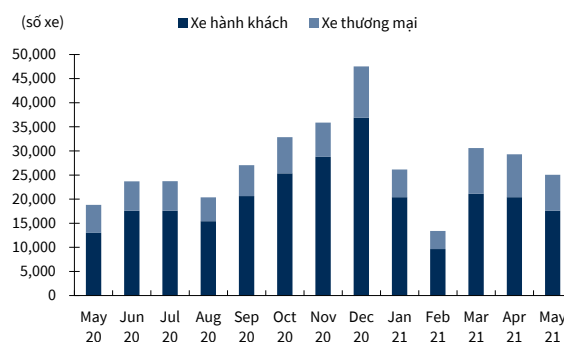
Việt Nam không phải là thị trường lớn với doanh số bán ô tô chỉ hơn 200,000 xe/năm. Tuy nhiên, doanh số bán hàng năm đã tăng trong những năm qua và có thể hưởng lợi nhiều từ nghị định 57/2020/ND-CP và Hiệp định EVFTA, ATIGA có hiệu lực, rất nhiều loại thuế phí đã được cắt bỏ và giá ô tô cũng giảm theo tương ứng. Hiện tại, Quốc hội đang thảo luận về khả năng giảm thuế tiêu thụ đặc biệt (tỷ lệ giảm thuế tương ứng với tỷ lệ nội địa hóa của mỗi dòng xe), giúp thúc đẩy hơn nữa tiêu thụ xe giá rẻ. Việc giảm thuế từ các Hiệp định và Nghị định 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 9. 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 10. Ô tô Việt Nam - Xe hành khách & xe thương mại, 2020 - 2021 (số lượng xe đã bán)

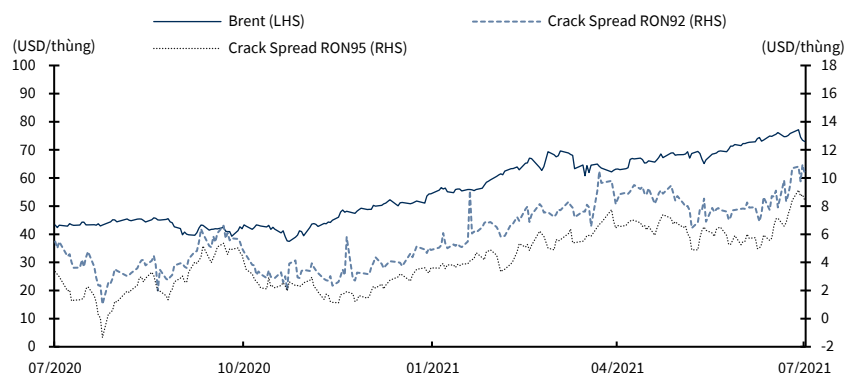


Nguồn: Hiệp hội Các sản xuất Ô tô Việt Nam VAMA, KBSV

Crack spread xăng dầu đã phục hồi đáng kể kể từ vùng đáy trong năm 2020 (USD/thùng)

Nhờ việc crack spread phục hồi do giá dầu tăng và hoạt động vận tải phục hồi, các nhà máy lọc dầu như Dung Quất (BSR) với công suất 6.5 triệu tấn và Nghi Sơn (công suất 10 triệu tấn) sẽ ghi nhận mức lợi nhuận khả quan so với mức lỗ lớn trong năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý rằng làn sóng Covid-19 thứ 4 hiện nay có thể ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam trong ngắn hạn.

Biểu đồ 11. Giá Brent và Crack spread xăng RON92 & 95, 2020 - 2021 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Các dự án lọc hoá dầu được xây dựng/tái khởi động trở lại

Nhờ vào nhu cầu lớn về hoá dầu, nhà máy lọc hoá dầu Long Sơn sẽ đi vào hoạt động thương mại trong năm 2023, ngoài ra nhà máy lọc dầu Dung Quất và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ đạt hết công suất sau năm 2020 khó khăn. Nhà máy lọc dầu Dung Quất đã hoàn thành đợt bảo dưỡng đại tu kéo dài 2 tháng vào tháng 10/2020 trong khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ nâng dần hiệu suất sử dụng lên 80% từ 70% trong năm 2021 sau khi vận hành thương mại từ năm 2019. Chúng tôi cho rằng PVT sẽ là doanh nghiệp được hưởng lợi tích cực từ xu hướng này khi nhu cầu vận chuyển dầu thô cho các nhà máy lọc hoá dầu tăng giúp cải thiện lợi nhuận của doanh nghiệp.

Bảng 8. Dầu khí Việt Nam – Tình hình các dự án lọc hoá dầu mới

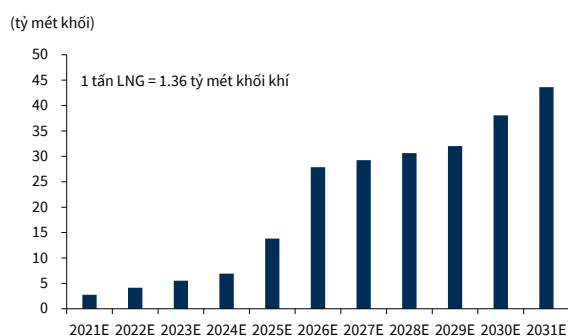
Địa điểm	Nhà máy lọc hoá dầu	Công suất (thùng/ngày)	Tình trạng	Hoạt động	Nhà đầu tư chính	Thông tin khác
Quảng Ngãi	Dung Quất	148,000	Hoạt động	2009	PetroVietnam (PVN)	Đang tìm vốn để mở rộng
Thanh Hóa	Nghi Sơn	200,000	Hoạt động	2018	PetroVietnam, Kuwait Petroleum, Idemitsu Kosan, Mitsui	
Bà Rịa-Vũng 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

V. LNG tiềm năng tăng trưởng dài hạn

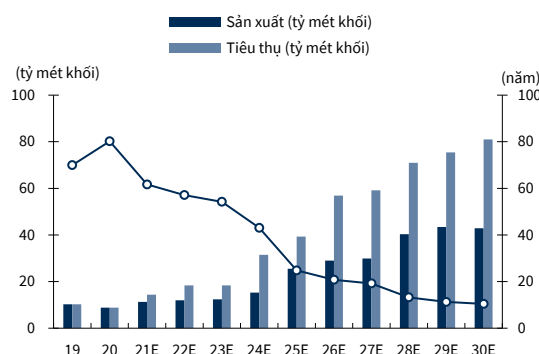
Trước nhu cầu tiêu thụ năng lượng, điện ngày càng cao từ việc xây dựng các nhà máy nhiệt điện mới của EVN trong khi nguồn cung nội địa bị hạn chế, chúng tôi cho rằng nhập khẩu LNG là phương pháp khả dĩ nhất để giải quyết việc này. Đây cũng sẽ là hướng đi tăng trưởng trong dài hạn của ngành dầu khí Việt Nam nhằm đáp ứng sự thiếu hụt về nguồn cung khí. GAS và PVT sẽ là hai doanh nghiệp có vị thế tốt để đón đầu xu hướng này khi GAS là chủ đầu tư của lượng lớn các kho cảng mới ở Việt Nam còn PVT với thoả thuận chiến lược với GAS để vận chuyển lượng LNG nhập khẩu tới các kho cảng của GAS.

Biểu đồ 12. Dầu khí Việt Nam - Sản lượng khí LNG từ các cảng mới, 2021E - 2031E (tỷ mét khối)



Nguồn: Quy hoạch khí Việt Nam, KBSV

Biểu đồ 13. Dầu khí Việt Nam - Sản xuất, tiêu thụ và trữ lượng khí thiên nhiên, 2019 - 2030E (tỷ mét khối)



Nguồn: KBSV

GAS sẽ là doanh nghiệp tiên phong trong việc nhập khẩu LNG

GAS sẽ đầu tư 9 trên 14 cảng LNG trong giai đoạn 2022E đến 2035E. Nếu kế hoạch được thực hiện, chúng tôi ước tính Việt Nam sẽ nhập 38.1 triệu tấn LNG mỗi năm tương đương 47% nhu cầu khí 2030E. 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 nhanh chóng tiếp nối và đi vào hoạt động năm 2022E. Hơn nữa, PV Gas cũng đã mở thầu cho cảng *Thị Vải* giai đoạn 2 để sớm đi vào hoạt động năm 2023E khi hiện tại việc thi công cảng *Thị Vải* giai đoạn 1 đang vượt tiến độ.

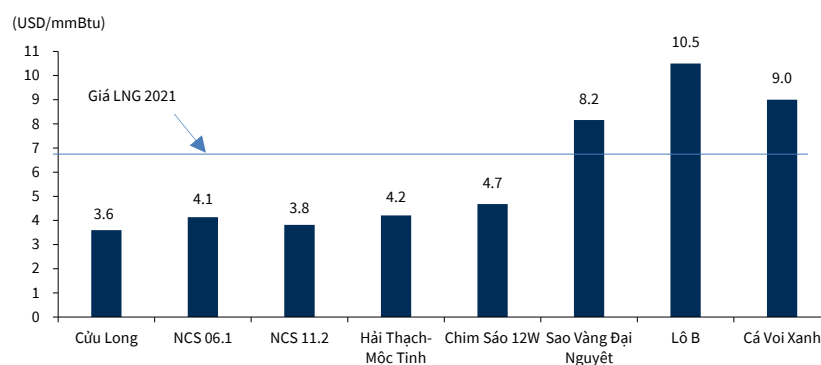
Bảng 9. Dầu khí Việt Nam – Các cảng LNG trong thời gian tới, 2022E - 2035E (triệu tấn)

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) 2025 - (giai đoạn 2)		1MT (giai đoạn 1) 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) 2027-30 (giai đoạn 2) 2031-35 (giai đoạn 3)	PV Gas (GAS)	1-3 MT (giai đoạn 1), 3 MT (giai đoạn 2) & 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) 2023-25 (giai đoạn 2)	TNHH Hải Linh (không lên sàn)	2-3 MT (giai đoạn 1) 6 MT (giai đoạn 2)

Nguồn: Quy hoạch tổng thể phát triển ngành công nghiệp Khí Việt Nam, KBSV

Giá khí LNG xuất khẩu tại Mỹ & Nga đang giao dịch ở mức 6.50 USD/triệu Btu. Những mỏ khí mới sắp tới bao gồm 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 miệng giếng tại Lô B là 10.50 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. 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 14. Dầu khí Việt Nam - Giá miệng giếng các mỏ hiện tại & tương lai, 2021 (USD/triệu Btu)



Nguồn: PV Gas, Bloomberg, KBSV



Công ty

PV Gas (GAS)

PV Trans (PVT)

Lọc dầu Bình Sơn (BSR)

27/07/2021

Kết quả kinh doanh 1H2021 tích cực

GAS công bố LNST trong Q2/2021 là 2,301 tỷ đồng (+26% YoY). Doanh thu tăng ấn tượng 46% lên 22,701 tỷ đồng. Lũy kế 1H2021, doanh thu của GAS đạt 40,272 tỷ đồng (+23.2% YoY), LNST đạt 4,358 tỷ đồng (+ 4.3% YoY). Chúng tôi cho rằng kết quả nửa cuối năm 2021 sẽ tích cực hơn nhờ giá dầu Brent cao hơn và nhu cầu về khí đốt tăng lên hỗ trợ cho sản lượng của PV GAS tốt hơn, ước tính LNST 2021 là 10,582 tỷ (+32.7% YoY).

Lộ trình khai thác các mỏ khí mới khả quan

Vào tháng 6/2021, dòng khí đầu tiên của dự án Sư Tử Trắng giai đoạn 2A đã được tiếp nhận. Việc đưa vào khai thác mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2A có thể đóng góp 1.0 tỷ mét khối/năm và giải quyết tạm thời vấn đề thiếu hụt khí thiên nhiên khi các mỏ khí cũ ngày càng khó khai thác mới hơn. Chúng tôi đã đưa mỏ khí này vào mô hình dự báo với sản lượng khai thác năm 2021 là 10.22 triệu tấn (+14.2% YoY).

Tiêu thụ khí sẽ tăng so với nửa đầu năm 2021

Theo chúng tôi, nhu cầu khí tự nhiên sẽ tăng trong nửa cuối năm 2021 nhờ sản lượng tiêu thụ điện tăng và cho rằng hiện tượng La Nina sẽ mất dần sẽ khiến EVN tăng tỷ trọng điện khí từ Q3/2021.

Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND107,800

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua cho GAS với giá mục tiêu VND 107,800/cp, cao hơn 21.1% so với giá tại ngày 27/07/2021 dựa trên triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh.

MUA duy trì

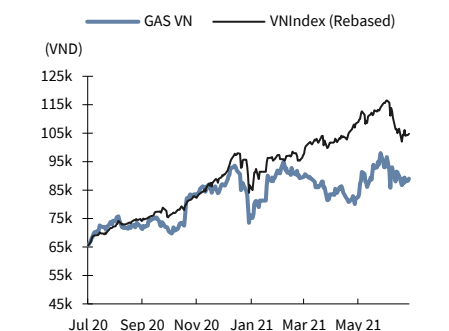
Giá mục tiêu	VND107,800
Tổng mức sinh lời (%)	21.1%
Giá hiện tại (27/07/2021)	VND89,000
Giá mục tiêu thị trường	VND102,800
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD7,400mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	4.2%
GTGD trung bình (3T)	USD3.6mn
Room khối ngoại (%)	46.2%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
GAS	4.4	-4.8	10.4	33.3
VN Index	15.9	-9.0	4.1	57.3

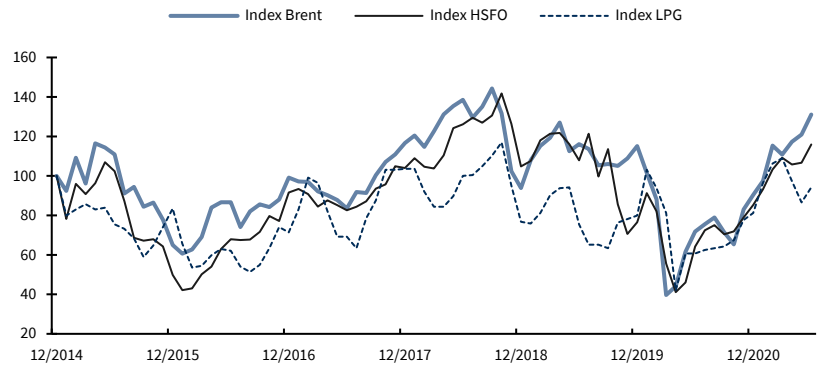
Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	75,005	64,135	80,440	86,123
EBIT	13,648	8,682	12,431	13,330
LN sau CĐT	11,902	7,855	10,370	11,231
EPS (VND)	6,142	4,028	5,418	5,868
Thay đổi EPS (%)	-34.4	34.5	8.3	16.8
P/E (x)	14.1	20.8	19.9	21.3
EV/EBITDA (x)	8.8	12.5	12.5	13.7
P/B (x)	3.3	3.2	3.8	4.0
ROE (%)	28.7	17.7	21.9	23.1
Tỷ suất cổ tức (%)	5.2	3.6	2.8	3.2



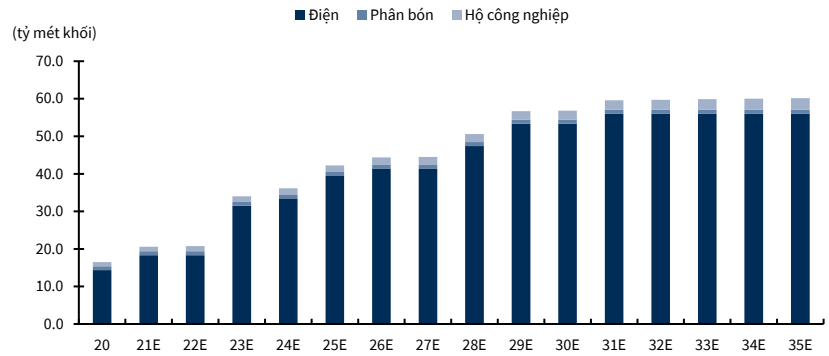
Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Biểu đồ 15. Giá dầu Brent, HSFO & LNG, 2015 - 2021E (điểm Index)



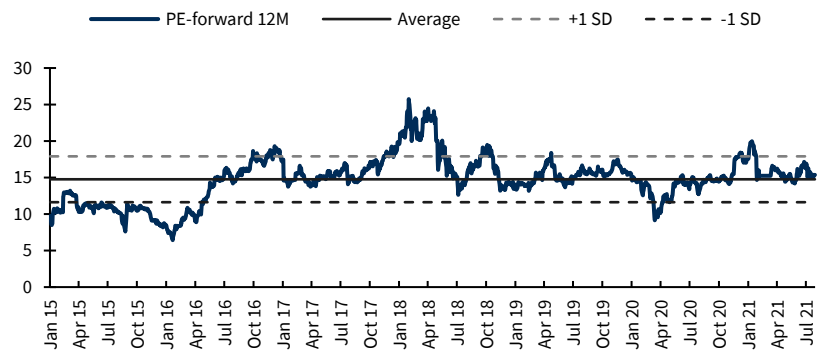
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 16. Dầu khí Việt Nam - Dự phóng nhu cầu khí theo ngành, 2020 - 2035E



Nguồn: GAS, KBSV

Biểu đồ 17. P/E forward 1 năm của GAS (2015 - 2021)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VNĐ)	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh số thuần	75,005	64,135	80,440	86,123
Giá vốn hàng bán	(58,087)	(49,360)	(58,120)	(58,087)
Lãi gộp	16,919	11,406	16,307	17,589
Thu nhập tài chính	1,665	1,451	1,611	1,929
Chi phí tài chính	(241)	(169)	(804)	(933)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(198)	(101)	(536)	(622)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	(1)	(11)	(11)	(11)
Chi phí bán hàng	(2,394)	(1,943)	(2,400)	(2,647)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(875)	(769)	(1,466)	(1,612)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	15,072	9,964	13,238	14,326
Thu nhập khác	16	50	35	34
Chi phí khác	(20)	(37)	(46)	(34)
Thu nhập khác, ròng	(4)	14	(10)	(0)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	15,068	9,978	13,228	14,326
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(2,983)	(2,037)	(2,646)	(2,865)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	12,086	7,972	10,582	11,461
Lợi ích của cổ đông thiểu số	183	117	212	229
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	11,902	7,855	10,370	11,231

Tỷ suất lợi nhuận

	2019A	2020A	2021E	2022E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.56%	17.78%	20.27%	20.42%
Tỷ suất EBITDA	21.78%	17.73%	19.50%	19.33%
Tỷ suất EBIT	18.20%	13.54%	15.45%	15.48%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	20.09%	15.56%	16.44%	16.63%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	20.09%	15.54%	16.46%	16.63%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	16.11%	12.43%	13.16%	13.31%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VNĐ	2019A	2020A	2021E	2022E
Lãi trước thuế	15,068	9,978	13,228	14,326
Khấu hao TSCĐ	2,691	2,554	3,257	3,321
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(1,585)	(1,316)	(1,382)	(1,451)
Chi phí lãi vay	198	101	536	622
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	17,192	12,269	16,584	17,846
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(702)	(961)	(332)	(662)
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	277	(84)	(430)	(36)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	(401)	(192)	943	1,133
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	(142)	(168)	(494)	(46)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	12,681	7,330	11,877	13,414
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(2,690)	(4,174)	(6,435)	(5,167)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	1	27	-	-
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	(37,350)	(29,154)	(2,822)	(1,411)
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	34,030	31,866	-	-
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-	-	-	-
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	1,470	-	-	-
Cổ tức và tiền lãi nhận được	(183)	1,534	1,611	1,692
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(4,722)	99	(7,646)	(4,887)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	-	-	-	-
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-	-	-	-
Tiền thu được các khoản đi vay	2,344	2,202	10,411	2,153
Tiền trả các khoản đi vay	(4,294)	(2,020)	-	-
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	(8)	-	-	-
Cổ tức đã trả	(8,230)	(6,850)	(5,742)	(5,742)
Tiền lãi đã nhận	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(10,188)	(6,668)	4,669	(3,589)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(2,229)	761	8,900	4,938
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	6,706	4,476	5,237	14,137
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	4,476	5,237	14,137	19,076

Nguồn: Báo cáo công ty & KB Securities Vietnam

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VNĐ)	2019A	2020A	2021E	2022E
TÀI SẢN NGẮN HẠN	41,815	39,472	52,114	59,084
Tiền và tương đương tiền	4,476	5,237	14,137	19,076
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	24,915	21,613	24,435	25,846
Các khoản phải thu	10,359	10,239	10,943	11,559
Hàng tồn kho, ròng	1,575	1,663	2,092	2,129
TÀI SẢN DÀI HẠN	20,363	23,736	27,037	29,021
Phải thu dài hạn	128	162	192	230
Tài sản cố định	15,850	19,774	19,965	17,279
Giá trị ròng tài sản đầu tư	23	22	22	21
Tài sản dở dang dài hạn	3,021	2,303	5,290	9,823
Đầu tư dài hạn	405	379	417	459
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	62,179	63,208	79,151	88,105
NỢ PHẢI TRẢ	12,564	13,709	25,061	28,560
Nợ ngắn hạn	9,964	9,749	11,300	13,428
Phải trả người bán	1,914	2,677	2,427	3,102
Người mua trả tiền trước	203	228	262	288
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	1	77	99	106
Vay ngắn hạn	1,341	1,017	1,609	2,584
Nợ dài hạn	2,600	3,960	13,761	15,132
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	-	-	-	-
Người mua trả tiền trước dài hạn	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện	22	22	21	20
Vay dài hạn	1,456	1,964	11,783	12,962
VỐN CHỦ SỞ HỮU	49,615	49,500	54,089	59,545
Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Lãi chưa phân phối	10,109	10,029	14,089	18,972
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,108	1,064	1,276	1,505

Chỉ số chính

	2019A	2020A	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	14.10	20.84	19.93	21.30
P/E pha loãng	14.10	20.84	19.93	21.30
P/B	3.34	3.25	3.82	4.02
P/S	2.21	2.51	2.57	2.78
P/Tangible Book	10.46	8.13	10.35	13.85
P/Cash Flow	13.07	21.92	17.40	17.84
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	8.79	12.49	12.47	13.75
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	10.52	16.36	15.74	17.18
Khả năng sinh lời				
ROE%	28.74	20.60	24.27	24.39
ROA%	20.37	15.93	18.76	19.28
ROIC%	26.09	19.56	23.72	22.23
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.45	0.54	1.25	1.42
Tỷ suất thanh toán nhanh	3.99	3.80	4.38	4.21
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.20	4.05	4.61	4.40
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.03	0.04	0.22	0.22
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.02	0.03	0.15	0.15
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.03	0.02	0.03	0.04
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.02	0.02	0.02	0.03
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.20	0.20	0.21	0.23
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.16	0.15	0.14	0.15
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.25	0.28	0.46	0.48
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.20	0.22	0.32	0.32
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	7.17	6.14	7.47	7.51
Hệ số quay vòng HTK	42.58	39.62	42.84	40.81
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	13.77	12.41	13.70	13.64

27/07/2021

Kết quả kinh doanh 1H2021 đi ngang nhưng sẽ cải thiện trong nửa cuối năm

PVT công bố LNTT ước tính sơ bộ Q2/2021 là 186 tỷ đồng (-31.9% YoY). Doanh thu đi ngang, đạt 1,781 tỷ đồng (-1.8% YoY). Lũy kế 1H2021, doanh thu của PVT đạt 3,500 tỷ đồng (+3.1% YoY), LNTT đạt 420 tỷ đồng (+6.9% YoY). Chúng tôi cho rằng kết quả nửa cuối năm 2021 sẽ tích cực hơn khi thị trường vận tải dầu khí sôi động trở lại nhờ việc kiểm soát tốt dịch bệnh, ước tính LNST 2021 là 921 tỷ đồng (+10.9% YoY).

Kế hoạch đầu tư đội tàu mới đầy tham vọng

Năm 2020, PVT công bố kế hoạch đầu tư hơn 7,400 tỷ đồng để trẻ hóa đội tàu, tuy nhiên kế hoạch này đã bị trì hoãn do ảnh hưởng của đại dịch. Trong 1H2021, PVT đã khởi động lại kế hoạch tham vọng này khi lần lượt tiếp nhận các tàu PVT Azura (tàu xăng dầu thành phẩm), PVT Dawn (tàu xăng dầu thành phẩm), PVT Diamond (tàu hàng rời) và tàu VLGC (tàu khí) mới. Do đó, chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ thực hiện giải ngân trong giai đoạn 2021 - 2023 với số lượng tàu mua là 12 - 15 tàu để nắm bắt cơ hội giá mua bán tàu biển đang ở mức thấp, sẵn sàng cho sự phục hồi của nhu cầu vận tải xăng dầu sau đại dịch, và chuẩn bị cho kế hoạch vận chuyển LNG nhập khẩu tiềm năng lớn trong thời gian tới.

Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND24,000

Chúng tôi duy trì khuyến nghị Mua cho PVT theo phương pháp P/E với giá mục tiêu VND 24,000/cp, cao hơn 31.1% so với giá tại ngày 27/07/2021. Định giá của chúng tôi phản ánh kỳ vọng lợi nhuận cải thiện và hưởng lợi từ xu hướng nhập khẩu LNG tăng tương lai.

MUA duy trì

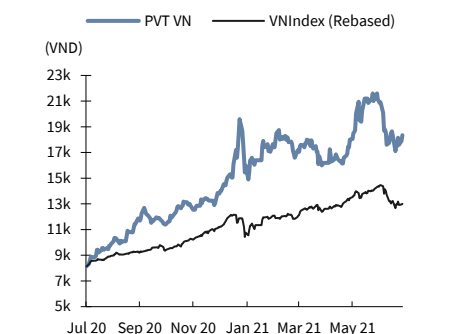
Giá mục tiêu	VND24,000
Tổng mức sinh lời (%)	31.1%
Giá hiện tại (27/07/2021)	VND18,300
Giá mục tiêu thị trường	VND22,300
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD300mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	44%
GTGD trung bình (3T)	USD3.7mn
Room khối ngoại (%)	33.6%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietNam (51%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
PVT	31.1	-15.0	13.6	121.0
VN Index	15.9	-9.0	4.1	57.3

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,758	7,383	8,316	9,177
EBIT	962	883	1,066	1,196
LN sau CĐTS	690	669	783	849
EPS (VND)	2,320	1,946	2,419	2,622
Thay đổi EPS (%)	6.3	(16.1)	24.3	8.4
P/E (x)	6.1	7.2	8.3	8.6
EV/EBITDA (x)	3.5	3.0	4.8	5.0
P/B (x)	0.7	0.7	0.9	1.0
ROE (%)	15.2	13.9	13.9	14.0
Tỷ suất cổ tức (%)	7.0	2.9	5.0	4.4

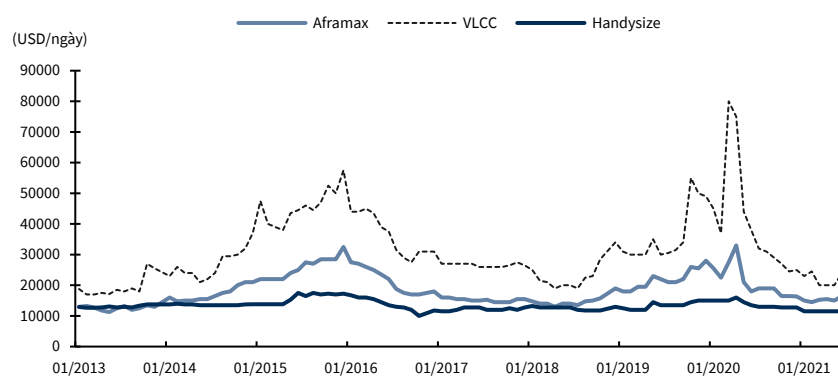


Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

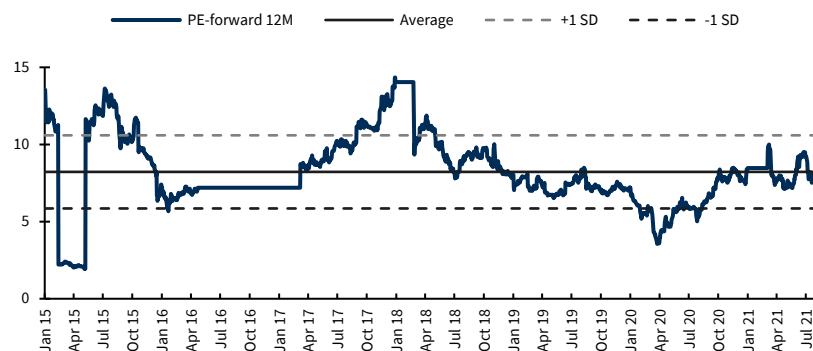
Bảng 10. Dự phóng kế hoạch mở rộng đội tàu của PVT, 2020 - 2025E

	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Dầu thô	4	5	5	6	6	7
Xăng dầu thành phẩm	11	13	14	16	16	16
LPG	14	15	16	16	16	16
Chở hàng & than	2	3	4	4	4	4
FPO/FPSO	2	2	2	2	2	2
Tổng cộng đội tàu	33	38	41	44	44	45
Mua mới trong năm	1	6	3	3	0	1
Thanh lý trong năm	1	1				

Nguồn: PVT, KBSV

Biểu đồ 18. Giá thuê định hạn một số loại tàu, 2013 - 2021E

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 19. P/E forward 1 năm của PVT (2015 - 2021)

Nguồn: Bloomberg, KBSV

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

Báo cáo Kết quả HĐKD

(TỶ VNĐ)	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh số thuần	7,758	7,383	8,316	9,177
Giá vốn hàng bán	(6,567)	(6,264)	(6,977)	(7,663)
Lãi gộp	1,191	1,118	1,339	1,514
Thu nhập tài chính	221	272	266	327
Chi phí tài chính	(193)	(174)	(241)	(335)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(169)	(143)	(201)	(279)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	34	30	30	30
Chi phí bán hàng	(14)	(14)	(16)	(17)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(249)	(251)	(287)	(301)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	990	982	1,092	1,188
Thu nhập khác	34	75	79	79
Chi phí khác	(7)	(18)	(19)	(19)
Thu nhập khác, ròng	26	58	60	60
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	34	28	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	1,016	1,039	1,152	1,248
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(195)	(209)	(230)	(250)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	821	830	921	999
Lợi ích của cổ đông thiểu số	131	161	138	150
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	690	669	783	849

Tỷ suất lợi nhuận

	2019A	2020A	2021E	2022E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	15.35%	15.15%	16.10%	16.50%
Tỷ suất EBITDA	22.06%	23.85%	24.54%	24.45%
Tỷ suất EBIT	12.40%	11.97%	12.82%	13.03%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	13.10%	14.08%	13.85%	13.60%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	12.76%	13.30%	13.13%	12.95%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	10.58%	11.25%	11.08%	10.88%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - TỶ VNĐ	2019A	2020A	2021E	2022E
Lãi trước thuế	1,016	1,039	1,152	1,248
Khấu hao TSCĐ	750	877	975	1,048
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(195)	(211)	(222)	(233)
Chi phí lãi vay	169	143	201	279
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	1,851	2,013	2,199	2,443
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	214	(153)	(163)	(159)
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	24	15	(36)	16
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	(423)	84	359	202
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	(13)	20	(80)	(5)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	1,179	1,536	1,743	1,850
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(1,823)	(176)	(2,104)	(1,468)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	27	30	-	-
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	(3,267)	(3,741)	81	40
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	3,363	3,367	-	-
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-	-	-	-
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-	-	-	-
Cổ tức và tiền lãi nhận được	177	194	204	214
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	(1,523)	(326)	(1,819)	(1,213)
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	127	-	-	-
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-	-	-	-
Tiền thu được các khoản đi vay	1,200	278	2,412	565
Tiền trả các khoản đi vay	(712)	(1,055)	-	-
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(340)	(169)	(129)	(324)
Tiền lãi đã nhận	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	274	(945)	2,282	241
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(70)	264	2,206	878
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	1,278	1,208	1,473	3,679
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	1,208	1,473	3,679	4,557

Nguồn: Báo cáo công ty & KB Securities Vietnam

Bảng cân đối kế toán

(TỶ VNĐ)	2019A	2020A	2021E	2022E
TÀI SẢN NGẮN HẠN	3,841	4,662	6,600	7,258
Tiền và tương đương tiền	1,208	1,473	3,679	4,557
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	1,479	1,853	1,772	1,732
Các khoản phải thu	865	1,103	1,339	1,491
Hàng tồn kho, ròng	127	112	149	133
TÀI SẢN DÀI HẠN	7,157	6,428	7,593	8,053
Phải trả dài hạn	14	20	26	33
Tài sản cố định	6,781	5,860	6,989	7,410
Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	0	156	156	156
Đầu tư dài hạn	199	205	225	248
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	10,997	11,090	14,193	15,311
NỢ PHẢI TRẢ	5,306	4,811	7,234	8,025
Nợ ngắn hạn	2,523	2,419	3,044	3,020
Phải trả người bán	603	745	697	799
Người mua trả tiền trước	49	33	38	42
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	1	2	5	6
Vay ngắn hạn	1,015	615	1,040	809
Nợ dài hạn	2,784	2,391	4,190	5,005
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	231	202	202	202
Người mua trả tiền trước dài hạn	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-
Vay dài hạn	2,419	1,987	3,975	4,770
VỐN CHỦ SỞ HỮU	5,691	6,279	6,959	7,286
Vốn góp	2,814	3,237	3,237	3,237
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Lãi chưa phân phối	991	876	1,179	1,326
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,310	1,393	1,531	1,681

Chỉ số chính

	2019A	2020A	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	6.13	7.19	8.27	8.58
P/E pha loãng	6.13	7.19	8.27	8.58
P/B	0.70	0.72	0.93	1.00
P/S	0.52	0.61	0.78	0.79
P/Tangible Book	0.59	0.77	0.93	0.98
P/Cash Flow	3.40	2.95	3.71	3.94
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	3.48	3.00	4.76	4.96
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	6.19	5.98	9.11	9.31
Khả năng sinh lời				
ROE%	15.16	13.88	13.92	14.02
ROA%	7.74	7.52	7.29	6.77
ROIC%	11.12	9.32	11.40	12.45
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.48	0.61	1.21	1.51
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.41	1.83	2.23	2.58
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.52	1.93	2.17	2.40
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.43	0.32	0.57	0.65
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.22	0.18	0.28	0.31
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.18	0.10	0.15	0.11
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.09	0.06	0.07	0.05
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.44	0.39	0.44	0.41
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.23	0.22	0.21	0.20
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.93	0.77	1.04	1.10
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.48	0.43	0.51	0.52
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	7.85	7.38	6.69	6.35
Hệ số quay vòng HTK	55.77	61.70	63.71	65.14
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	8.23	7.65	6.73	7.01

Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR)

Chuyên viên phân tích doanh nghiệp
Lê Anh Tùng, CFA
tungla@kbsec.com.vn

27/07/2021

Lợi nhuận 1H2021 tích cực

BSR công bố kết quả kinh doanh 1H2021 ở mức tốt. Lũy kế 1H2021, doanh thu của GAS đạt 48,909 tỷ đồng (+54.2% YoY), LNST đạt 3,527 tỷ đồng so với cùng kỳ lỗ 4,527 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng kết quả nửa cuối năm 2021 sẽ tiếp tục tích cực và đạt dự báo của chúng tôi nhờ giá dầu cao hơn cũng như công ty kiểm soát tốt được hàng tồn kho của mình, ước tính LNST 2021 là 6,147 tỷ đồng (năm 2020 lỗ 2,858 tỷ đồng).

Crack Spread phục hồi tốt cùng với kỳ vọng nhu cầu tăng trở lại khi dịch bệnh được kiểm soát

Trong 1H2021, crack spread so với giá dầu Brent đã được hưởng lợi từ xu hướng phục hồi chung của giá dầu, nhu cầu nhiên liệu, vận tải. Dự báo trong năm 2021, Crack Spread của xăng RON95, RON92 và dầu Diesel so với Brent sẽ dao động trong khoảng 6-8 USD/thùng, tăng khoảng 70% YoY.

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 hoá 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

Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu VND22,500

Dựa trên định giá FCFE, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA (duy trì) đối với cổ phiếu BSR. Giá mục tiêu là VND 22,500/cp, cao hơn 20.3% so với giá tại ngày 27/07/2021.

MUA duy trì

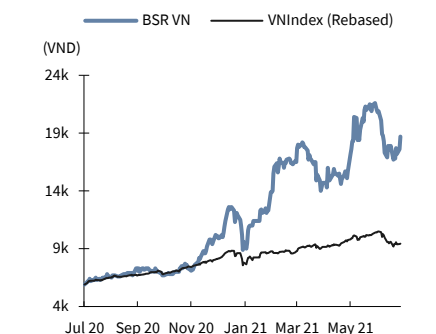
Giá mục tiêu	VND22,500
Tổng mức sinh lời (%)	20.3%
Giá hiện tại (27/07/2021)	VND18,700
Giá mục tiêu thị trường	VND17,200
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD2,600mn

Dữ liệu giao dịch	
Tỉ lệ free-float (%)	7.9%
GTGD trung bình (3T)	USD13.6mn
Room khối ngoại (%)	7.9%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (92.12%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
BSR	91.9	-12.0	32.9	206.5
VN Index	15.9	-9.0	4.1	57.3

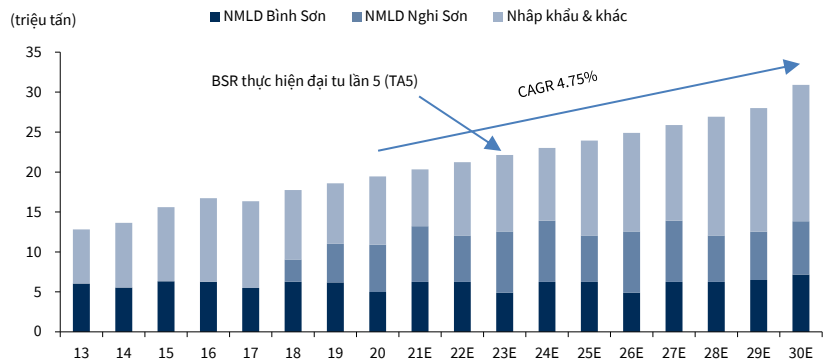
Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	102,824	57,959	102,915	104,851
EBIT	2,869	-3,046	6,324	7,087
LN sau CĐTS	2,914	-2,819	6,186	7,261
EPS (VND)	898	-909	1,995	2,342
Thay đổi EPS (%)	(54.99)	(201.22)	(319.50)	17.38
P/E (x)	9.1	-10.9	10.6	9.8
EV/EBITDA (x)	5.7	-86.5	8.4	8.3
P/B (x)	0.7	1.0	1.9	1.9
ROE (%)	8.78	(8.78)	18.58	19.83
Tỷ suất cổ tức (%)	0.0	0.0	1.4	1.7



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

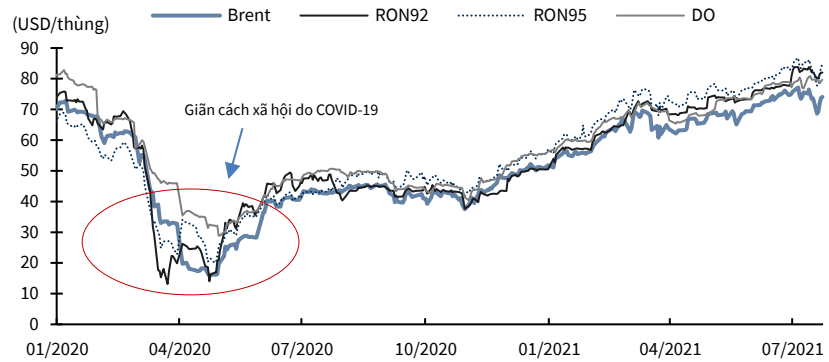
Biểu đồ 20. Dự phóng sản lượng sản xuất của BSR, 2016-2025E



Nguồn: BSR, KBSV

Biểu đồ 21. Giá Singapore RON92, RON95 và dầu Diessel, 2020 - 2021 (USD/thùng)

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 11. BSR - Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do của DN

Giả định mô hình	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	2.4%
R_e	10.6%
Phần bù rủi ro	8.2%
Beta	1.47
Lãi suất bình quân	6.5%
Thuế suất	5%
Tăng trưởng dài hạn	2%
Thời gian dự phóng	5 năm

Nguồn: KBSV

Loại hoá đầu Bình Sơn (BSR) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2019A - 2022E

Báo cáo Kết quả HKKD

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
Doanh số thuần	102,824	57,959	102,915	104,851
Giá vốn hàng bán	(98,851)	(60,184)	(95,585)	(96,735)
Lãi gộp	3,973	(2,225)	7,330	8,116
Thu nhập tài chính	537	666	785	1,135
Chi phí tài chính	(416)	(498)	(639)	(619)
Trong đó: Chi phí lãi vay	(360)	(325)	(533)	(516)
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-	-	-	-
Chi phí bán hàng	(714)	(552)	(675)	(689)
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(389)	(269)	(330)	(340)
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	2,990	(2,877)	6,471	7,602
Thu nhập khác	69	26	49	48
Chi phí khác	(4)	(1)	(14)	(6)
Thu nhập khác, ròng	65	25	35	41
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	-	-	-	-
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	3,054	(2,852)	6,471	7,602
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	(177)	(2)	(324)	(380)
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	2,873	(2,858)	6,147	7,222
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(41)	(39)	(39)	(39)
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	2,914	(2,819)	6,186	7,261

Tỷ suất lợi nhuận

	2019A	2020A	2021E	2022E
Tỷ suất lợi nhuận gộp	3.86%	-3.84%	7.12%	7.74%
Tỷ suất EBITDA	5.39%	-0.85%	8.73%	9.32%
Tỷ suất EBIT	2.79%	-5.26%	6.15%	6.76%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế %	2.97%	-4.92%	6.29%	7.25%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	2.91%	-4.96%	6.29%	7.25%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	2.79%	-4.93%	5.97%	6.89%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ

Gián tiếp - Tỷ VND	2019A	2020A	2021E	2022E
Lãi trước thuế	3,054	(2,852)	6,471	7,602
Khấu hao TSCĐ	2,670	2,552	2,662	2,687
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	(340)	(378)	(397)	(416)
Chi phí lãi vay	360	325	533	516
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	5,417	(425)	9,422	10,391
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	(960)	2,183	(1,045)	614
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	946	127	530	(91)
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	(10)	586	690	520
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	50	(1,600)	(231)	(129)
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	4,937	425	8,396	10,283
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	(269)	(173)	(328)	(307)
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	0	4	-	-
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-	(954)	-	-
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	-	-	-	-
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-	-	-	-
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	-	-	-	-
Cổ tức và tiền lãi nhận được	326	371	390	409
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	57	(753)	61	102
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	-	-	-	-
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	-	-	-	-
Tiền thu được các khoản đi vay	13,328	40,530	(2,340)	(329)
Tiền trả các khoản đi vay	(15,223)	(35,758)	-	-
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(508)	(2)	-	(930)
Tiền lãi đã nhận	-	-	-	-
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	(2,403)	4,770	(2,340)	(1,259)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2,591	4,442	6,117	9,126
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	5,762	8,352	12,793	18,909
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	8,352	12,793	18,909	28,035

Nguồn: Báo cáo công ty & KB Securities Vietnam

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ VND)	2019A	2020A	2021E	2022E
TÀI SẢN NGẮN HẠN	26,896	29,997	34,590	39,650
Tiền và tương đương tiền	8,352	12,793	18,909	28,035
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	4	958	958	958
Các khoản phải thu	9,972	7,814	8,929	8,317
Hàng tồn kho, ròng	8,515	8,387	7,857	7,948
TÀI SẢN DÀI HẠN	26,688	25,898	23,766	21,595
Phải thu dài hạn	534	534	560	588
Tài sản cố định	24,848	22,376	20,057	17,696
Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	-
Tài sản dở dang dài hạn	1,026	1,102	1,167	1,229
Đầu tư dài hạn	10	10	11	12
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	53,584	55,895	58,356	61,245
NỢ PHẢI TRẢ	19,530	24,830	23,246	23,517
Nợ ngắn hạn	12,916	20,407	19,368	20,050
Phải trả người bán	7,068	7,005	7,355	7,723
Người mua trả tiền trước	4	4	5	5
Doanh thu chưa thực hiện ngắn hạn	-	-	-	-
Vay ngắn hạn	1,106	9,969	8,233	8,388
Nợ dài hạn	6,614	4,423	3,878	3,467
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	-	-	-	-
Người mua trả tiền trước dài hạn	-	-	-	-
Doanh thu chưa thực hiện	-	-	-	-
Vay dài hạn	5,192	3,022	2,418	1,934
VỐN CHỦ SỞ HỮU	34,054	31,065	35,110	37,728
Vốn góp	31,005	31,005	31,005	31,005
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-
Lãi chưa phân phối	2,975	28	4,055	6,651
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	71	29	29	29

Chỉ số chính

	2019A	2020A	2021E	2022E
Chỉ số định giá				
P/E	9.13	-10.89	10.63	9.82
P/E pha loãng	9.13	-10.89	10.63	9.82
P/B	0.75	0.99	1.87	1.89
P/S	0.25	0.53	0.64	0.68
P/Tangible Book	1.02	1.37	3.28	4.03
P/Cash Flow	5.15	72.24	7.83	6.93
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	5.73	-86.49	8.39	8.25
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	11.05	-14.03	11.93	11.38
Khả năng sinh lời				
ROE%	8.78	-8.78	18.58	19.83
ROA%	5.38	-5.22	10.76	12.08
ROIC%	8.08	-11.08	28.06	40.36
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	0.65	0.63	0.98	1.40
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.42	1.06	1.49	1.86
Tỷ suất thanh toán hiện thời	2.08	1.47	1.79	1.98
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.15	0.10	0.07	0.05
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.10	0.05	0.04	0.03
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.03	0.32	0.23	0.22
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.02	0.18	0.14	0.14
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.38	0.66	0.55	0.53
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.24	0.37	0.33	0.33
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.57	0.80	0.66	0.62
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.36	0.44	0.40	0.38
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	10.29	6.15	11.54	11.40
Hệ số quay vòng HTK	11.59	6.86	12.67	13.27
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	13.18	6.90	12.16	11.83

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, 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:	Năm 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.