

RONGVIET
SECURITIES



BÁO CÁO TRIỂN VỌNG NGÀNH

6 THÁNG CUỐI NĂM





NGÀNH DẦU KHÍ

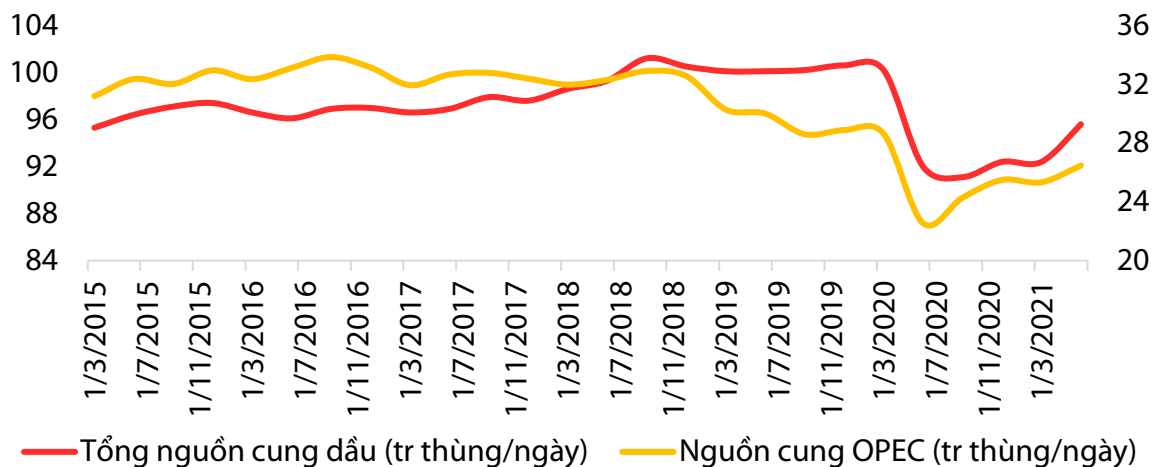
**KHÔNG PHẢI AI CŨNG HƯỞNG
LỢI NHỜ GIÁ DẦU CAO**



Trần Hà Xuân Vũ - vu.thx@vdsc.com.vn



Hình 1: Nguồn cung OPEC (phải) và nguồn cung dầu thế giới (trái)



Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

OPEC+ duy trì thỏa thuận cắt giảm

- OPEC và các đồng minh, được gọi là OPEC + đã và đang áp dụng thỏa thuận cắt giảm nhưng dần nới lỏng mức cắt giảm từ 7,2 triệu thùng/ngày xuống 5,8 triệu thùng/ngày trong nửa đầu năm 2021.
- Xung đột giữa UAE và Saudi Arabia làm thị trường quan ngại về việc kết thúc thỏa thuận sớm hơn dự kiến. Tuy nhiên, thỏa hiệp giữa 2 bên đã được thực hiện và OPEC+ sẽ tăng sản lượng lên 0,4 triệu thùng/ngày hàng tháng để chấm dứt việc cắt giảm vào tháng 9/2022.

Nguồn cung dự kiến sẽ tăng cùng với việc nới lỏng thỏa thuận cắt giảm

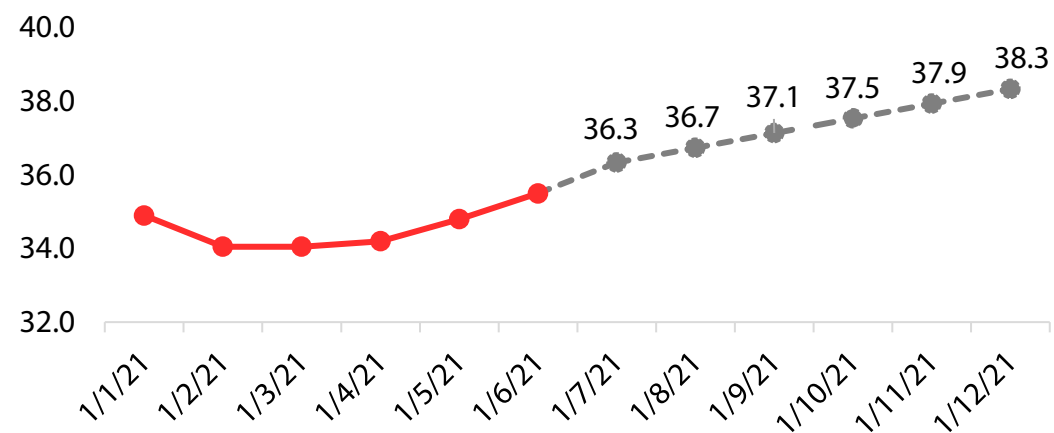
- Năm 2021, nguồn cung dầu thế giới dự kiến đạt 94,5 triệu thùng/ngày, theo báo cáo của OPEC. Trong khi IEA dự kiến nguồn cung dầu đạt 95,3 triệu thùng/ngày trong năm 2021.

Bảng 2: Các thỏa thuận cắt giảm của OPEC+

Thời gian	Sự kiện
07/2019	OPEC+ gia hạn mức cắt giảm 1,2 triệu thùng/ngày đến tháng 3 năm 2020.
12/2019	OPEC+ tăng mức cắt giảm từ 1,2 triệu thùng/ngày lên 2,1 triệu thùng/ngày
04/2020	OPEC+ đồng ý giảm nguồn cung 9,7 triệu thùng/ngày cho đến tháng 6/2020.
07/2020	OPEC+ thay đổi mức cắt giảm từ 9,7 triệu thùng/ngày xuống 7,7 triệu thùng/ngày
12/2020	OPEC+ thay đổi mức cắt giảm từ 7,7 triệu thùng/ngày xuống 7,2 triệu thùng/ngày
04/2021	OPEC+ thay đổi mức cắt giảm xuống 5,8 triệu thùng ngày từ tháng 5 đến tháng 6.
07/2021	OPEC+ đặt mục tiêu chấm dứt việc cắt giảm sản lượng vào tháng 9 năm 2022.

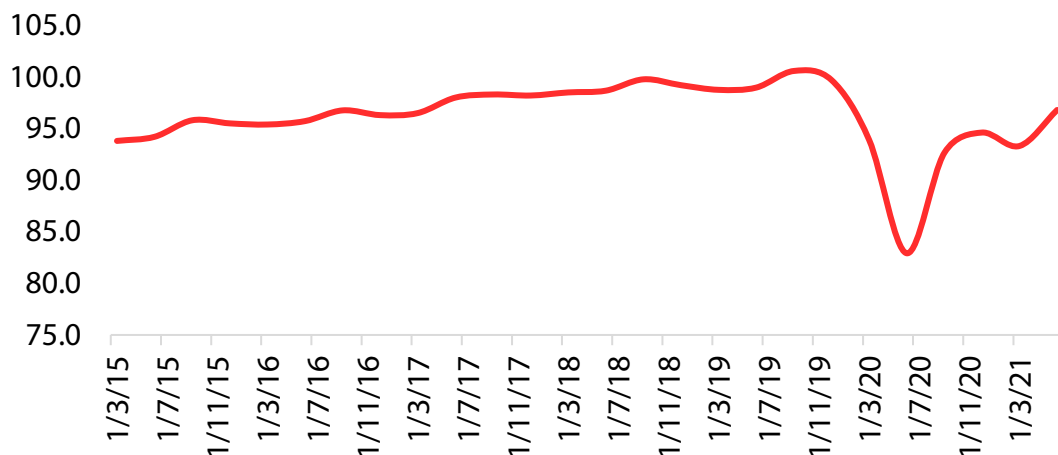
Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Sản lượng của OPEC+ đến cuối năm 2021



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Nhu cầu dầu thế giới (triệu thùng/ngày)



Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

Bảng 1: Thay đổi nhu cầu dầu theo khu vực (triệu thùng/ngày)

	T3/2020	T6/2020	T9/2020	T12/2020	T3/2021	T6/2021	Tổng*
Châu Phi	-0,1	-0,9	0,5	0,2	0,1	-0,1	0,7
Châu Mỹ	-2	-5,2	3,6	0,6	-0,3	1	4,9
Châu Á - TBD	-3,1	-1	1,7	2,1	-0,1	-0,4	3,3
Châu Âu	-0,8	-2,4	1,9	-0,3	-0,3	0,9	2,2
QG Hậu Xô-viết	-0,3	-0,6	0,8	0	-0,2	-0,1	0,5
Trung Đông	-0,5	-0,8	1,1	-0,4	-0,2	0,2	0,7
Tổng	-6,8	-10,9	9,6	2,2	-1,0	1,5	

Nguồn: CTCK Rồng Việt, * tính từ T9/2020

Nhu cầu dầu thế giới dần phục hồi kể từ Quý 3/2020

- Nhìn chung, nhu cầu dầu thế giới đang phục hồi từ mức đáy 82,9 triệu thùng/ngày kể từ quý 2/2020, chủ yếu đến từ khu vực châu Mỹ và châu Á/Thái Bình Dương.
- Vào cuối quý 2/2021, nhu cầu dầu thế giới đạt 96,8 triệu thùng/ngày, tăng 3,7% QoQ.

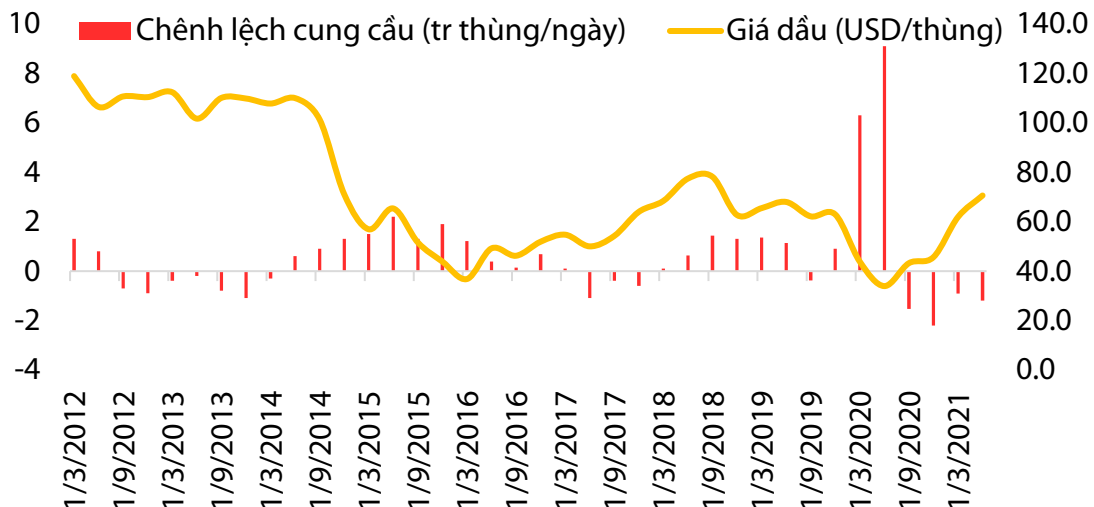
Sự phục hồi phụ thuộc vào việc kiểm soát đại dịch trong nửa đầu năm 2021

- Từ cuối năm 2020 đến quý 1/2021, nhu cầu từ khu vực Châu Á/Thái Bình Dương vượt trội hơn hẳn nhờ khả năng kiểm soát tốt Covid-19.
- Tuy nhiên, sự bùng phát từ đầu quý 2/2021 đã ảnh hưởng đến nhu cầu dầu ở Châu Á/Thái Bình Dương trong khi các chiến dịch tiêm chủng đã giúp nhu cầu dầu tăng trở lại ở Châu Mỹ và Châu Âu.

Nhu cầu dầu thế giới dự kiến sẽ cải thiện hơn vào năm 2021 và 2022

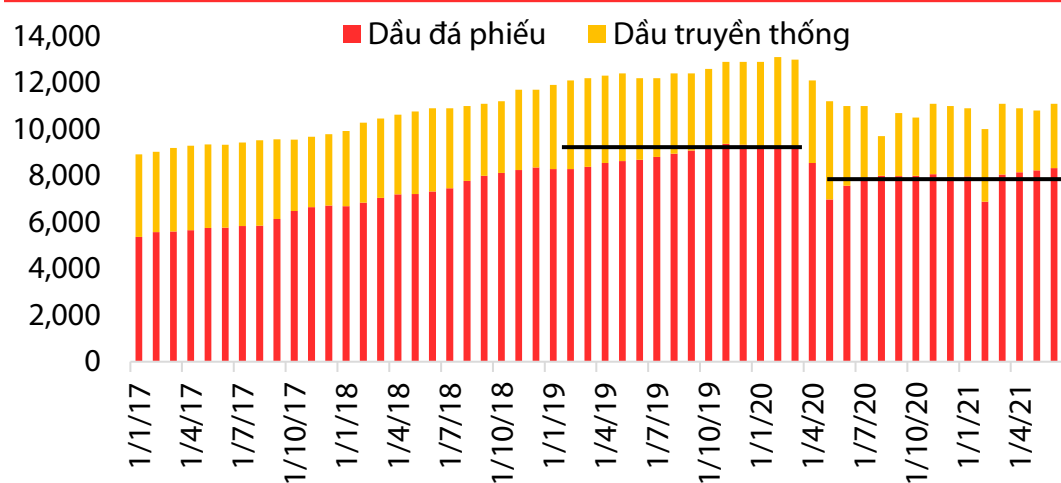
- Theo OPEC, nhu cầu dầu thế giới dự kiến sẽ tăng 6 triệu thùng/ngày lên 96,6 triệu thùng/ngày vào năm 2021. Trong khi IEA dự đoán tổng nhu cầu sẽ đạt 96,46 triệu thùng/ngày trong năm 2021.
- Đối với năm 2022, nhu cầu dầu thế giới được OPEC dự đoán sẽ tăng 3,3 triệu thùng/ngày lên 99,9 triệu thùng/ngày nhờ vào tăng cường các chiến dịch tiêm chủng có thể thúc đẩy tăng trưởng kinh tế toàn cầu. Trong khi IEA dự kiến nhu cầu dầu sẽ trở lại mức trước đại dịch vào cuối năm 2022 ~ trên 100 triệu thùng/ngày.

Hình 4: Chênh lệch cung - cầu (trái) và giá dầu Brent (phải)



Nguồn: IEA, CTCK Rồng Việt

Hình 5: Sản lượng dầu Mỹ (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Rystad Energy, RongViet Securities

Giá dầu ghi nhận mức tăng tốt trong nửa đầu 2021, một phần nhờ sản lượng dầu đá phiến thấp

- Do cầu vượt cung, giá dầu Brent đã tăng ấn tượng từ 51,8 USD/thùng lên 75,1 USD/thùng, tương đương mức tăng 45%.
- Bên cạnh đó, đà tăng mạnh mẽ của dầu còn được hỗ trợ từ hoạt động ít sôi nổi của dầu đá phiến ở Mỹ. Khối lượng dầu đá phiến vẫn duy trì thấp so với mức cao kỷ lục mặc dù giá dầu đã vượt xa điểm hòa vốn của dầu đá phiến. Và nguyên nhân đến từ việc các công ty dầu đá phiến đang tập trung vào việc cải thiện lợi nhuận hơn là sản lượng.

Giá dầu Brent dự kiến khoảng 70 - 80 USD / thùng

- Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA) dự kiến giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 72 USD/thùng trong 2H2021 và trung bình 67 USD/thùng vào năm 2022
- Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley: 80 USD/thùng trong 2H2021. Morgan Stanley cho rằng dầu Brent sẽ giao dịch ở giá từ 75 USD đến 80 USD cho đến giữa năm 2022

Các công ty thượng nguồn vẫn đang chờ các dự án dầu khí lớn

- Phụ thuộc vào các dự án dầu khí, các công ty thượng nguồn đã không được hưởng lợi do các dự án lớn bị đình trệ. Giá dầu cao chỉ là điều kiện cần để các dự án quan trọng được xem xét.
- KQKD 6T2021 không mấy khả quan do ảnh hưởng từ Covid 19 và không có nhiều dự án dầu khí mới ở trong nước. Trong nửa cuối năm, việc đấu thầu Block B có thể là “cứu cánh” cho những công ty thượng nguồn. Tuy nhiên, việc triển khai dự án này vẫn là một câu hỏi.

Các công ty trung nguồn và hạ nguồn ghi nhận kết quả khả quan trong nửa đầu năm

- Ngược lại, các công ty trung nguồn và hạ nguồn ghi nhận lợi nhuận tích cực trong 6T2021 nhờ xu hướng tăng ổn định của giá dầu, dẫn đến giá bán cao hơn hoặc cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp.
- Trong nửa cuối năm 2021, lợi nhuận từ các công ty trung nguồn và hạ nguồn có thể bị ảnh hưởng do dịch Covid 19 bùng phát tại Việt Nam. Đặc biệt, Hồ Chí Minh đã cùng với các tỉnh khác ở Đồng bằng sông Cửu Long thực hiện Chỉ thị 16 từ đầu tháng 7, dẫn đến nhu cầu sử dụng năng lượng thấp hơn.

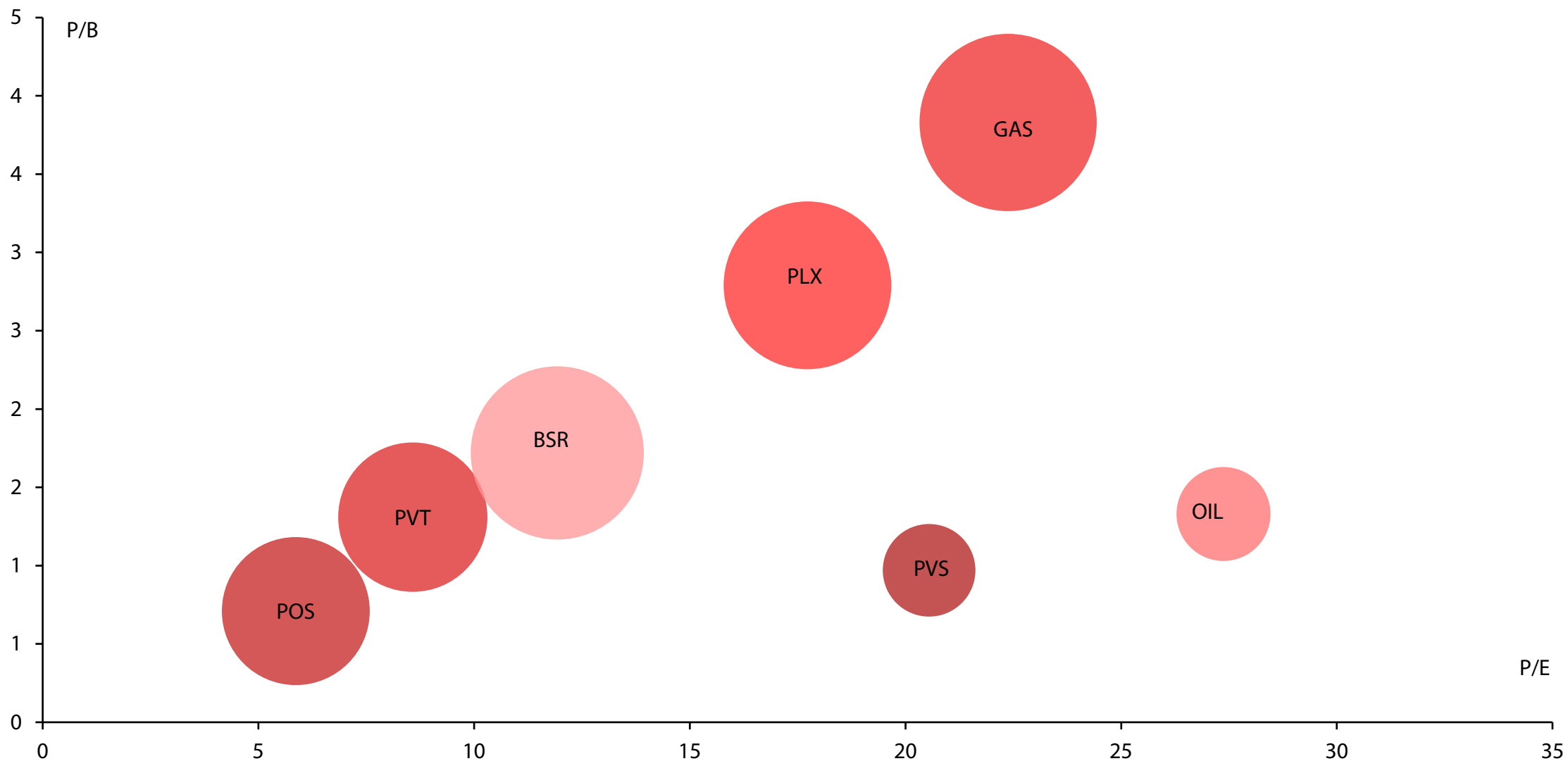
Bảng 2: KQKD của các công ty nửa đầu năm (triệu USD)

	Mã	Doanh thu			Lợi nhuận ròng			Nhận xét
		1H2020	1H2021	% Thay đổi	1H2020	1H2021	% Thay đổi	
Thượng nguồn	PVS	393	256	-35%	18	16	-16%	Không có đóng góp nào từ hợp đồng EPC mới.
	PVD	141	74	-47%	3	-3	-192%	Số lượng giàn khoan hoạt động trung bình và giá thuê giàn khoan đồng loạt giảm.
Trung nguồn	PVT	152	161	6%	14	20	39%	Đóng góp từ đội tàu mới và cải thiện tỷ suất lợi nhuận gộp.
	GAS	1.466	1.806	23%	187	195	4%	Doanh thu tăng đến từ tăng giá bán bình quân của khí khô.
Hạ nguồn	BSR	1.423	2.193	54%	-191	158	N/A	Tỷ lệ cracking spread tăng mạnh và sản lượng tiêu thụ ổn định.
	OIL	1.316	1.130	-14%	-16	21	N/A	Giá dầu ổn định hỗ trợ giá xăng trong nước.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng Doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN hoạt động (%)	Tăng trưởng LNST (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức (%)	P/E hiện tại (lần)	P/B hiện tại (lần)
PVD	7.727	19.600	-33,0	-56,1	8,0	-5,1	-82,5	1,1	0,0	0,0	0,0	2.617,8	0,6
PVS	11.901	24.400	0,7	-62,7	1,1	-1,9	-21,6	4,0	2,3	4,4	4,0	20,5	1,0
PVT	6.181	24.100	8,5	7,9	23,3	12,2	28,4	11,9	6,2	11,5	2,6	8,6	1,3
GAS	178.954	N/A	3,9	-11,4	17,0	13,0	-20,6	11,3	11,9	16,3	2,7	22,4	3,8
BSR	59.495	N/A	-10,1	1.767,5	9,4	6,2	-329,3	6,6	9,0	15,5	0,0	11,9	1,7
PLX	65.343	N/A	-12,0	112,5	4,3	2,9	169,2	2,9	6,1	15,2	2,3	17,7	2,8
OIL	13.050	N/A	-35,1	982,3	1,5	0,7	-317,9	1,4	2,1	4,6	0,0	27,4	1,3

Nguồn: Bloomberg, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ vòng tròn tương ứng với ROE. Giá cổ phiếu tại ngày 02/08/2021.

<MUA: 29%>

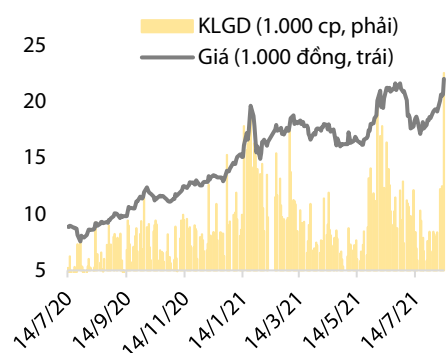
<GTT: 19.100>

<GMT: 24.100>

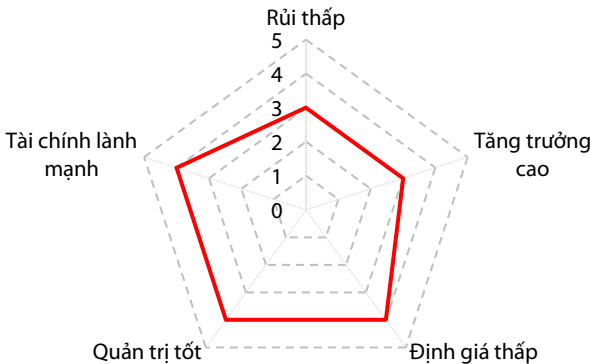
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



16,000
11,000
6,000
1,000



Ngành	Vận tải
Vốn hóa (tỷ đồng)	7,120
SLCPĐLH (triệu cp)	324
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)	5,087
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	100
SH NĐTNN còn lại (%)	24
ĐĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	9,1-22,0

Doanh thu	7.383	8.086	8.385
LNST	669	930	850
ROA (%)	6,0	0,0	6,0
ROE (%)	13,7	0,0	13,7
EPS (VND)	1.946	2.701	2.469
GTSS (VND)	15.096	17.296	19.266
Cổ tức tiền mặt (VND)	400	500	500
P/E (x) (*)	7,2	7,1	7,7
P/B (x) (*)	0,7	1,1	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Hoạt động kinh doanh cốt lõi - vận tải, phục hồi vào năm 2021

- Tàu chở dầu sẽ được hưởng lợi từ việc nhà máy lọc dầu Bình Sơn hoạt động ổn định do không có bảo trì trong năm nay. Hơn nữa, Bình Sơn ưu tiên sử dụng dầu thô trong nước, do đó chúng tôi kỳ vọng PVT có thể vận chuyển 5 triệu tấn cho Bình Sơn vào năm 2021, tăng 15,7% YoY. Tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất tiếp tục tăng trưởng nhờ sự đóng góp của các đội tàu mới - PVT Dawn, PVT Azura và một số tàu sẽ được bổ sung trong các quý tới. Tàu chở sản phẩm LPG được kỳ vọng sẽ duy trì đà tăng trưởng nhờ nhu cầu LPG ổn định từ thị trường nội địa cũng như mở rộng đội tàu với tàu VLGC.
- Chúng tôi dự báo mảng vận tải sẽ đạt doanh thu 5.099 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY.

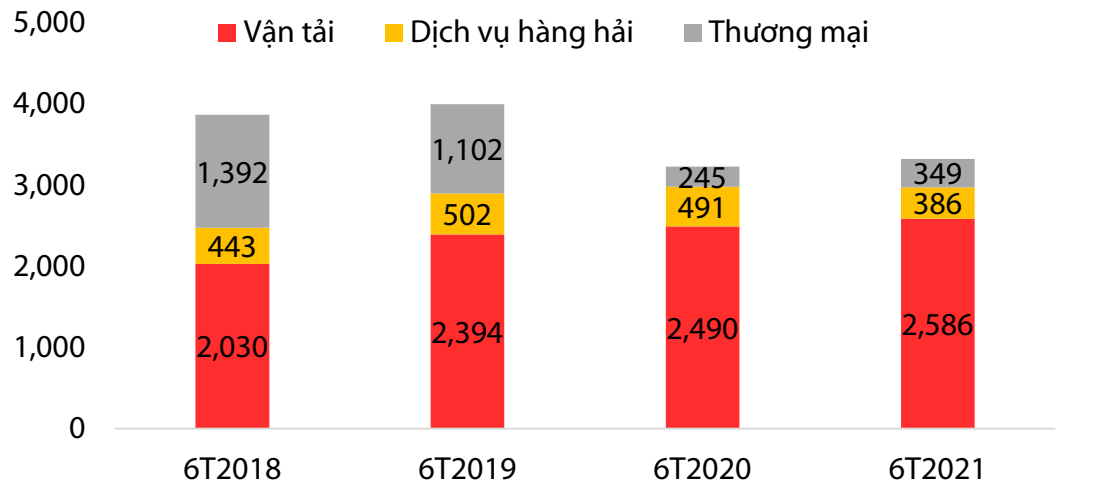
Lợi nhuận bất thường giúp lợi nhuận tăng đột biến

- Không chỉ hoạt động kinh doanh chính ghi nhận lợi nhuận khả quan, PVT được dự báo sẽ ghi nhận 180 tỷ đồng từ việc thanh lý tàu, giúp lợi nhuận tăng đột biến vào năm 2021.
- Năm 2021, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ dự kiến lần lượt là 8.086 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY và 930 tỷ VND, tăng 38,9% YoY.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

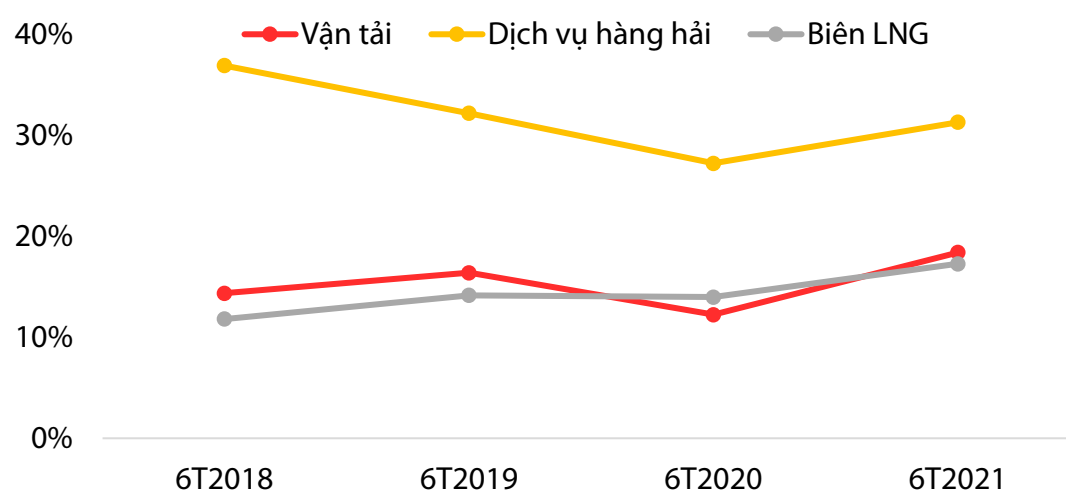
- Trong trường hợp không thanh lý tàu, tăng trưởng lợi nhuận năm 2021 sẽ thấp hơn nhiều so với kỳ vọng của chúng tôi.
- Giá dầu tăng có thể ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp của công ty do giá dầu nhiên liệu tăng cao.

Hình 1: Doanh thu theo mảng hoạt động (tỷ đồng)



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo mảng chính (%)

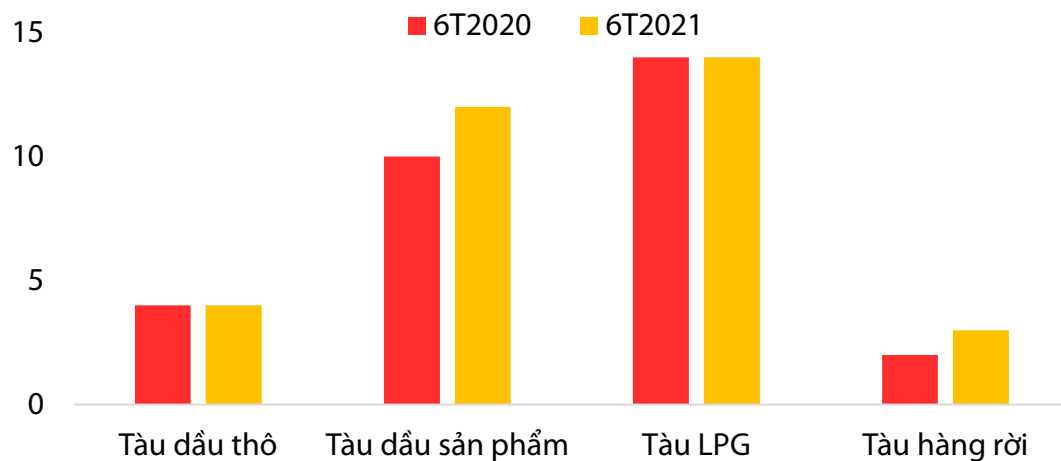


Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận ròng tăng mạnh nhờ vào mở rộng biên lợi nhuận gộp

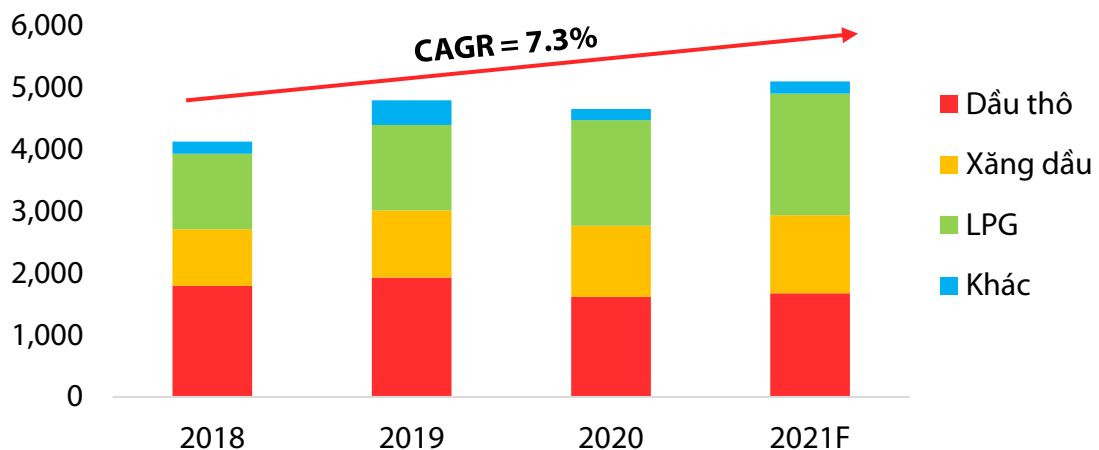
- Doanh thu mảng vận tải cải thiện trong 6T2021 với 2.586 tỷ đồng, tăng 3,8% YoY, trong khi dịch vụ hàng hải/dầu khí giảm 21% YoY xuống 386 tỷ đồng. Tổng cộng, PVT ghi nhận doanh thu 3.581 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021, tăng 5,5% YoY.
- Tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện đáng kể từ 14,2% (6T2020) lên 17,3% (6T2021), dẫn dắt bởi mảng vận tải.
- LNST của cổ đông công ty mẹ ghi nhận đạt 353 tỷ đồng trong 6T2021, tăng 35,4% YoY.

Hình 3: Đội tàu của PVT vào cuối quý 2/2021



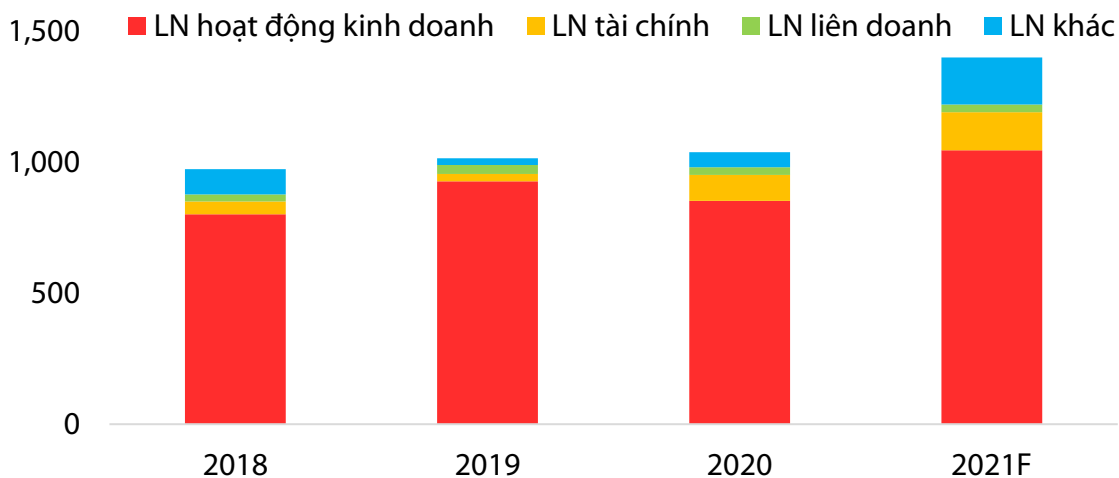
Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cơ cấu doanh thu vận tải (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 5: Dự báo cơ cấu LNNTT (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Mở rộng đội tàu và thanh lý tàu sẽ dẫn dắt tăng trưởng

- Trong tháng 7, PVT đã đầu tư một tàu VLGC và đã có được hợp đồng cho thuê định hạn khai thác 2 năm. Ngoài ra, PVT có kế hoạch mua thêm 2 tàu chở hóa chất trong nửa cuối năm 2021.
- Chúng tôi kỳ vọng rằng PVT sẽ thanh lý tàu Athena vào quý 4/2021 và đóng góp thêm 180 tỷ đồng vào LNNTT, giúp lợi nhuận nửa cuối 2021 tốt hơn nửa đầu 2021. Cụ thể, LNNTT của cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 577 tỷ đồng trong sáu tháng cuối năm, tăng 63% so với nửa đầu năm.
- Chúng tôi dự báo PVT sẽ đạt 8.086 tỷ đồng doanh thu và 930 tỷ đồng LNNTT từ cổ đông công ty mẹ vào năm 2021, lần lượt tăng 9,5% YoY và 38,9% YoY. Trong đó, riêng mảng vận tải đạt doanh thu 5.099 tỷ đồng, tăng 9,5% YoY.

PVT sẽ tiếp tục chiến lược liên hiệp đội tàu trong những năm tới

- Đối với đội tàu chở dầu thô, PVT sẽ đầu tư thêm ít nhất 2 tàu Aframax và 1 tàu VLCC (cho Nghi Sơn).
- Về đội tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất, PVT sẽ ưu tiên tập trung vào tàu chở hóa chất do nhu cầu đối với loại tàu này cao hơn và tỷ suất lợi nhuận gộp tốt hơn tàu chở sản phẩm dầu.
- Đối với đội tàu LPG, PVT sẽ mua một VLGC khác thông qua Gas Shipping - một trong những công ty con của tập đoàn này.

<TÍCH LŨY: 2%>

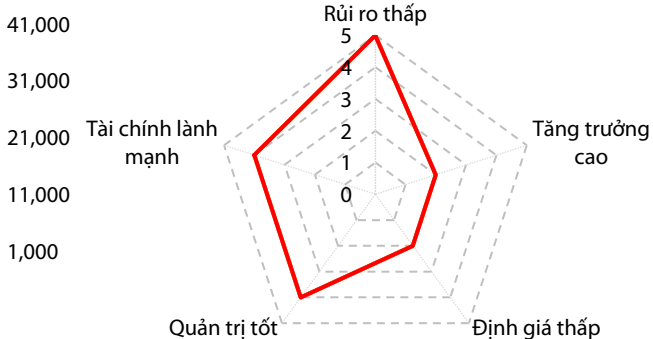
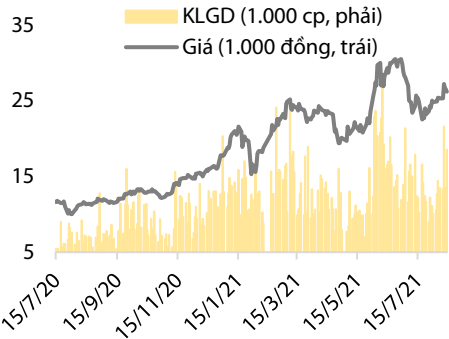
<GTT: 24.900>

<GMT: 24.400>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH

2020A 2021F 2022F



Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	12,522
SLCPĐLH (triệu cp)	478
KLBO 3 tháng (nghìn cp)	14,188
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	380
SH NĐTNN còn lại (%)	21
BĐ giá 52 tuần (nghìn đồng)	11,2-30,5

Doanh thu	20.180	13.289	15.584
LNST	624	796	670
ROA (%)	2,4	3,1	2,5
ROE (%)	5,1	6,3	5,2
EPS (VND)	1.046	1.499	1.262
GTSS (VND)	25.462	26.256	26.812
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	700	700
P/E (x) (*)	23,8	16,6	19,7
P/B (x) (*)	1,0	0,9	0,9

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Các dự án dầu khí tiềm năng bù đắp cho sự thiếu hụt hợp đồng mới từ mảng M&C trong năm 2021

- Trong năm 2021, PVS sẽ tiếp tục triển khai các dự án dầu khí hiện tại mà không có bất kỳ đóng góp nào từ các hợp đồng EPC mới do sự ảm đạm trong khâu thương nguồn. Tuy nhiên, vẫn còn rất nhiều dự án tiềm năng trong nước có thể triển khai trong tương lai. Và PVS có thể thắng thầu những dự án trên nhờ vào vị thế dẫn đầu trong mảng xây lắp.
- Gần đây, PVS đã nhận được hai hợp đồng EPC với giá trị dự kiến lên tới 500 triệu USD. Hai hợp đồng này sẽ được ghi nhận cho giai đoạn 2022-2023.

Lợi nhuận liên doanh dự kiến tăng đột biến trong năm 2021

- FPSO Lam Sơn gia hạn hợp đồng đến tháng 6/2022, đây có thể là cơ sở để PVS hoàn nhập dự phòng trước đó vào năm 2021. Bên cạnh đó, FSO Sao Vàng sẽ được ghi nhận cả năm 2021. Chúng tôi dự báo PVS sẽ ghi nhận 674 tỷ đồng lợi nhuận liên doanh liên kết trong năm 2021, cao hơn 3,5 lần so với năm 2020.

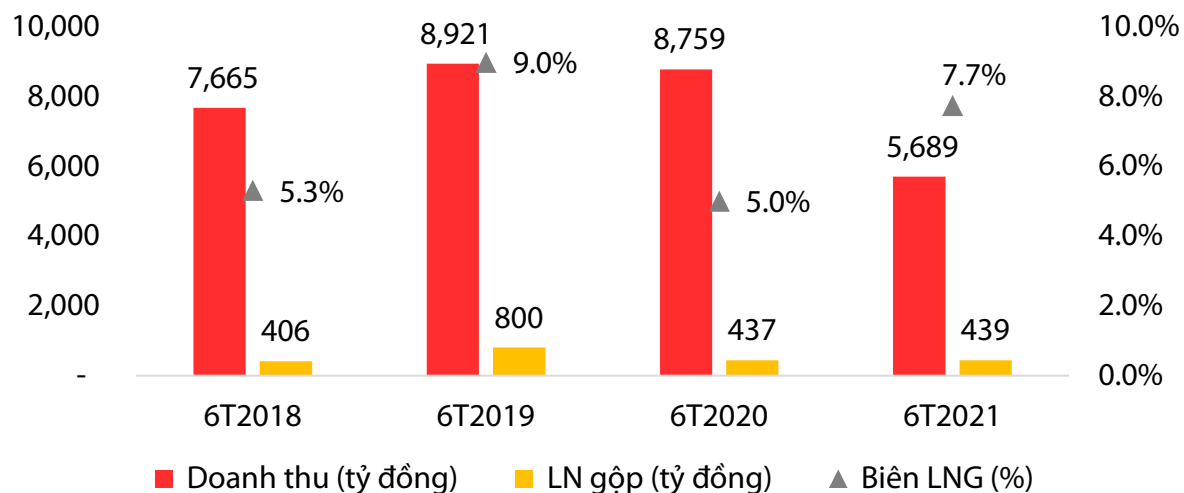
Bảo dưỡng công trình xây dựng sẽ thúc đẩy KQKD năm 2021

- Chúng tôi cho rằng PVS sẽ tiếp tục hoàn nhập các chi phí bảo dưỡng công trình xây dựng vào năm 2021 với giá trị ước tính là 370 tỷ đồng.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

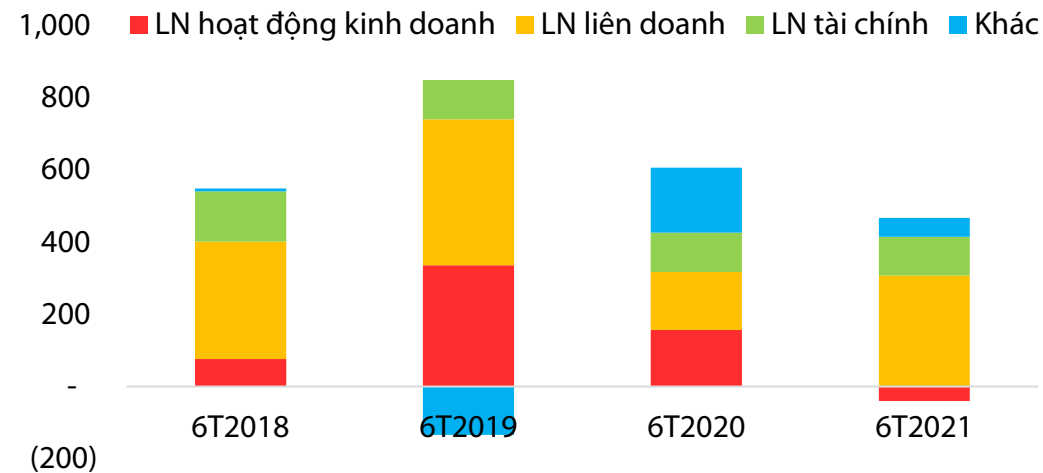
- Tiến độ chậm có thể làm trì hoãn các dự án dầu khí lớn và giá dầu giảm sẽ ảnh hưởng tiêu cực lên giá cổ phiếu
- PVS có thể không thực hiện hoàn nhập các bảo hành công trình vào năm 2021, dẫn đến lợi nhuận sụt giảm.

Hình 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp (trái) và biên lợi nhuận gộp (phải)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu LNNTT (tỷ đồng)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt, LN hoạt động kinh doanh = lợi nhuận gộp - chi phí bán hàng, quản lý

Biên lợi nhuận được cải thiện nhưng trích lập dự phòng làm giảm lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

- Doanh thu 6T2021 giảm 35% YoY xuống còn 5.689 tỷ đồng nhưng tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện giúp duy trì lợi nhuận gộp ở mức 439 tỷ đồng. Tuy nhiên, việc trích lập dự phòng các khoản phải thu đã đẩy chi phí bán hàng và quản lý lên cao dẫn đến lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ghi nhận lỗ.
- Đáng chú ý, doanh thu bị ảnh hưởng khi mảng xây lắp không ghi nhận thêm hợp đồng EPC mới nào kể từ đầu năm 2021.

Bất chấp lợi nhuận liên doanh tăng vọt, lợi nhuận khác giảm kéo KQKD đi xuống

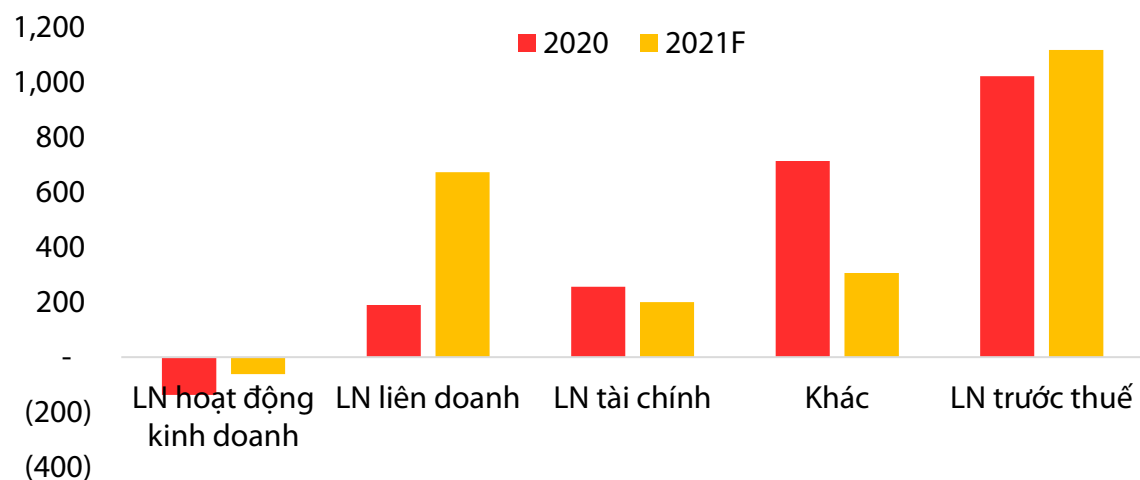
- Trong 6T2020, PVS đã hoàn nhập 180 tỷ đồng chi phí bảo hành công trình xây dựng trong khi chỉ hoàn nhập 13 tỷ đồng trong 6 tháng đầu năm 2021. Cùng với việc lỗ từ hoạt động kinh doanh, LNNT công ty mẹ chỉ đạt 308 tỷ đồng, giảm 18,3% YoY.
- Lợi nhuận của liên doanh đạt kết quả ấn tượng với 307 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2021, tăng 91% YoY.

Hình 3: Bảo dưỡng công trình xây dựng tại một số dự án (tỷ đồng)

	2017	2018	2019	2020	2Q21
Sư Tử Trắng	275	275	275	275	275
Daman	55	55	55	55	55
Gallaf	-	-	61	193	189
Sao Vàng Đại Nguyệt	-	-	482	573	560
NH3	-	-	10	10	8
NPK	-	-	5	5	5

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Chi tiết lợi nhuận trước thuế



Nguồn: CTCK Rồng Việt

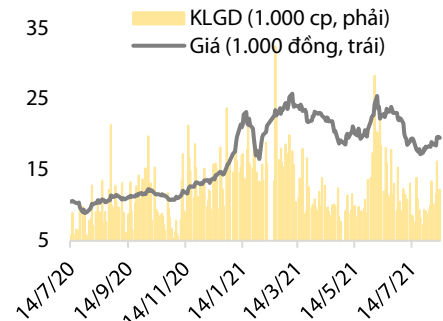
Lợi nhuận hoạt động ghi nhận lỗ trong khi lợi nhuận của liên doanh sẽ dẫn dắt lợi nhuận cả năm 2021

- Năm 2021, dự báo doanh thu sẽ giảm 34,1% xuống 13.289 tỷ đồng do thiếu hợp đồng mới từ mảng M&C. Mặc dù biên lợi nhuận gộp được cải thiện, chúng tôi dự báo lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sẽ ghi nhận lỗ -62 tỷ đồng cho năm 2021.
- Do đó lợi nhuận năm 2021 sẽ dựa vào lợi nhuận tài chính, liên doanh và lợi nhuận khác (bảo hành công trình xây dựng). Đặc biệt, lợi nhuận của liên doanh sẽ đạt kết quả ấn tượng trong năm 2021 với 674 tỷ đồng nhờ FPSO Lam Sơn và FSO Sao Vàng, cao hơn 3,5 lần so với năm 2020.
- LNST công ty mẹ dự kiến đạt 796 tỷ đồng, tăng khoảng 27,5% YoY.

Tiềm năng từ các dự án dầu khí lớn

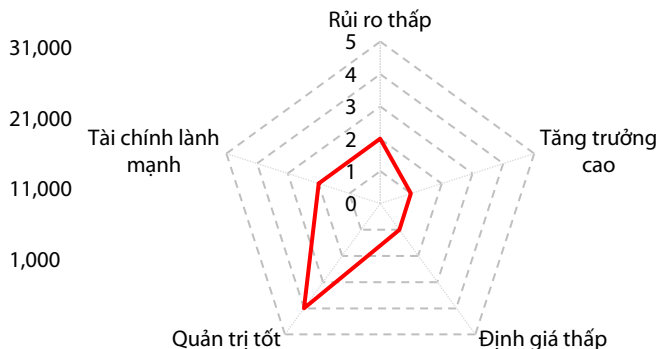
- Do hoạt động thượng nguồn trong nước kém “sôi động”, mảng M&C sẽ bị ảnh hưởng. Nhưng trong tương lai sẽ có những dự án dầu khí khổng lồ như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Bàu Kén. PVS có thể hưởng lợi nhờ vị thế dẫn đầu của mình trong mảng M&C.

<TÍCH LŨY: 6,8%>



<GTT: 18.350>

<GMT: 19.600>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa thị trường (nghìn USD)	8,212
SLCPĐLH	421
KLGD bình quân 3T (nghìn)	8,326
GTGD bình quân 3T (tỷ đồng)	178
Sở hữu NĐTNN còn lại (%)	42
Giá 52 tuần ('000 đồng)	10,4-25,7

TÀI CHÍNH

	2019A	2020A	2021F
Doanh thu	4.368	5.228	3.900
LNST công ty mẹ	184	184	24
ROA (%)	0,9	0,9	0,1
ROE (%)	1,3	1,3	0,2
EPS (VND)	304	278	56
Giá trị sổ sách (đồng)	32.551	32.718	32.774
Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
P/E (x) (*)	49,5	58,3	327,4
P/B (x) (*)	0,5	0,5	0,6

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

HĐKD cải thiện nửa cuối năm nhưng 2021 vẫn là một năm đầy khó khăn và có thể là 2022

- Nhờ hiệu suất sử dụng giàn khoan phục hồi trong nửa cuối năm 2021 khi các giàn khoan được đảm bảo công việc đến hết 2021, chúng tôi dự đoán lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính sẽ khả quan hơn. Tuy nhiên, PVD vẫn được dự báo ghi nhận lỗ 15 tỷ đồng cho năm 2021 do giá thuê giàn thấp và công ty trích dự phòng phải thu của Kris Energy.
- Trong dài hạn, PVD có thể ký được các hợp đồng khoan lớn nhờ việc khởi công các dự án dầu khí trọng điểm trong nước. Tuy nhiên trước khi điều này xảy ra, công ty phải tìm kiếm cơ hội công việc khác trong khu vực Đông Nam Á ít nhất là đến năm 2022, nơi đang đối mặt với giá thuê giàn khoan thấp cũng như cạnh tranh gay gắt.

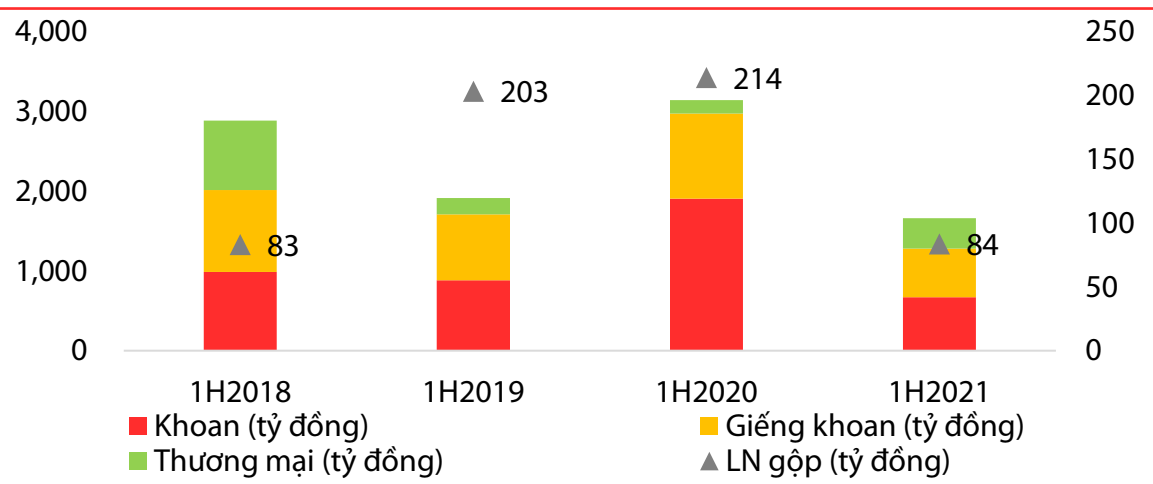
Lợi nhuận khác đến từ hoàn nhập dự phòng của PVEP và dòng tiền ổn định từ PVD V

- Tính đến cuối Q2/2021, vẫn còn 73 tỷ đồng phải thu từ PVEP. Trong trường hợp thu được số tiền này, PVD có thể hoàn nhập 73 tỷ đồng vào lợi nhuận năm 2021.
- Dự kiến hoạt động từ tháng 10/2021, PVD V được kỳ vọng sẽ mang lại dòng tiền ổn định để PVD hoàn tất các nghĩa vụ nợ của mình.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

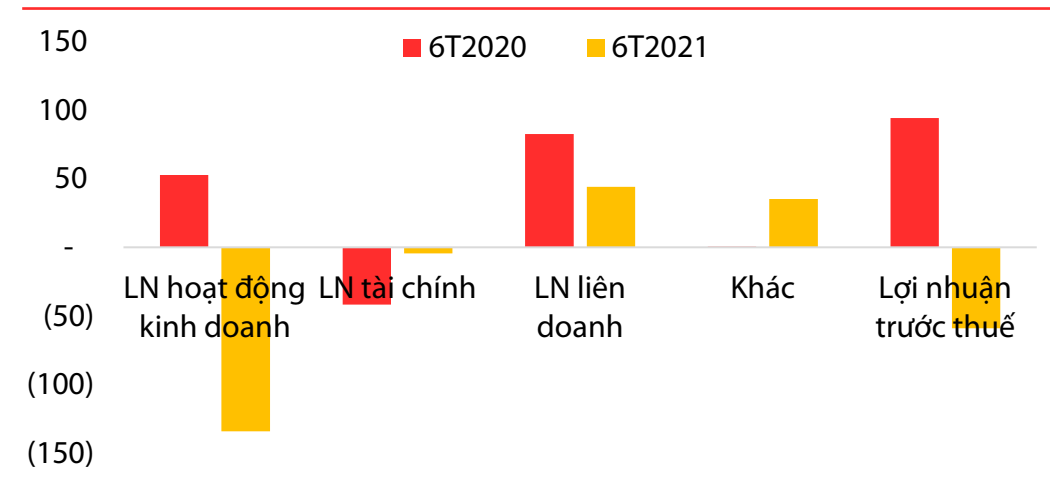
- Tiến độ chậm có thể khiến các dự án dầu khí lớn bị trì hoãn lâu hơn. Bên cạnh đó, giá dầu giảm có thể tác động tiêu cực đến giá cổ phiếu.
- PVD không thể thu hồi nợ từ PVEP, kéo theo lợi nhuận thực tế năm 2021 thấp hơn kỳ vọng.

Hình 1: Doanh thu theo lĩnh vực (trái), tổng lợi nhuận gộp (phải)



Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)

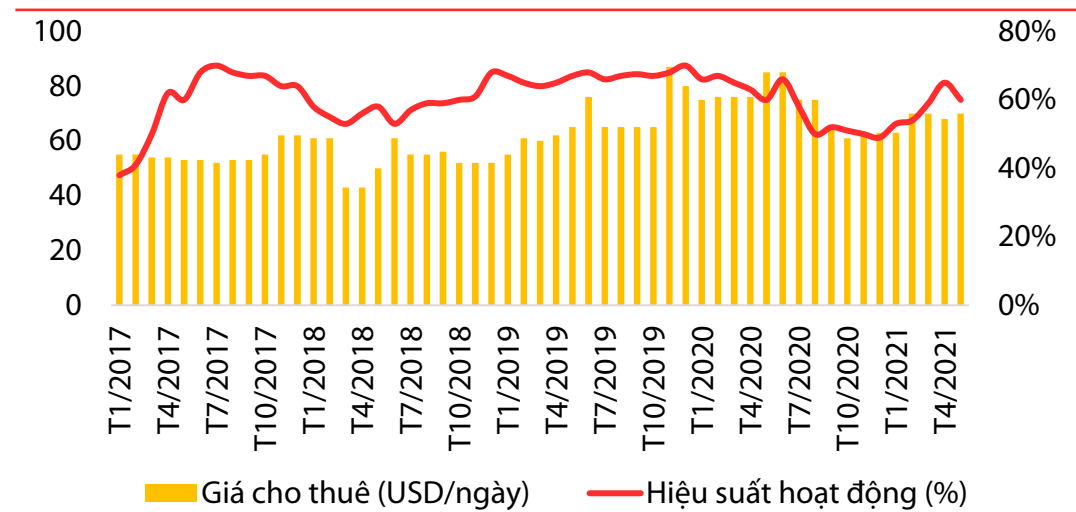


Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt, lợi nhuận hoạt động = lợi nhuận gộp - chi phí SG&A

Mảng khoan giảm cộng với trích lập dự phòng ảnh hưởng lên lợi nhuận nửa đầu năm

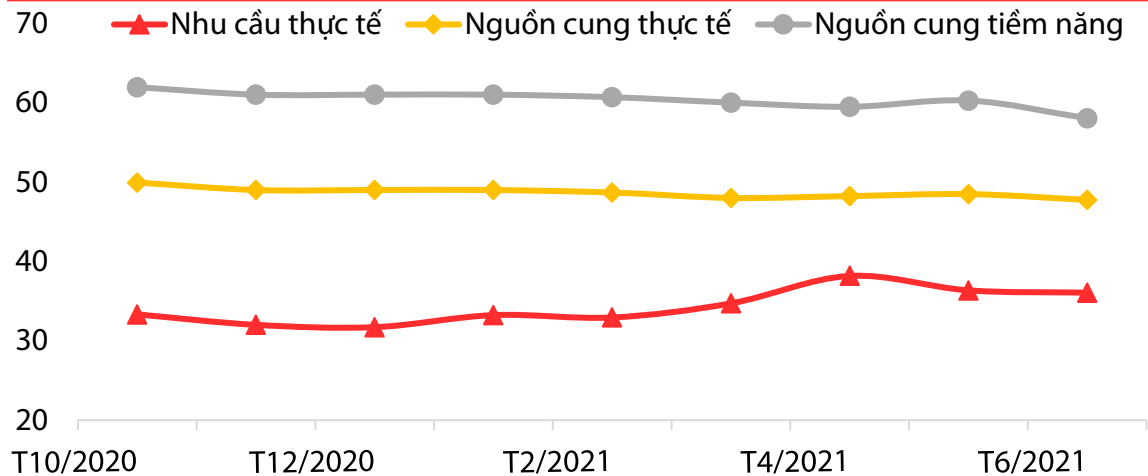
- Dịch vụ khoan đạt 673 tỷ đồng doanh thu, giảm 64,6% YoY do giá thuê giàn và hiệu suất sử dụng giàn thấp so với cùng kỳ. Cụ thể, chỉ có 2,9 giàn khoan hoạt động trong 6T2021, tương ứng với hiệu suất sử dụng đạt 72%, thấp hơn mức 88% trong 6T2020. Bên cạnh đó, giá thuê giàn trong nửa đầu năm 2021 ước tính giảm 20% YoY.
- PVD đã trích lập dự phòng phải thu 38 tỷ đồng trong khi hoàn nhập 43 tỷ đồng từ Quỹ Khoa học và Công nghệ. Tuy nhiên, doanh thu sụt giảm khiến LNST công ty mẹ ghi nhận lỗ 95 tỷ đồng trong 6T2021, so với lợi nhuận 86 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Hình 3: Hiệu suất sử dụng giàn (phải), giá thuê giàn (trái) ở ĐNÁ



Nguồn: IHS, CTCK Rồng Việt

Hình 4: Cung và cầu giàn khoan ở Đông Nam Á



Nguồn: IHS, tháng 6/2021

Bảng 1: Tiến độ cho thuê giàn khoan năm 2021

Hợp đồng	
PVD I	+ Cửu Long JOC: Từ tháng 4/2021 đến tháng 9/2021. + Làm việc tại Việt Nam đến hết năm 2021.
PVD II	+ Vietsovpetro: Từ tháng 1/2021 đến tháng 7/2021. + Hoàng Long JOC: Từ tháng 8/2021 đến hết năm 2021.
PVD III	+ Vietsovpetro: Từ tháng 1/2021 đến tháng 7/2021. + JVPC: Từ tháng 7/2021 đến tháng 9/2021. + Nhận được thư quan tâm từ Repsol Malaysia (400 ngày).
PVD VI	+ ENI: Từ tháng 3/2021 đến tháng 10/2021. + Thăng Long JOC: Từ tháng 11/2021 đến hết năm 2021.
PVD V (TAD)	+ Lắp đặt tháp khoan DES để làm việc cho BSP từ tháng 10/2021.

Nguồn: PVD

Việc làm cho các giàn khoan được đảm bảo, thúc đẩy lợi nhuận nửa cuối năm

- Do hầu hết các giàn khoan đã được bảo đảm công việc từ tháng 6 trở đi, mảng khoan dự kiến sẽ phục hồi trong nửa cuối năm với hiệu suất sử dụng giàn dự kiến lên đến 96%, dẫn đến hiệu suất cả năm đạt 85%. Chúng tôi dự báo doanh thu mảng khoan đạt VND1.176 tỷ đồng nửa cuối 2021, tăng 74% so với nửa đầu năm. Tuy nhiên, doanh thu mảng khoan 2021 chỉ đạt 1.849 tỷ đồng, giảm 40% YoY. Tổng doanh thu giảm 25,4% YoY còn 3.900 tỷ đồng trong năm 2021.
- Việc trích lập dự phòng từ Kris Energy và biên lợi nhuận gộp thu hẹp có thể khiến hoạt động kinh doanh cốt lõi lỗ 16 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PVD sẽ hoàn nhập Quỹ Khoa học và Công nghệ tránh thua lỗ như kế hoạch đề ra cho năm 2021.

Tiềm năng từ các dự án dầu khí lớn nhưng vẫn phải đối mặt với khó khăn trong ngắn hạn

- Do các hoạt động thượng nguồn trong nước không “sôi động”, các hoạt động thăm dò tìm kiếm sẽ không mang lại nhiều việc làm cho các giàn khoan của PVD. Tuy nhiên trong tương lai, những dự án dầu khí trọng điểm được khởi công như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Kèn Bầu sẽ giúp PVD có được những hợp đồng lớn nhờ vị thế dẫn đầu trong mảng khoan. Trước mắt, PVD phải tìm kiếm cơ hội ở khu vực Đông Nam Á, nơi đang đối mặt với giá thuê giàn thấp và cạnh tranh khốc liệt.

RONGVIET
SECURITIES



CÔNG TY CP CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P. Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh

vdsc.com.vn



Nguyễn Thị Phương Lam
Giám đốc Khối Trung tâm Phân tích
F: + 84 28 6299 2006 (Ext: 1313)
E: lam.ntp@vdsc.com.vn

Nguyễn Anh Vũ
Giám đốc Khối Khách hàng Tổ chức
F: + 84 8 6299 2006 (Ext: 1367)
M: vu.na@vdsc.com.vn