

NGÀNH DẦU KHÍ

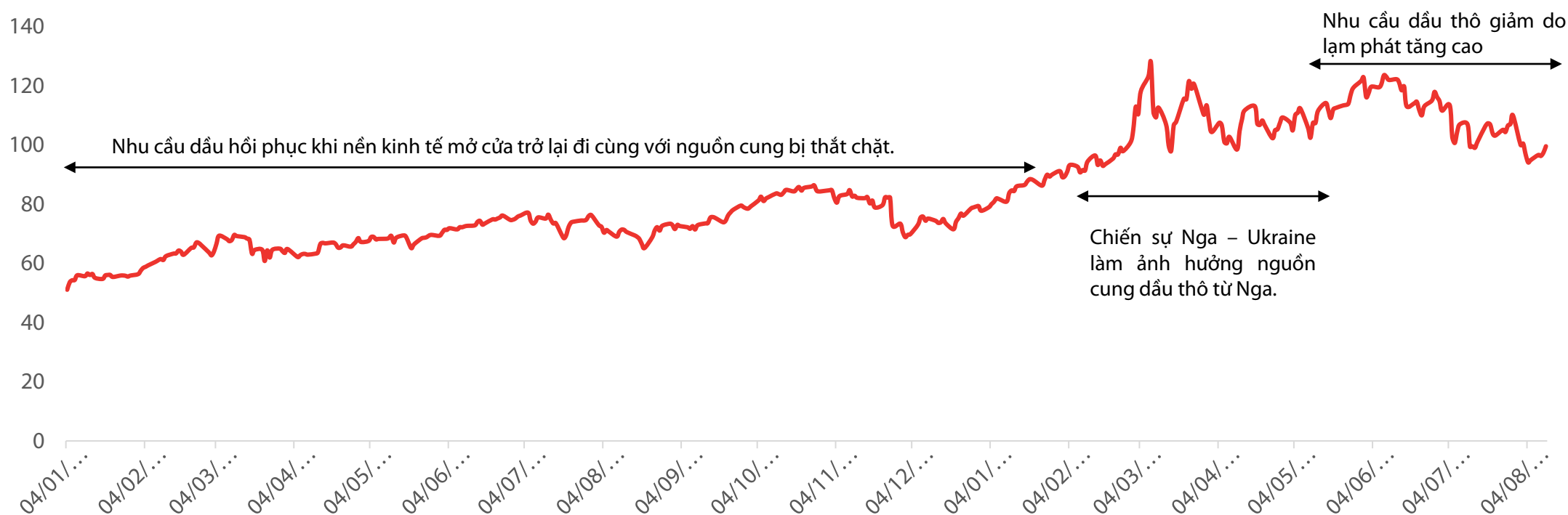
**GIÁ DẦU TRONG CƠ BỐ
LẠM PHÁT**



Trần Hà Xuân Vũ – vu.thx@vdsc.com.vn



Hình 1: Diễn biến giá dầu và các sự kiện liên quan

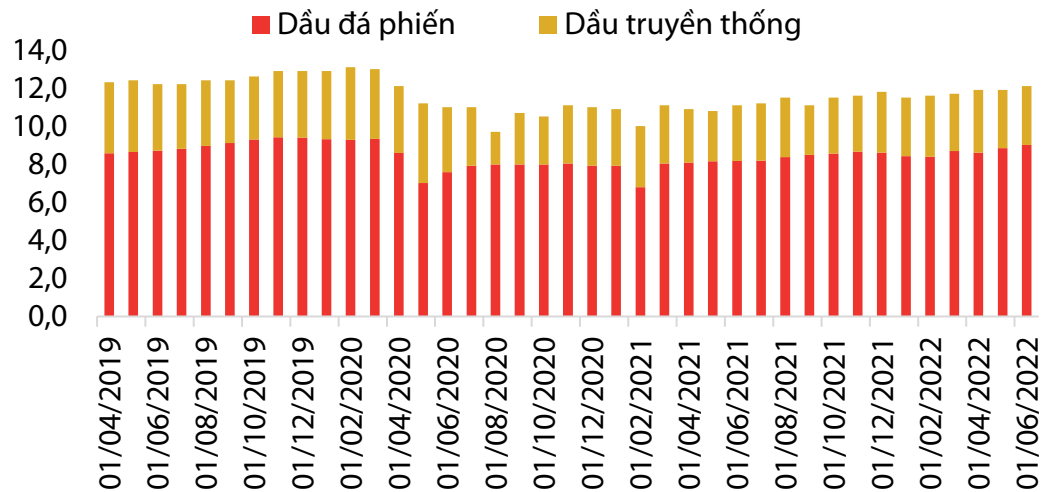


Nguồn: CTCK Rồng Việt

Giá dầu biến động khi cuộc chiến Nga - Ukraine nổ ra và có xu hướng giảm khi lạm phát tăng cao

- Sau đại dịch, nhu cầu dầu thô tăng trưởng mạnh trở lại trong bối cảnh nguồn cung thắt chặt đã thúc đẩy giá dầu từ cuối 2021. Bên cạnh đó, các lệnh cấm vận lên Nga - một trong ba nhà sản xuất dầu thô lớn của thế giới đã đẩy giá dầu thô tăng mạnh do lo ngại nguồn cung bị gián đoạn. Trong tháng 5, giá dầu Brent đã đạt đỉnh hơn 120 USD/thùng.
- Tuy nhiên, lạm phát tăng cao và chính sách thắt chặt tiền tệ toàn cầu khiến nhu cầu dầu thô bị ảnh hưởng. Từ tháng 6 trở đi, giá dầu đang có xu hướng điều chỉnh.

Hình 2: Sản xuất dầu tại Mỹ (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg, CTCK Rông Việt

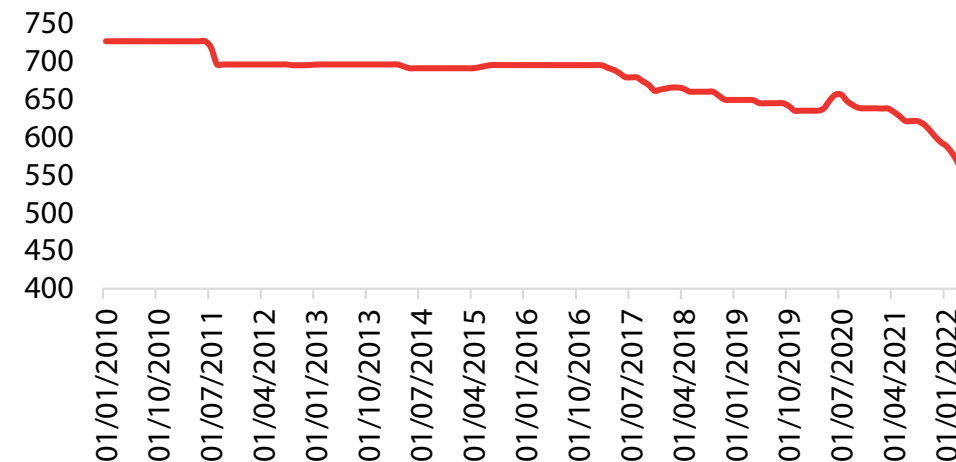
Mỹ gây áp lực để giảm giá dầu nhằm kiểm chế lạm phát

- Ở khía cạnh nguồn cung, sản lượng sản xuất dầu đá phiến ở Mỹ tăng mạnh đi cùng với việc tăng cường xả kho dầu chiến lược. Mục tiêu chủ yếu nhằm giảm giá dầu để hỗ trợ kiểm chế lạm phát trong nước. Ngoài ra, OPEC cũng đang trong quá trình tăng sản lượng nhưng động lực từ nhóm là không lớn.

Nhu cầu bị ảnh hưởng bởi lạm phát và chính sách zero Covid của Trung Quốc

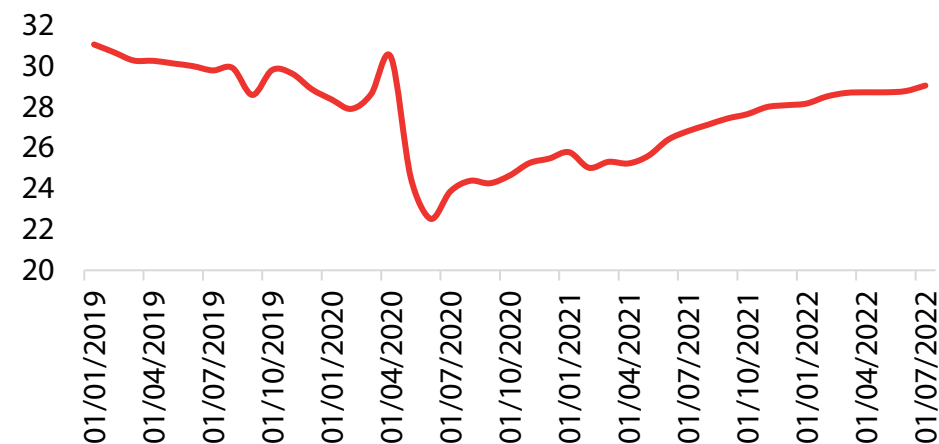
- Nhu cầu dầu thế giới cũng bị ảnh hưởng đáng kể khi Trung Quốc (đất nước tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới) duy trì chính sách zero Covid và nền kinh tế toàn cầu chịu áp lực lạm phát.

Hình 3: Trữ lượng kho dầu chiến lược Mỹ (triệu thùng/ngày)



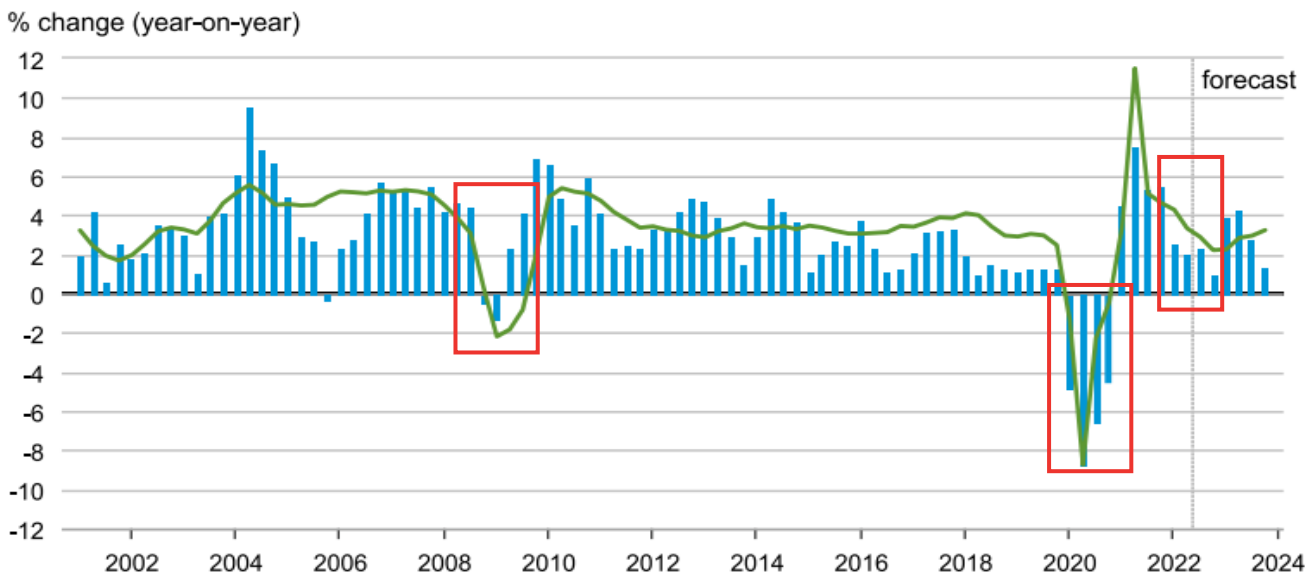
Nguồn: Bloomberg

Hình 4: Sản xuất dầu nhóm OPEC (triệu thùng/ngày)



Nguồn: Bloomberg

Hình 2: % thay đổi GDP thế giới và nhu cầu sản phẩm dầu các nước ngoài OECD



Nguồn: EIA, GDP thế giới (đường xanh lá cây), nhu cầu nhóm ngoài OECD (cột xanh dương)

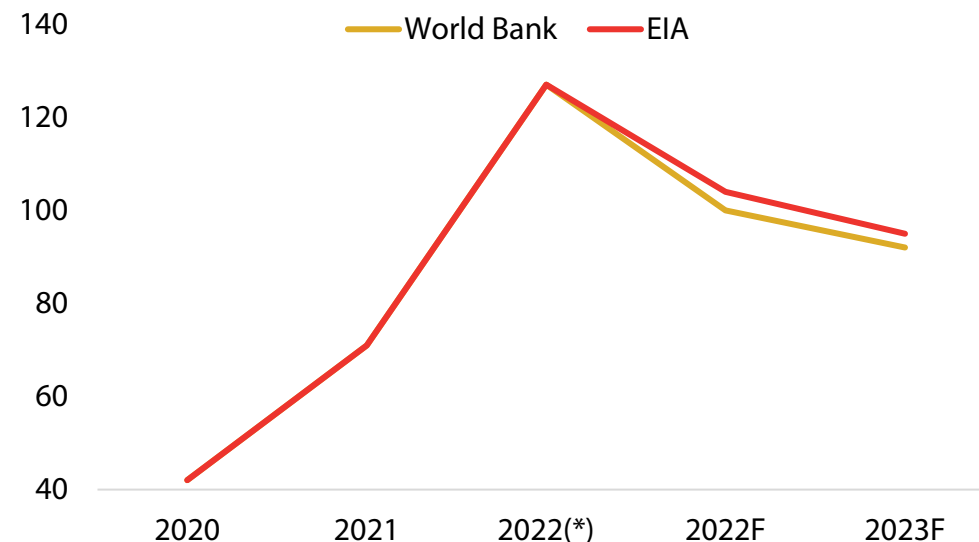
Triển vọng kinh tế kém tích cực ảnh hưởng lên nhu cầu

- Các tổ chức lớn như IMF, World Bank đều hạ dự báo tăng trưởng GDP thế giới trong các báo cáo gần đây của mình trước những lo ngại về lạm phát trên toàn cầu xảy ra. Cụ thể, tăng trưởng GDP thế giới chỉ còn ở mức 2,9% - 3,2% so với mức 3,6% và 4,1% trong các dự báo trước đây.
- Với triển vọng kinh tế kém tích cực, nhu cầu dầu thế giới được dự báo tăng thấp hơn mức sản xuất chung và từ đó dẫn đến dư thừa nguồn cung.

Giá dầu được dự báo giảm

- Sau nhiều dự báo tích cực nửa đầu năm, hầu hết các tổ chức đều hạ dự báo giá dầu trong nửa cuối năm 2022.

Hình 3: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt, 2022 (*) là mức giá cao nhất dầu Brent tính đến tháng 8/2022

Bảng 1: Dự báo cung cầu dầu thô 2022

Đơn vị: triệu thùng/ngày	IEA	EIA	OPEC
Nhu cầu	99.2	99.4	100.0
Sản xuất	101.3	100.1	100.3*
Cung - cầu	2.1	0.7	0.3

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp, * dựa trên sản lượng khai thác trong tháng 7 của OPEC

Bảng 2: Cập nhật hoạt động kinh doanh của một số doanh nghiệp

	Doanh thu			LNST			Bình luận	
	Mã ck	6T2021	6T2022	+/- svck	6T2021	6T2022		+/- svck
Thượng nguồn	PVS	5.670	7.580	34%	296	228	-23%	Doanh thu tăng nhưng biên lợi nhuận gộp giảm. Chi phí quản lý tăng mạnh
	PVD	1.654	2.659	61%	-97	-116	N/A	Doanh thu mảng khoan tăng khi có thêm đóng góp giàn khoan thuê ngoài và PVD V. Mảng khoan lỗ khi công ty trích trước chi phí bảo hành giàn khoan và giàn PVD V vẫn chưa có lãi trong những năm đầu hoạt động.
Trung nguồn	PVT	3.610	4.287	18%	377	365	-3%	Doanh thu mảng vận tải tăng trưởng nhờ đội tàu mới
	GAS	40.272	54.342	35%	4.291	8.515	98%	Giá bán tăng theo đà tăng của giá dầu.
Hạ nguồn	BSR	48.908	87.174	78%	3.544	12.250	245%	Cracking spread tăng mạnh trong Q2/2022.
	OIL	25.188	53.655	113%	361	633	75%	Sản lượng và giá bán tăng. Hưởng lợi từ xu hướng giá tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022.
	PLX	85.115	151.387	78%	2.159	206	-90%	Công ty thận trọng trích lập dự phòng hàng tồn kho nhiều.

Nguồn: CTCK Rồng Việt

Dù giá dầu tăng cao nhưng không phải doanh nghiệp nào cũng hưởng lợi

- Đối với nhóm thượng nguồn (PVS, PVD), các công ty vẫn trong tình trạng thiếu việc khi không có những dự án lớn khởi công. Do đó, kết quả kinh doanh nửa đầu năm vẫn chưa có sự khởi sắc.
- Đối với nhóm cổ phiếu trung nguồn (PVT, GAS), giá bán khí tăng theo đà tăng của giá dầu đã giúp lợi nhuận GAS tăng mạnh trong khi giá cước vận tải của PVT chỉ mới cải thiện từ Q2/2022.
- Đối với nhóm cổ phiếu hạ nguồn (BSR, OIL, PLX), diễn biến thuận lợi trong giá xăng dầu và cracking spread đã hỗ trợ cho lợi nhuận nhóm này. Riêng với PLX, việc thận trọng trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho đã ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận kế toán của doanh nghiệp.

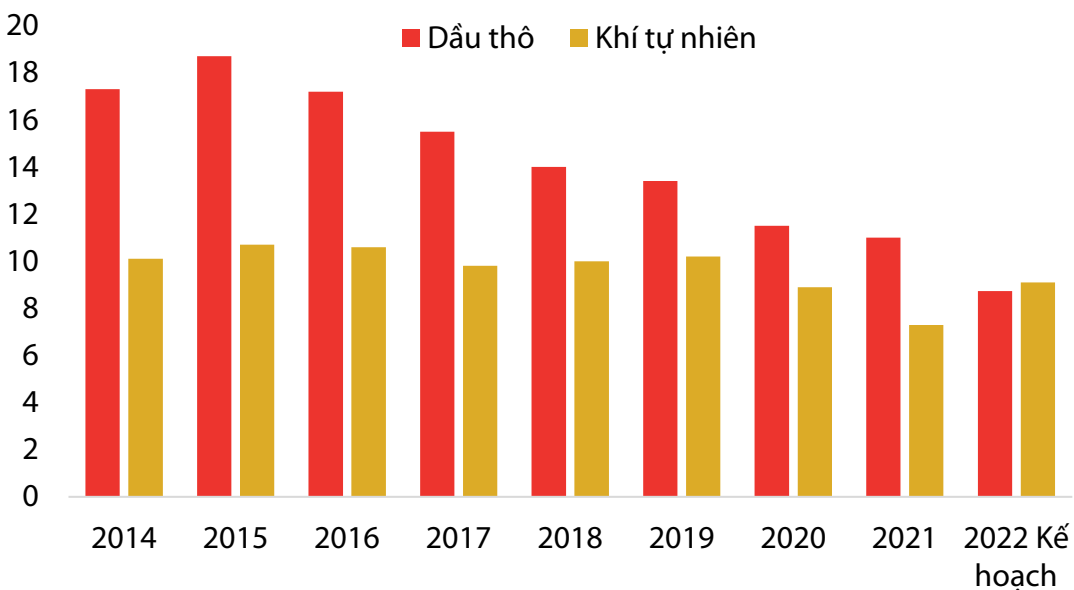
Sản lượng khai thác dầu thô giảm nhanh

- Hiện các mỏ dầu khí lớn của Việt Nam đang suy giảm sản lượng tự nhiên từ 5 - 8%/năm do hầu hết các mỏ đã khai thác quá lâu trong khi kế hoạch gia tăng trữ lượng dầu khí thấp. Từ năm 2015 trở lại đây, sản lượng khai thác dầu thô suy giảm mạnh trong khi sản lượng khí cũng có xu hướng giảm. Từ 2020, chỉ duy nhất có dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt đi vào hoạt động.

Áp lực đẩy nhanh tiến độ các dự án tiềm năng

- Với áp lực phải gia tăng sản lượng khai thác, chúng tôi cho rằng PVN sẽ cố gắng thúc đẩy các dự án trọng điểm sớm đi vào hoạt động trong thời gian tới. Ngoài ra, dự thảo luật Dầu khí cũng là một động lực khác giúp PVN tháo gỡ những vướng mắc khó khăn trong việc đầu tư, từ đó giúp đẩy nhanh hơn tiến độ thực hiện dự án. Ngoài ra, dự thảo luật còn được kỳ vọng sẽ thu hút nhiều vốn đầu tư từ nước ngoài vào Việt Nam để phát triển thêm các dự án dầu khí.
- Lô B là dự án có triển vọng thực hiện sớm trong thời gian tới. Tuy nhiên vẫn còn những vấn đề cần giải quyết liên quan đến nguồn vốn, chính sách giá khí đầu vào và giá bán điện cho EVN. Trước đó, thị trường kỳ vọng dự án có thể ra được quyết định đầu tư cuối cùng trong tháng 7/2022.

Hình 4: Khai thác dầu thô (triệu tấn) và khí (tỷ m3) tại Việt Nam



Nguồn: PVN

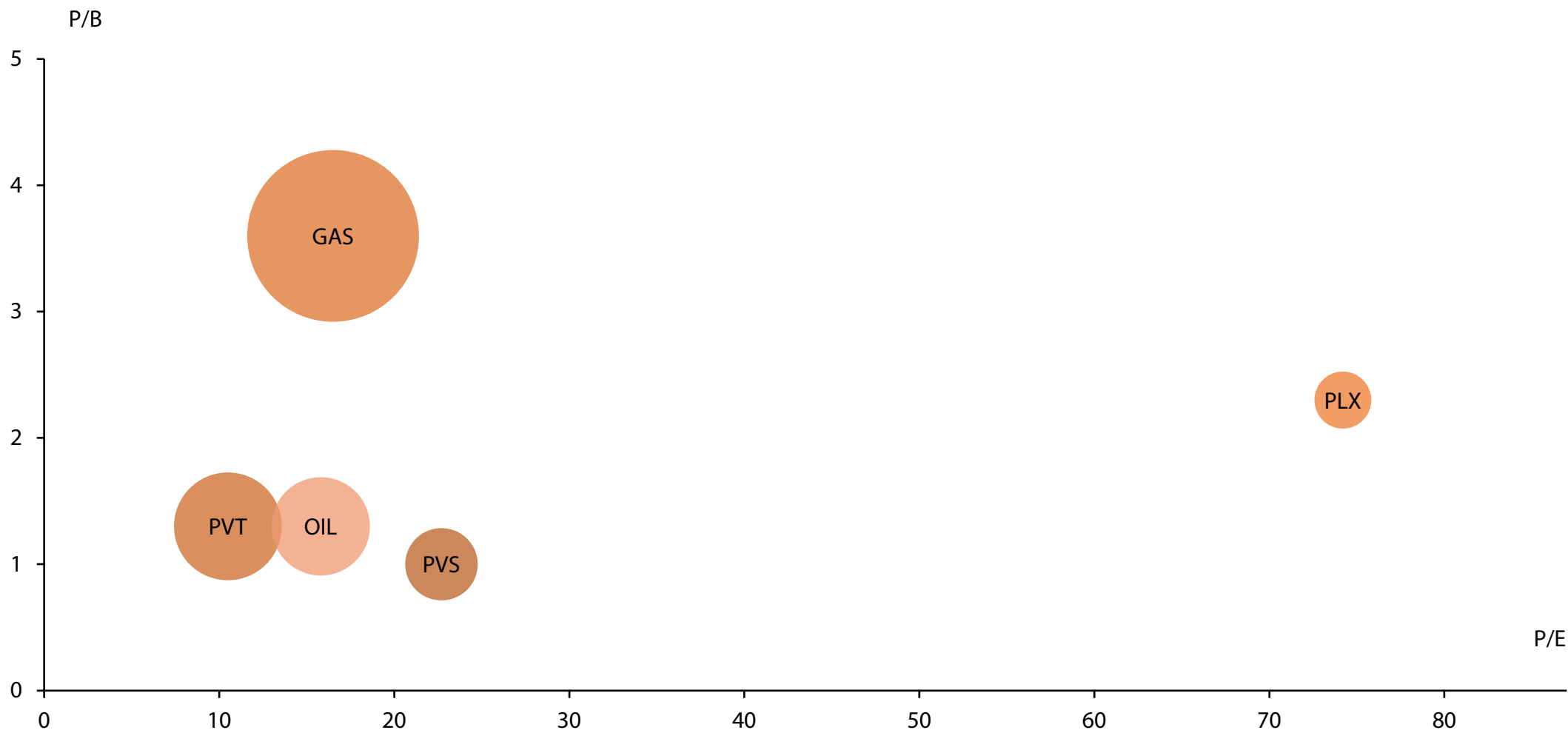
Bảng 3: Cập nhật các dự án dầu khí chính

	Cập nhật	Quy mô
Lô B	+ Chờ quyết định đầu tư cuối cùng.	8 tỷ USD
Cá Voi Xanh	+ Exxon Mobil hoàn thiện kế hoạch phát triển mỏ.	10 tỷ USD*
Sư Tử Trắng GĐ 2	+ Giai đoạn 2A đã khai thác. Chờ giai đoạn 2B.	2 tỷ USD
Kèn Bầu	+ Tiếp tục khoan thăm dò.	5 tỷ USD*
Lạc Đà Vàng	+ Cập nhật kế hoạch phát triển mỏ.	0,7 tỷ USD
LNG Thị Vải GĐ 2	+ Chờ giai đoạn 1 hoàn thành năm 2022.	0,2 tỷ USD

Nguồn : CTCK Rồng Việt thu thập, * bao gồm chi phí xây dựng nhà máy điện

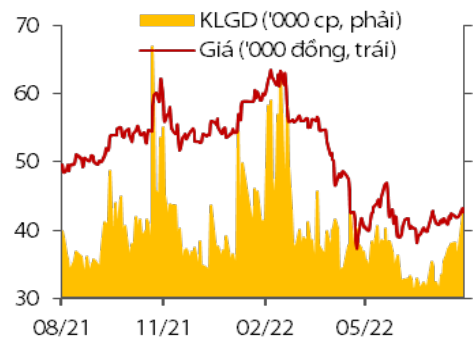
Mã	Vốn hóa (tỷ đồng)	Giá mục tiêu (VND)	Tăng trưởng doanh thu (% YoY)	Tăng trưởng EBITDA (% YoY)	Biên EBITDA (%)	Biên LN (%)	Tăng trưởng LN ròng (% YoY)	Biên LN ròng (%)	ROA (%)	ROE (%)	DY (%)	P/E (x)	P/B (x)
PVD	10.451	16.000	35,1	109,4	14,0	0,9	16,2	0,0	0,0	0,0	0,0	n/a	0,8
PVS	12.093	21.500	-5,8	89,4	2,0	-1,0	-1,8	3,3	2,1	4,4	4,0	22,7	1,0
PVT	6.861	23.800	7,1	16,9	26,3	12,7	-20,3	8,0	5,0	12,5	4,7	10,6	1,2
GAS	212.257	n/a	29,8	50,6	19,9	16,7	60,4	13,9	15,5	24,3	2,7	16,5	3,6
PLX	53.301	50.600	63,6	-61,0	1,1	0,1	-81,7	0,3	1,0	3,1	0,0	81,6	2,3
OIL	13.859	n/a	80,1	n/a	n/a	-102,4	95,4	-89,5	-1,9	-3,2	2,6	26,4	1,4

Nguồn: Fiin Group, CTCK Rồng Việt. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022



Nguồn: FiinGroup, CTCK Rồng Việt. Kích cỡ bong bóng bằng với ROE tương ứng. Giá cổ phiếu tại ngày 10/8/2022

MUA: +23%



<GTT 42.000>

<GMT: 50.600>



THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	53.238
SLCP đang lưu hành (triệu CP)	1.271
KLBQ 3 tháng (nghìn CP)	986
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)	41
SH NĐTNN còn lại (%)	2,4
BQ giá 52 tuần ('000 VND)	37,3-63,4

TÀI CHÍNH

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ đồng)	169.009	229.297	223.863
LNST (tỷ đồng)	2.839	2.789	4.372
ROA (%)	4,5	4,1	6,2
ROE (%)	9,7	5,2	7,3
EPS (đồng)	1.788	2.144	3.361
GTSS (đồng)	19.417	19.679	21.158
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.200	1.200	1.200
P/E (x)	30,1	22,9	14,6
P/B (x)	2,7	2,5	2,3

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tăng trưởng lợi nhuận nửa đầu năm bị ảnh hưởng bởi sự cố cắt giảm công suất ở nhà máy lọc dầu Nghi Sơn nhưng sẽ phục hồi mạnh từ nửa cuối năm

- Sự cố từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn khiến PLX phải nhập khẩu xăng dầu với giá cao để bù đắp lượng thiếu hụt trong nước trong 6 tháng đầu năm 2022 trong khi giá xăng dầu thế giới có nhiều biến động khiến PLX phải trích lập dự phòng hàng tồn kho lớn. Đây là nguyên nhân khiến LNST của PLX giảm mạnh 90,4% trong 6 tháng đầu năm. Theo PLX, nguồn cung xăng dầu trong nước sẽ quay trở về mức ổn định như trước với tỷ trọng nguồn cung trong nước tăng lên 70% trong nửa cuối năm và điều này sẽ hỗ trợ lợi nhuận của công ty trong 2 quý cuối năm.
- Ngoài ra, việc mở cửa thị trường du lịch quốc tế từ ngày 15/03/2022 sẽ giúp ngành hàng không hồi phục, qua đó giúp lợi nhuận mảng nhiên liệu bay có cơ hội tăng trưởng cao trong nửa cuối năm.

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận lớn từ thoái vốn PG Bank

- PLX có kế hoạch thoái vốn 40,57% cổ phần tại PG Bank thông qua đấu giá công khai trong Q4/2022. Với ước tính giá thoái khoảng 20.000 đồng/cp (P/B là 1,37 lần) ~ biến động giá bình quân của PGB 1 tháng gần đây, PLX sẽ ghi nhận khoảng 720 tỷ đồng lợi nhuận tài chính không thường xuyên từ việc thoái nhà băng này.

RỦI RO ĐỐI VỚI KHUYẾN NGHỊ

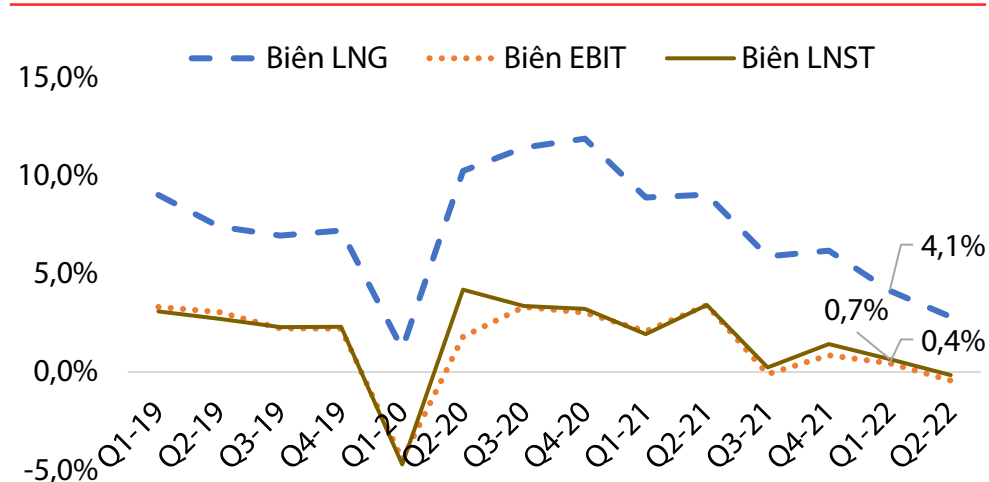
- Giá dầu biến động giảm mạnh khiến PLX phải trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho, điều này sẽ khiến lợi nhuận của PLX giảm mạnh. Nguồn cung từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn thiếu hụt bất ngờ có thể sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận của PLX.
- Thoái vốn PGB không như kỳ vọng

Bảng 1: Kết quả kinh doanh 6T2022 của PLX (tỷ đồng)

	6T2022	6T2021	%svck
LNTT	292,6	2.840,5	-90%
Xăng dầu	-594,8	1.772,1	n/a
Nhiên liệu bay	90,9	86	6%
Hóa dầu	369,4	378,3	-2%
Gas	79,4	112,1	-29%
Vận tải	43,4	73,3	-41%
Khác	304,2	418,7	-27%
LNST	206,4	2.158,9	-90%

Nguồn: PLX, CTCK Rồng Việt

Hình 1: Biên lợi nhuận của PLX (%)



Nguồn: PLX, CTCK Rồng Việt

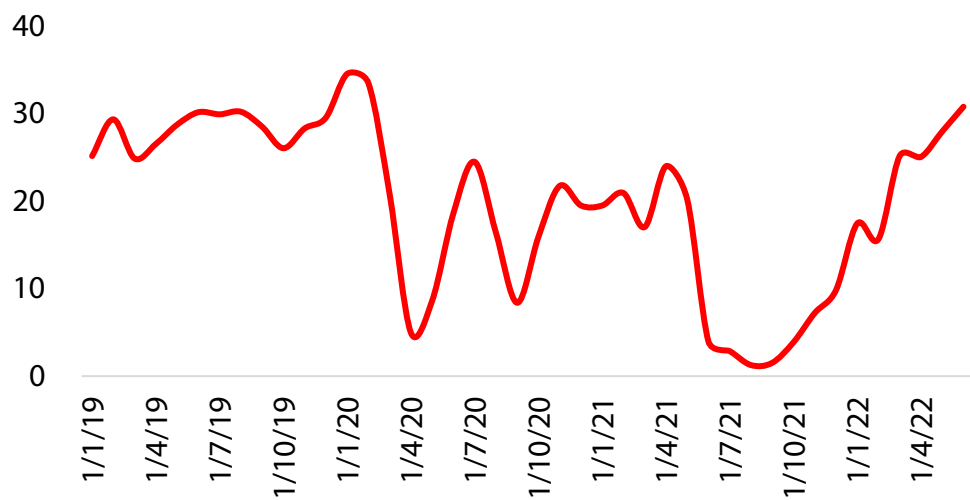
LNST 6 tháng đầu năm kém khả quan do thiếu hụt nhất thời trong nguồn xăng dầu sản xuất trong nước và trích lập dự phòng lớn

- Sự cố từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn khiến PLX gia tăng nhập khẩu xăng cùng với việc trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho lớn tại cuối Q2/2022 (1.330 tỷ đồng) là nguyên nhân chính khiến biên lợi nhuận gộp nửa đầu năm chỉ đạt 3,42% so với 8,95% cùng kỳ năm ngoái. Hệ quả LNST chỉ đạt 206 tỷ đồng trong nửa đầu năm, giảm mạnh 90,4% svck.
- Theo quan sát, giá xăng dầu thế giới không có nhiều biến động bất thường lớn trong Q2/2022. Trong khi tính đến thời điểm cuối Q2, PLX đã trích lập dự phòng tổng cộng 1.330 tỷ đồng hàng tồn kho xăng dầu, tiếp tục tăng mạnh so với 523 tỷ quý trước đó. Theo giải trình, nguyên nhân đẩy mạnh trích lập là do giá xăng trong nước đã giảm mạnh trong đầu tháng 7. Nếu loại trừ khoản trích lập, tỷ suất lợi nhuận gộp điều chỉnh tương đương so với Q1/2022. Chúng tôi cho rằng, PLX đã rất thận trọng trong việc trích lập giảm giá hàng tồn kho.

Yếu tố bất thường trong nguồn cung xăng dầu được đẩy lùi cùng với sự phục hồi và tăng trưởng mạnh trong nhu cầu tiêu thụ giúp LNST của PLX bùng nổ trong nửa cuối 2022

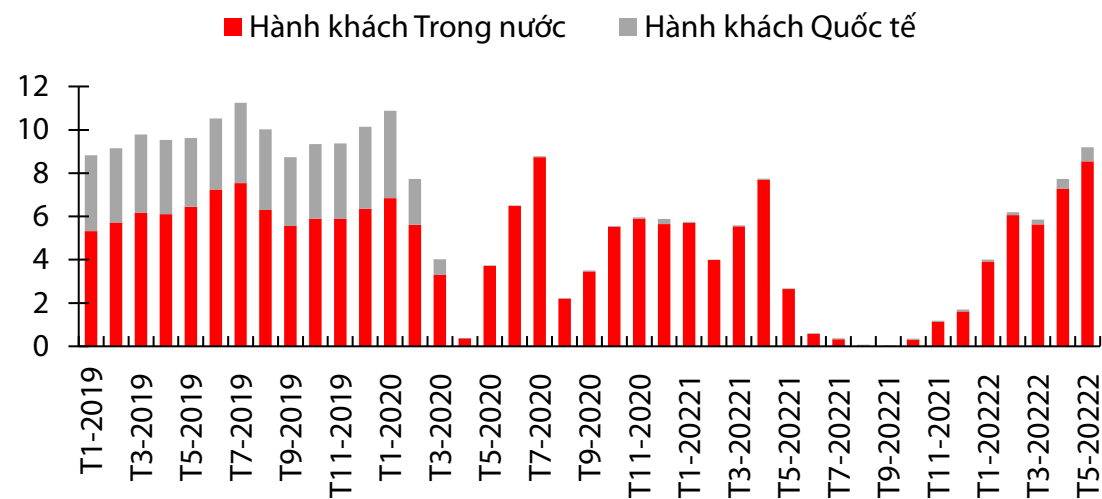
- Theo PLX, nguồn cung xăng sẽ quay trở về trạng thái bình thường với tỷ trọng nhập khẩu dự kiến là 30% nửa cuối năm, trái ngược với tỷ trọng nhập khẩu cao - 50% trong Q1/2022 và 39% trong Q2/2022. Bên cạnh đó, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu đang cho thấy sự phục hồi và tăng trưởng mạnh mẽ. Trong nửa đầu năm, sản lượng tiêu thụ xăng dầu trong nước của PLX tăng trưởng 9% svck đạt 5,09 triệu m3. Với nền thấp của năm ngoái vì Covid, chúng tôi cho rằng sản lượng của PLX tăng cao trong nửa cuối năm. Ngoài ra, việc công ty đã thận trọng trích lập nhiều nửa đầu năm, lợi nhuận nửa cuối năm của PLX được kỳ vọng sẽ cải thiện đáng kể nếu giá xăng dầu không có nhiều biến động trong phần còn lại của năm 2022.

Hình 2: Số lượng chuyến bay khai thác (nghìn chuyến)



Nguồn: ACV

Hình 3: Số lượng khách qua cảng hàng không (triệu lượt khách)



Nguồn: ACV

Tiềm năng ghi nhận lợi nhuận lớn từ thoái vốn PG Bank

- PLX sở hữu một loạt các doanh nghiệp con, công ty liên doanh, liên kết có tiềm năng thoái vốn trong tương lai bao gồm ngân hàng PGB, bảo hiểm PGI, doanh nghiệp phân phối Gas PGC và hóa dầu PLC. Nổi bật nhất trong nhóm doanh nghiệp nêu trên là PGB với tỷ lệ sở hữu 40,57% cổ phần. Hiện ngân hàng nhà nước đã chấp thuận cho PLX hoá toàn bộ cổ phần thông qua đấu giá công khai trong Q4/2022. Với ước tính giá thoái khoảng 20.000 đồng/cp (P/B là 1,37 lần) ~ biến động giá bình quân của PGB 1 tháng gần đây, PLX sẽ ghi nhận khoảng 720 tỷ đồng lợi nhuận tài chính không thường xuyên từ việc thoái nhà băng này.

Mảng nhiên liệu bay tích cực trở lại

- Chúng tôi kỳ vọng lượng hành khách phục hồi mạnh mẽ đồng thời ở cả thị trường trong nước và quốc tế sẽ giúp mảng nhiên liệu bay của PLX phục hồi mạnh mẽ. Trước dịch, mảng nhiên liệu bay đóng góp 846 tỷ đồng LNTT của PLX (năm 2019). Năm 2022, PLX đặt kế hoạch thận trọng cho mảng nhiên liệu bay với LNTT 150 tỷ đồng, tăng 1,35% so với 2021. Từ diễn biến mở cửa du lịch quốc tế và mùa nghỉ hè 2022, chúng tôi kỳ vọng mảng này sẽ phục hồi mạnh mẽ từ nửa cuối năm.

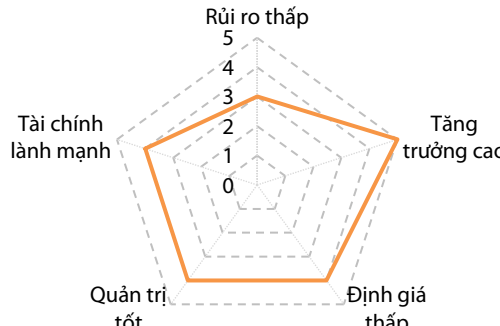
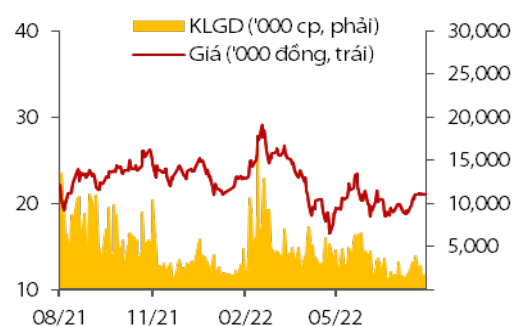
TÍCH LŨY: +12%

<GTT: 21.200>

<GMT: 23.800>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

TÀI CHÍNH



Ngành
 Vốn hóa (tỷ đồng)
 SLCPĐLH (triệu cp)
 KLBQ 3 tháng (nghìn cp)
 GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
 SH NĐTNN còn lại (%)
 BD giá 52 tuần

Vận tải
 6.861
 324
 2.872
 59
 35,0
 16,4 – 29,5

Doanh thu
 LNST
 ROA (%)
 ROE (%)
 EPS (đồng)
 GTSS (đồng)
 Cổ tức tiền mặt (đồng)
 P/E (x)
 P/B (x)

	2021A	2022F	2023F
Doanh thu	7.460	8.577	8.066
LNST	660	880	747
ROA (%)	5,3	6,2	4,8
ROE (%)	12,7	14,6	11,4
EPS (đồng)	1.933	2.322	1.972
GTSS (đồng)	16.051	16.914	18.386
Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	0	500
P/E (x)	12,5	8,7	10,3
P/B (x)	1,5	1,2	1,1

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Tiếp tục mở rộng đội tàu trong 6 tháng cuối năm 2022.

- PVT đặt mục tiêu mua 23 tàu vào năm 2022, hầu hết nằm trong kế hoạch 2020-2021. Hiện tại, PVT và các công ty con đang nhắm đến mục tiêu 2-3 tàu chở dầu sản phẩm tầm trung (40.000 - 50.000 tấn), tàu LPG và một vài tàu hóa chất. Chúng tôi cho rằng PVT chỉ có thể mua được 6-8 tàu trong năm nay. Cho đến nay, công ty đã mua 3 tàu, chủ yếu ở mảng hóa chất. Trong 6 tháng đầu năm, doanh thu của mảng vận tải tăng 27%.

Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh trong 6 tháng cuối năm 2022.

- Với tác động của lỗ chênh lệch tỷ giá và giá nhiên liệu VLFSO tăng, lợi nhuận của PVT giảm trong Q2/2022 mặc dù doanh thu vẫn tăng trưởng. Do giá VLFSO đã hạ nhiệt trong thời gian gần đây và PVT sẽ bổ sung thêm đội tàu mới trong nửa cuối năm, chúng tôi cho rằng lợi nhuận sẽ tăng trưởng mạnh. Bên cạnh đó, việc thanh lý tàu Athena sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận trong kỳ.

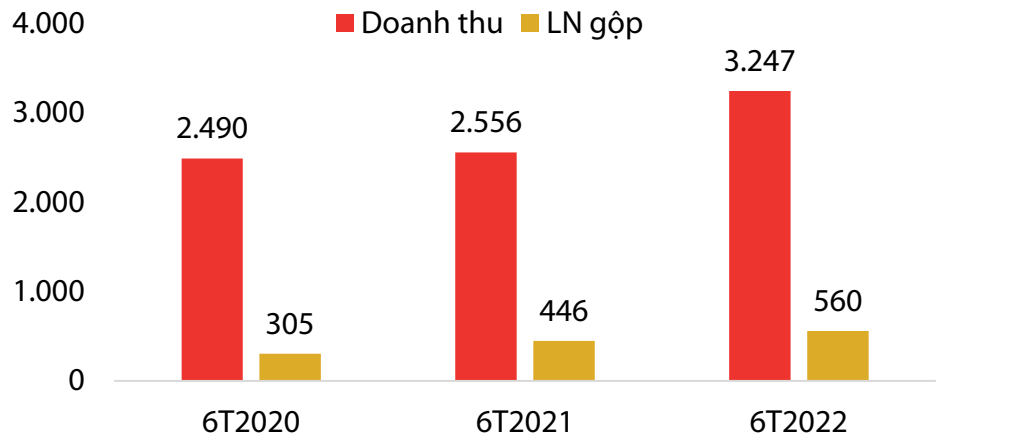
Cổ phiếu PVT hấp dẫn với P/E dự phóng thấp.

- Cho năm 2022, doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ được dự báo lần lượt đạt 8.577 tỷ đồng (+15,0% svck) và 808 tỷ đồng (+33,3% svck). Dựa trên dự báo của chúng tôi, P/E dự phóng của PVT là 8,7 lần, tương đối hấp dẫn với đà tăng trưởng cao trong năm nay.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

- PVT sẽ ghi nhận lợi nhuận một lần vào năm 2023.
- Việc mở rộng đội tàu không như dự kiến của chúng tôi.

Hình 1: Kết quả hoạt động vận tải (tỷ đồng)



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Mảng vận tải tiếp tục tốt trong nửa đầu năm 2022

- Trong 6 tháng đầu năm 2022, mảng vận tải ghi nhận doanh thu 3.247 tỷ đồng, tăng 27% svck trong khi lợi nhuận gộp tăng 25,3% lên 560 tỷ đồng. Chúng tôi tin rằng các tàu chở LPG và tàu chở hóa chất là những yếu tố đóng góp chính cho tăng trưởng do PVT đã bổ sung thêm tàu VLGC và 5 tàu chở hóa chất kể từ Q3/2021.

Nhưng chi phí tài chính cao và thu nhập khác thấp đã ảnh hưởng đến lợi nhuận

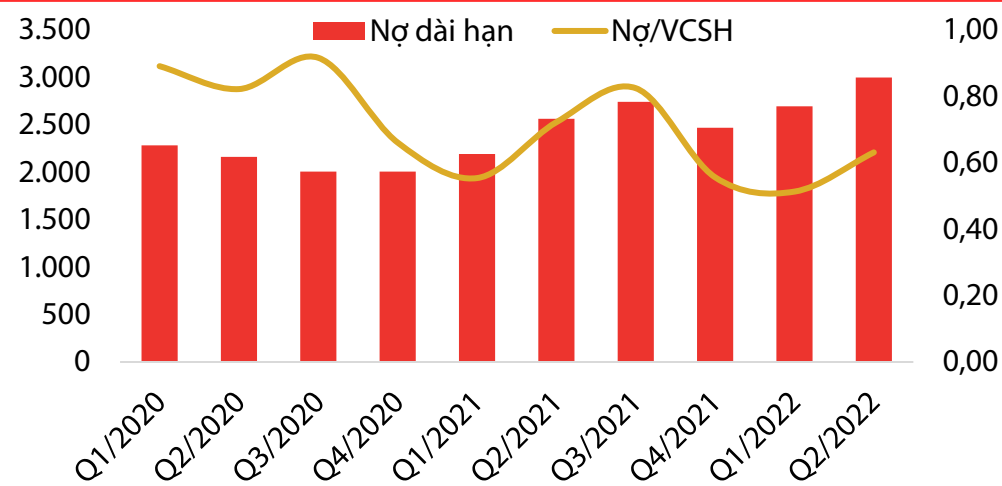
- Khi đội tàu ngày càng mở rộng, các khoản nợ dài hạn cũng tăng cao dẫn đến chi phí lãi vay tăng cao so với cùng kỳ năm ngoái. Bên cạnh đó, các khoản lợi nhuận khác - chủ yếu từ hoạt động thanh lý tàu, thấp hơn so với cùng kỳ.
- LNST cổ đông công ty mẹ đạt 365 tỷ đồng nửa đầu năm, giảm 3,2%.

Bảng 1: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế

Đơn vị: tỷ đồng	6T2020	6T2021	6T2022
Lợi nhuận hoạt động	369	493	575
Lợi nhuận tài chính	8	19	-44
Lợi nhuận liên doanh	14	12	13
Lợi nhuận khác	2	43	19
Tổng cộng	393	568	563

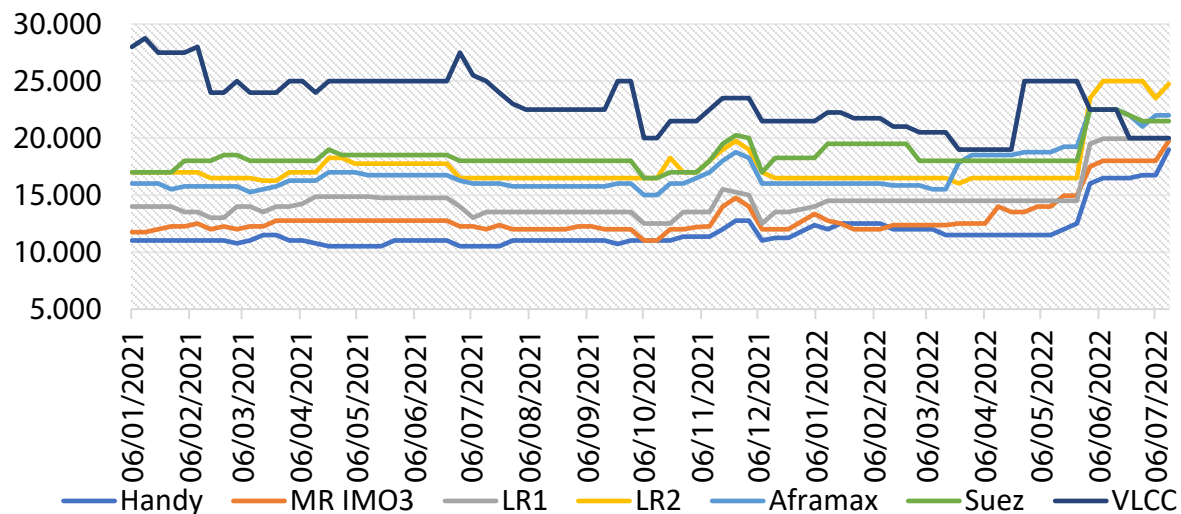
Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Nợ dài hạn (LHS) và nợ / vốn chủ sở hữu (RHS)



Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Hình 3: Tỷ giá T/C 1 năm (USD/pdpr)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Hình 4: Giá VLSFO (USD/tấn)

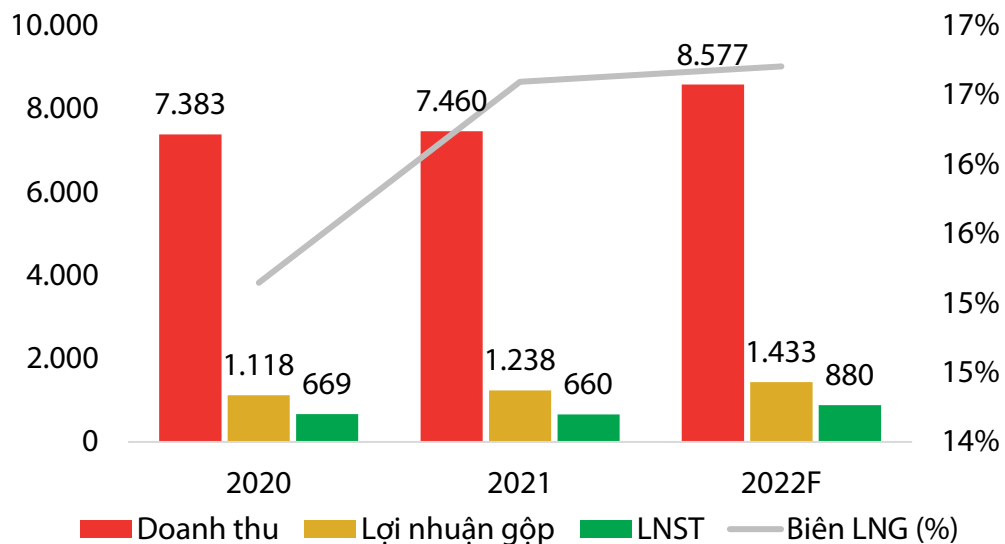


Nguồn: Ship and bunker

Cước tàu đã tăng lên trong khi giá nhiên liệu có xu hướng giảm

- Chúng tôi thấy rằng cước T/C đối với tàu chở dầu thô cũng như tàu chở sản phẩm dầu đã tăng lên kể từ sau chiến tranh Nga - Ukraine. Nếu giá cước có thể duy trì ở mức này đến cuối năm nay, chúng tôi cho rằng PVT có thể nhận được mức cước tốt hơn cho một số tàu khi gia hạn hợp đồng mới.
- Giá nhiên liệu dẫn hạ nhiệt sau khi đạt đỉnh từ cuối tháng 6. Chúng tôi dự đoán đội tàu chạy theo hợp đồng giao ngay sẽ cải thiện hiệu quả hoạt động từ Q3/2022 trở đi.

Hình 5: Dự phóng 2022



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Bảng 2: Tàu trên 20 năm tuổi

	Loại tàu	Trọng tải (DWT)	Giá trị ước tính (Tỷ đồng)
PVT Athena	Dầu thô	105.177	100
PVT Dragon	Sản phẩm dầu	8.700	5
PVT Dolphin	Sản phẩm dầu	45.888	28
PVT Eagle	Sản phẩm dầu	33.425	21
Tổng cộng			160

Nguồn: PVT, CTCK Rồng Việt

Thanh lý tàu Athena đóng góp đáng kể vào lợi nhuận nửa cuối 2022

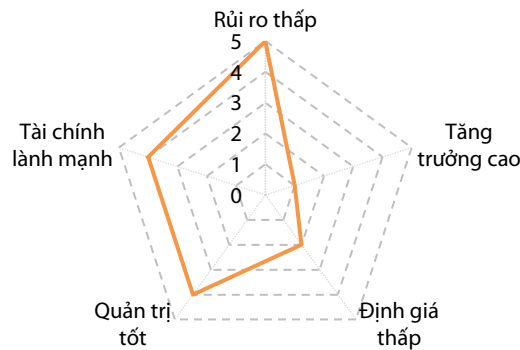
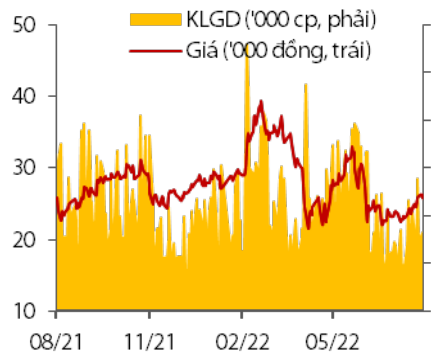
- PVT sẽ bán 4 tàu có tuổi đời trên 20 năm là PVT Athena, PVT Eagle, PVT Dragon và PVT Dolphin trong thời gian tới. Trong đó, PVT Athena có thể đóng góp hơn 100 tỷ đồng (4,3 triệu USD) vào lợi nhuận của công ty. Chúng tôi hy vọng rằng PVT có thể ghi nhận khoản lợi nhuận một lần này vào 6 tháng cuối năm, khi Athena kết thúc hợp đồng cho thuê tàu trần.
- Nhờ khoản lợi nhuận bất thường từ việc thanh lý tàu, lợi nhuận năm 2022 của PVT dự kiến sẽ tăng 33% lên 880 tỷ đồng hoặc lợi nhuận nửa cuối năm 2022 sẽ là 515 tỷ đồng so với 365 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022 .
- Với EPS là 2.322đ P/E dự phóng của cổ phiếu PVT là 8,7x theo thị giá hiện tại, khá hấp dẫn.

GIẢM TỶ TRỌNG: -12%

<GTT: 25.300>

<GMT: 21.500>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBO 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
BD giá 52 tuần

	TÀI CHÍNH	2020A	2021A	2022F
Dầu khí	Doanh thu	20.180	14.198	16.584
	LNST	624	601	663
	ROA (%)	2,4	2,4	2,4
	ROE (%)	5,1	5,1	5,5
	EPS (đồng)	1.046	911	1.249
	GTSS (đồng)	25.411	24.701	25.244
	Cổ tức tiền mặt (đồng)	1.000	1.000	700
	P/E (x) (*)	17,0	28,5	20,8
	P/B (x) (*)	0,7	1,1	1,0

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chi phí quản lý cao ảnh hưởng lợi nhuận nửa đầu năm nhưng nhiều khả năng sẽ không xảy ra trong nửa cuối năm

- Do chi phí quản lý tăng mạnh trong Q2/2022, LNST trong Q2/2022 cũng như 6 tháng đầu năm 2022 giảm so với cùng kỳ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PVS sẽ không ghi nhận khoản chi phí lớn như vậy trong 6 tháng cuối năm, qua đó giúp lợi nhuận PVS tăng trong phần còn lại năm 2022.

Lợi nhuận của liên doanh và việc hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng sẽ là phần đóng góp chính cho lợi nhuận

- Do FPSO Lam Sơn đã nhận được hợp đồng mới đến tháng 6/2023, lợi nhuận của liên doanh năm 2022 được dự báo sẽ tốt như năm 2021. Trong khi đó, PVS sẽ tiếp tục hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng từ các dự án M&C trước đây. Tổng cộng, hai khoản này sẽ chiếm 67% tổng LNTT của năm 2022.

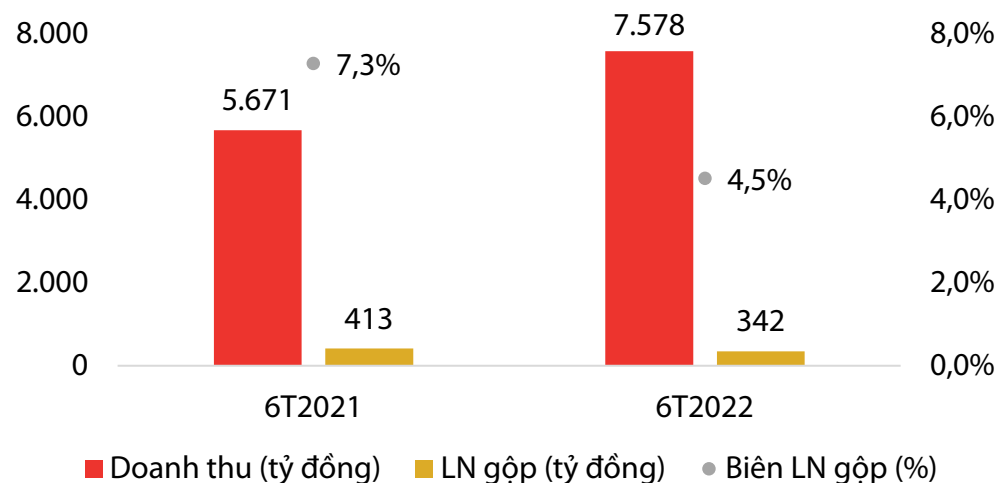
Tiềm năng từ các dự án dầu khí và các dự án điện gió ngoài khơi trong bối cảnh không có nhiều hợp đồng mới cho mảng M&C trong năm 2022

- Hiện tại, PVS đã trúng thầu 3 dự án với tổng giá trị 610 triệu USD và sẽ được ghi nhận trong giai đoạn 2022-2024 với tỷ suất biên gộp thấp. Tuy nhiên, sẽ có những dự án dầu khí lớn như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Bàu Kén và PVS có thể trúng được những hợp đồng xây lắp lớn nhờ vị thế dẫn đầu mảng M&C.
- PVS đang chuẩn bị tham gia vào lĩnh vực điện gió ngoài khơi để hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh. PVS sẽ là chủ đầu tư đồng thời là nhà thầu. Nhờ những dự án điện gió ngoài khơi này, PVS có được dòng tiền ổn định hàng năm.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

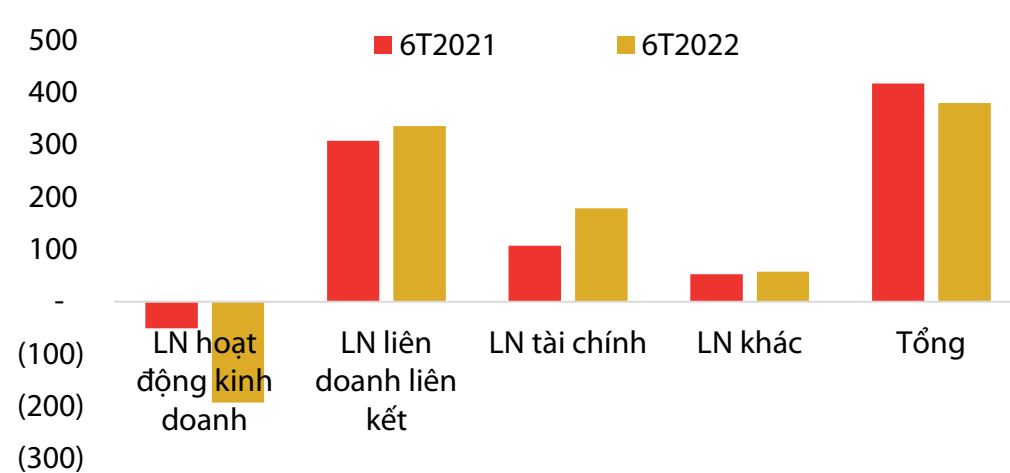
- Dự án dầu khí lớn bị trì hoãn lâu hơn dự kiến.

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



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế 6T2022 (tỷ đồng)



Nguồn: PVS, CTCK Rồng Việt, LN hoạt động = LN gộp – Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh lỗ do chi phí quản lý cao

- Trong nửa đầu năm 2022, PVS công bố doanh thu thuần đạt 7.578 tỷ đồng, tăng 32,5% nhưng lợi nhuận gộp giảm 17,7% xuống 342 tỷ đồng. Bên cạnh đó, công ty ghi nhận chi phí quản lý doanh nghiệp đạt 502 tỷ đồng, tăng 19,8% svck. Do đó, lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh ghi nhận lỗ 192 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022, so với mức lỗ 50 tỷ đồng trong cùng kỳ năm ngoái.

Lợi nhuận liên doanh và lợi nhuận tài chính bù đắp

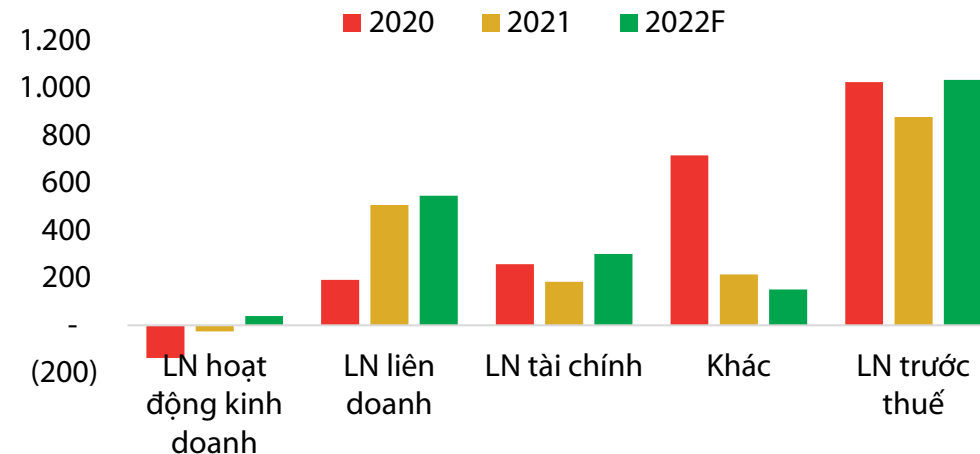
- Lợi nhuận từ liên doanh liên kết ghi nhận 335 tỷ đồng trong nửa đầu năm 2022, so với 308 tỷ đồng cùng kỳ. Mới đây, FPSO Lam Sơn đã nhận được hợp đồng mới đến tháng 6/2023. Bên cạnh đó, doanh thu hoạt động tài chính cũng tăng 65% so với lãi chênh lệch tỷ giá. Kết quả là LNST của cổ đông công ty mẹ đạt 228 tỷ đồng, giảm 22,9%.

Bảng 1: Dự án khí dầu tiềm năng

Cập nhật	
Lô B	+ Chờ đợi quyết định đầu tư cuối cùng (FID).
Cá Voi Xanh	+ Exxon Mobil hoàn thiện Kế hoạch Phát triển mỏ (FDP).
Sư Tử Trắng giai đoạn 2	+ Hoàn thành FEED.
Kèn Bầu	+ Tiếp tục khoan thăm dò.
LNG Thị Vải giai đoạn 2	+ Chờ hoàn tất giai đoạn 1 trong năm 2022.

Nguồn: CTCK Rồng Việt tổng hợp

Hình 3: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế năm 2022 (tỷ đồng)



Nguồn: CTCK Rồng Việt

Lợi nhuận liên doanh và hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng sẽ đóng góp chính cho lợi nhuận

- Do FPSO Lam Sơn đã nhận được hợp đồng mới đến tháng 6/2023, lợi nhuận liên doanh liên kết năm 2022 được dự báo sẽ tốt như năm 2021. Bên cạnh đó, PVS nhiều khả năng sẽ hoàn nhập bảo hành công trình xây dựng từ các dự án M&C trước đó trong nửa cuối năm 2022. Theo ước tính của chúng tôi, hai khoản này sẽ chiếm 67% tổng LNTT của năm 2022.
- Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 16.584 tỷ đồng (+16,8% svck) và 663 tỷ đồng (+10,3% svck).

PVS sẽ nhận được nhiều hợp đồng lớn đối với mảng M&C nếu các dự án dầu khí lớn được khởi công

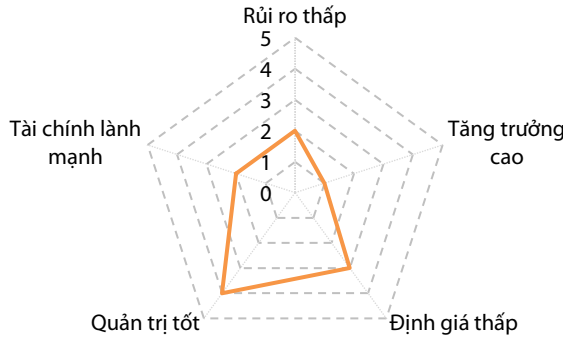
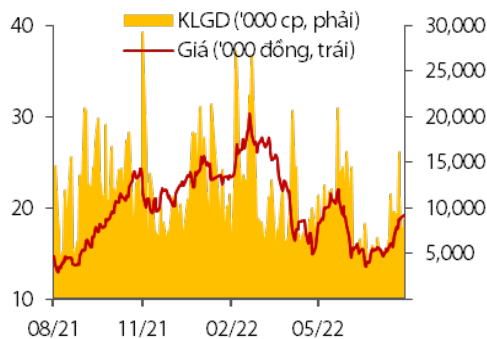
- Nhờ vị thế dẫn đầu mảng M&C, PVS có thể được nhận các hợp đồng xây lắp lớn nếu các dự án như Lô B, Cá Voi Xanh, Sư Tử Trắng hay Kèn Bầu được khởi công. Mặc dù tiến độ của các dự án này còn chậm nhưng chúng tôi nhận thấy một số động thái tích cực để tháo gỡ được nút thắt tại các dự án này.
- Về lâu dài, PVS có thể hưởng lợi từ quá trình chuyển đổi sang năng lượng xanh khi trở thành nhà thầu cũng như chủ đầu tư các dự án điện gió ngoài khơi.

GIẢM TỶ TRỌNG: -14%

<GTT: 19.500>

<GMT: 16.000>

THÔNG TIN CỔ PHIẾU



Ngành
Vốn hóa (tỷ đồng)
SLCPĐLH (triệu cp)
KLBQ 3 tháng (nghìn cp)
GTGDBQ 3 tháng (tỷ đồng)
SH NĐTNN còn lại (%)
ĐB giá 52 tuần

TÀI CHÍNH		2020A	2021A	2022F
Dầu khí	Doanh thu	5.229	3.995	5.241
10.451	LNST	186	20	-90
556	ROA (%)	0,9	0,1	-0,4
8.103	ROE (%)	1,4	0,1	-0,7
146	EPS (đồng)	282	-36	-214
43,8	GTSS (đồng)	32.723	32.243	32.029
13,0 – 30,5	Cổ tức tiền mặt (đồng)	0	0	0
	P/E (x)	57,4	n/a	n/a
	P/B (x)	0,5	0,5	0,5

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Mặc dù lợi nhuận gộp trong 6 tháng 2022 âm, dịch vụ khoan được dự báo sẽ khả quan hơn trong nửa cuối năm.

- Trong 2 quý đầu năm, doanh thu từ mảng khoan tăng 157,9% lên 1.736 tỷ đồng chủ yếu nhờ giàn PVD V khi giàn khoan này bắt đầu chiến dịch cho Shell Brunei từ cuối tháng 1 năm nay. Tuy nhiên, lợi nhuận gộp lại lỗ 52 tỷ đồng. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận gộp sẽ chuyển sang dương trong 2 quý cuối năm.

Chúng tôi kỳ vọng PVD có lợi nhuận nửa cuối 2022.

- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của PVD sẽ cải thiện trong khoảng thời gian còn lại của năm nay nhờ hiệu suất sử dụng giàn tăng cao và không còn chi phí bất thường như trong 6 tháng đầu năm. Cho cả năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 5.214 tỷ đồng, tăng 31,2% và lỗ 90 tỷ đồng. Hay LNST của cổ đông công ty mẹ sẽ ghi lãi 26 tỷ đồng trong 6 tháng cuối 2022.

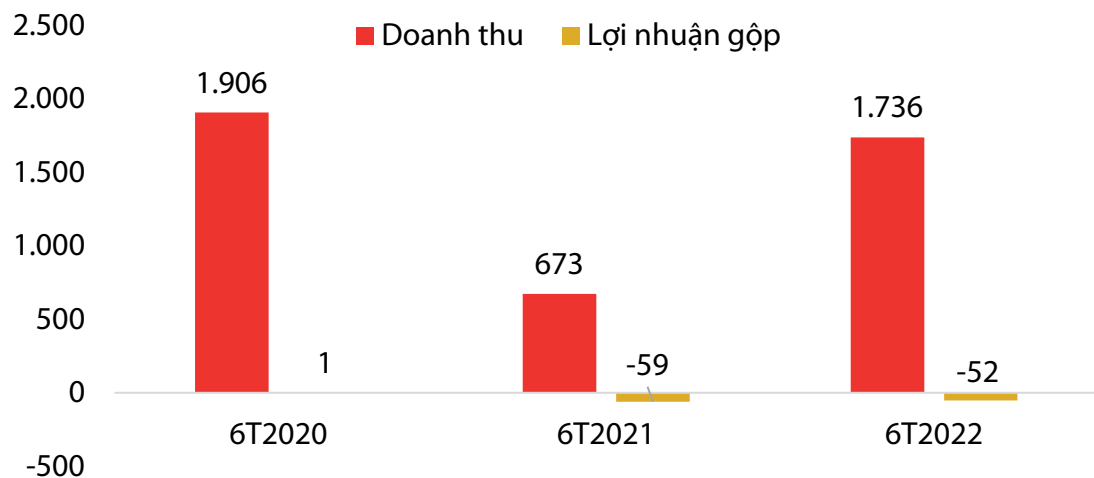
Giá cho thuê giàn năm 2023 có thể tốt hơn nhờ đà tăng giá giàn của khu vực.

- Nhìn sang năm 2023, chúng tôi thấy rằng giá thuê giàn khoan trong khu vực đang ở mức cao so với giá thuê giàn trung bình năm 2022 của PVD (xấp xỉ 60.000 USD/ngày). Do đó, có thể kỳ vọng PVD sẽ giành được hợp đồng mới với giá tốt hơn giá hiện tại vào năm 2023.

RỦI RO VỚI KHUYẾN NGHỊ

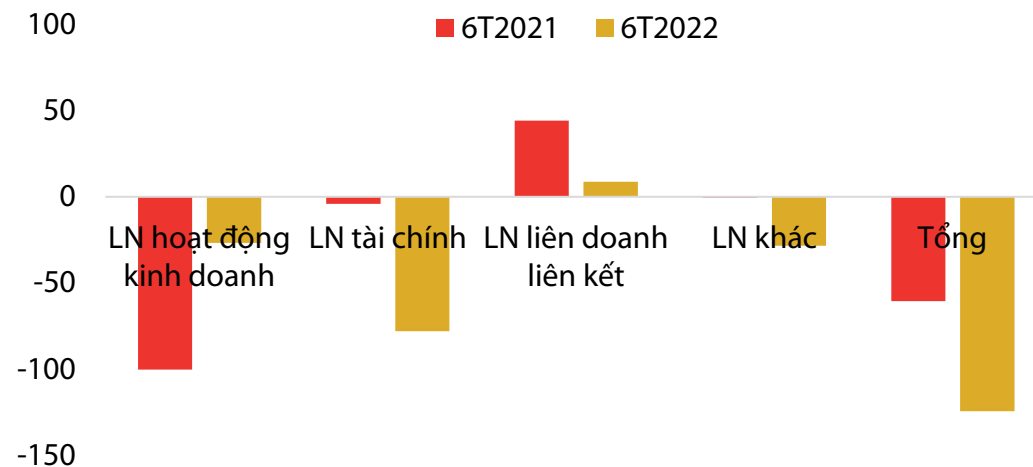
- Giá dầu suy yếu, dẫn đến giá thuê cũng giảm trong năm 2023.

Hình 1: Hiệu quả hoạt động mảng khoan (tỷ đồng)



Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt

Hình 2: Cơ cấu lợi nhuận trước thuế



Nguồn: PVD, CTCK Rồng Việt

Doanh thu dịch vụ khoan tăng nhờ giàn PVD V nhưng vẫn lỗ

- Trong nửa đầu năm 2022, doanh thu từ mảng khoan tăng 157,9% lên 1.736 tỷ đồng. Sự tăng trưởng chủ yếu đến từ PVD V khi giàn khoan này bắt đầu chiến dịch cho Shell Brunei từ cuối tháng 1 năm nay. Tuy nhiên, mảng khoan vẫn ghi nhận khoản lỗ gộp 52 tỷ đồng so với mức lỗ 59 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Chi phí tài chính tăng cao cùng với lợi nhuận liên doanh thấp đã ảnh hưởng lên lợi nhuận chung

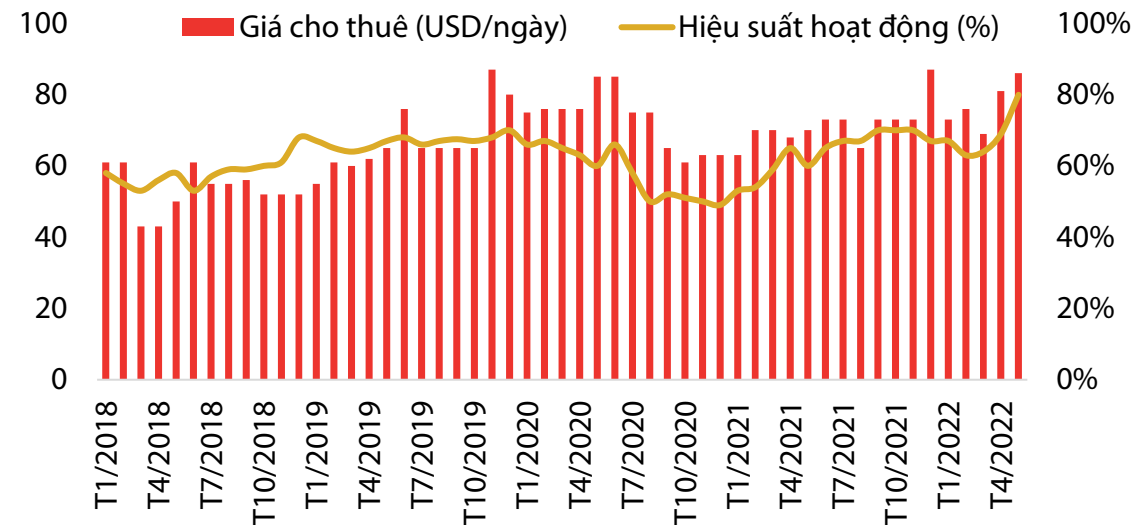
- Mặc dù doanh thu tăng mạnh nhưng chúng tôi cũng thấy chi phí quản lý và chi phí tài chính tăng trong 2 quý đầu 2022. Cụ thể, PVD đã trích lập dự phòng bổ sung cho các khoản phải thu của Kris Energy và các khách hàng khác với tổng giá trị là 31 tỷ đồng. Bên cạnh đó, công ty cũng ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá gần 67 tỷ đồng.
- Lợi nhuận của liên doanh chỉ đạt 9 tỷ đồng so với 44 tỷ đồng cùng kỳ năm ngoái.

Bảng 1: Lịch khoan năm 2022

Hợp đồng	
PVD I	+ Vietsovpetro: 1/1/2022 đến 4/7/2022. + Vietsovpetro: 20/7/2022 đến cuối năm 2022.
PVD II	+ Vietsovpetro: 19/3/2022 đến 30/6/2022. + Premier Oil (Indonesia): 10/7/2022 đến 14/10/2022. + Hoang Long Hoang Vu: 22/10/2022 đến cuối năm 2022.
PVD III	+ Repsol Malaysia: cả năm 2022.
PVD VI	+ ENI: 1/4/2022 đến 2/7/2022. + POVO: 16/07/2022 đến 15/10/2022 (tùy chọn gia hạn 1 tháng). + Cửu Long JOC: 26/11/2022 đến cuối năm 2022.
PVD V (TAD)	+ BSP: 28/1/2022 đến cuối năm 2022.
PVD 11	+ GBRS: 1/1/2022 đến 5/10/2022.
Hakuryu 11 (giàn thuê ngoài)	+ Idenmitsu: 1/1/2022 đến 25/7/2022

Nguồn: PVD

Hình 3: Giá cho thuê và hiệu suất sử dụng giàn khoan ở Đông Nam Á



Nguồn: IHS

Lợi nhuận 6 tháng cuối năm được dự đoán sẽ tốt hơn

- Chúng tôi kỳ vọng hoạt động kinh doanh của PVD sẽ cải thiện trong 2 quý cuối nhờ hiệu suất sử dụng cao hơn và không còn chi phí bất thường như trong 2 quý đầu.
- Với hoạt động khoan, doanh thu được đảm bảo bởi lịch trình khoan kéo dài hết năm. Ngoài ra, PVD nhiều khả năng sẽ không ghi nhận thêm chi phí bất thường như nửa đầu năm và giúp biên lợi nhuận gộp mảng khoan cải thiện. Với chi phí tài chính, tỷ giá hạ nhiệt so với mức tăng mạnh trong Q2/2022 sẽ giảm chi phí tài chính trong nửa cuối năm so với đầu năm. Đối với chi phí quản lý doanh nghiệp, chúng tôi cho rằng PVD sẽ không trích lập thêm bất kỳ khoản dự phòng nào.
- Cho năm 2022, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của cổ đông công ty mẹ lần lượt đạt 5.214 tỷ đồng, tăng 31,2% svck và lỗ 90 tỷ đồng. Hay LNST của cổ đông công ty mẹ sẽ ghi nhận lãi 26 tỷ đồng trong 2 quý cuối 2022.

Giá thuê giàn có thể tốt hơn vào năm 2023

- Nhìn vào năm 2023, chúng tôi thấy rằng giá thuê giàn khoan trong khu vực đang ở mức cao so với giá thuê ngày trung bình năm 2022 của PVD (xấp xỉ 60.000 USD/ngày). Do đó, có thể kỳ vọng PVD sẽ giành được hợp đồng mới với giá tốt hơn giá hiện tại vào năm 2023.

KHOİ PHÂN TÍCH & TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Nguyễn Thị Phương Lam

Head of Research

lam.ntp@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1313)

- Thị trường
- BĐS Khu công nghiệp

Trần Hà Xuân Vũ

Senior Manager

vu.thx@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1512)

- Dầu khí
- Phân bón

Phạm Thị Tố Tâm

Manager

tam.ptt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1530)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm

Đỗ Thanh Tùng

Manager

tung.dt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1521)

- Bán lẻ
- Hàng không
- Logistics
- Thị trường

Nguyễn Thị Ngọc An

Senior Analyst

an.ntn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1541)

- Thực phẩm & Đồ uống
- Ô tô & Phụ tùng

Trần Kỳ Anh

Senior Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1544)

- Thị trường
- Bất động sản
- Xây dựng

Nguyễn Hồng Loan

Analyst

loan.nh@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1531)

- Dệt may
- Thủy sản
- Thực phẩm & Đồ uống

Nguyễn Ngọc Thành

Analyst

thanh.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1535)

- Ngân hàng
- Bảo hiểm
- Chứng khoán

Nguyễn Ngọc Thảo

Analyst

thao.nn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1524)

- Tiện ích công cộng
- Cảng biển
- Logistics

Trần Thị Ngọc Hà

Assistant

ha.ttn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1526)

Lê Tự Quốc Hưng

Analyst

anh.tk@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1546)

- Thị trường
- Bất động sản KCN

Bernard Lapointe

Senior Consultant

bernard.lapointe@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

Trần Thị Hà My

Senior Consultant

my.tth@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006

- Kinh tế vĩ mô

Cao Ngọc Quân

Analyst

quan.cn@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (2223)

- Công nghệ thông tin
- Dược

Trần Ngọc Thảo Trang

Assistant

trang.tnt@vdsc.com.vn

+ 84 28 6299 2006 (1522)



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN RỒNG VIỆT

 Tầng 1-2-3-4 Toà nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, Phường Bến Thành, Quận 1, TP. Hồ Chí Minh



www.vdsc.com.vn

