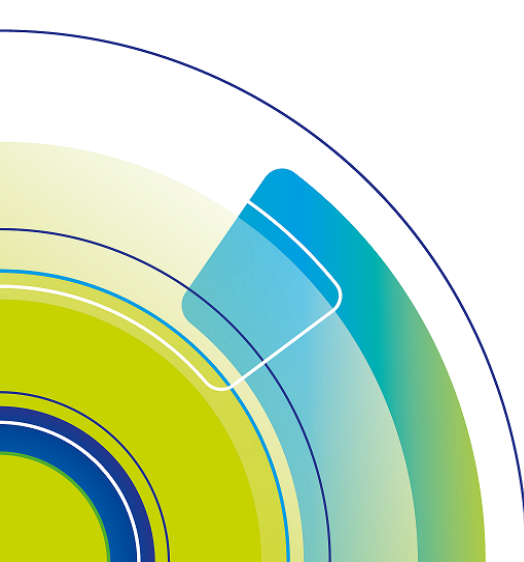




Tổng quan Ngành – DẦU KHÍ

Ngày 01/06/2018



Phan Việt Hưng

(+84 28) 3823 4159 - Ext: 354

hungpv@acbs.com.vn

Báo cáo ngành

Các cổ phiếu chính

PVS	MUA
PVD	NẮM GIỮ
GAS	NẮM GIỮ
PLX	NẮM GIỮ
BSR	NẮM GIỮ

Ngành Dầu Khí Việt Nam

Tổng quan: Ngành dầu khí Việt Nam, được chi phối bởi Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam - PVN) và được Bộ Công Thương giám sát, đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam nhờ đóng góp đáng kể vào GDP và ngân sách nhà nước (trung bình 20%). Với dự trữ dầu thô ở mức 4,4 tỷ thùng, Việt Nam đứng thứ 3 trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương và cung cấp khoảng 0,6% nhu cầu toàn cầu. Tuy nhiên, Việt Nam lại là nước nhập khẩu ròng các sản phẩm xăng dầu do công suất lọc dầu trước 2018 còn thấp (6,5 triệu tấn/ năm). Năm 2017, sản lượng dầu thô trong nước giảm 11,1% xuống còn 13,5 triệu tấn trong đó xuất khẩu 6,8 triệu tấn (-10%). Mặc dù vậy, nhu cầu các sản phẩm xăng dầu vẫn đạt mức tăng trưởng tốt trên 6%.

Cơ hội và Thách thức: Tăng trưởng kinh tế vượt bậc cùng mức tiêu thụ xăng bình quân đầu người thấp sẽ gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu ở Việt Nam. Ngoài ra, theo cam kết WTO, Việt Nam đã và sẽ mở cửa lĩnh vực này cho các nhà đầu tư nước ngoài để thu hút vốn, chuyên môn và công nghệ khi mà cơ sở hạ tầng cho mảng trung nguồn vẫn còn thiếu, cũng như nguồn vốn cho các hoạt động thăm dò và phát triển các mỏ dầu mới. Tuy nhiên, căng thẳng với Trung Quốc trên lãnh thổ ở Biển Đông là một trong những thách thức lớn nhất bên cạnh tình hình suy giảm trữ lượng dầu khai thác của nước ta và các rủi ro về chính sách của Chính phủ.

Diễn biến giá dầu: Giá dầu thế giới đã giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 13 năm (27 USD/ thùng) vào đầu 2016 do sự gia tăng mạnh mẽ sản lượng dầu đá phiến của Mỹ cùng với nhu cầu yếu đi ở nhiều nước. Sau đó, các thành viên trong và ngoài OPEC đã đồng ý cắt giảm sản lượng 1.8 triệu thùng/ ngày để đẩy giá dầu đi lên. Thỏa thuận này đã được kéo dài nhiều lần và có hiệu lực cho đến cuối năm 2018. Gần đây, giá dầu đã tăng khá mạnh, với giá dầu Brent đạt 77.7 USD/ thùng sau khi Mỹ rút khỏi thỏa thuận hạt nhân với Iran - nước xuất dầu lớn thứ 3 của OPEC, và áp lệnh trừng phạt trở lại.

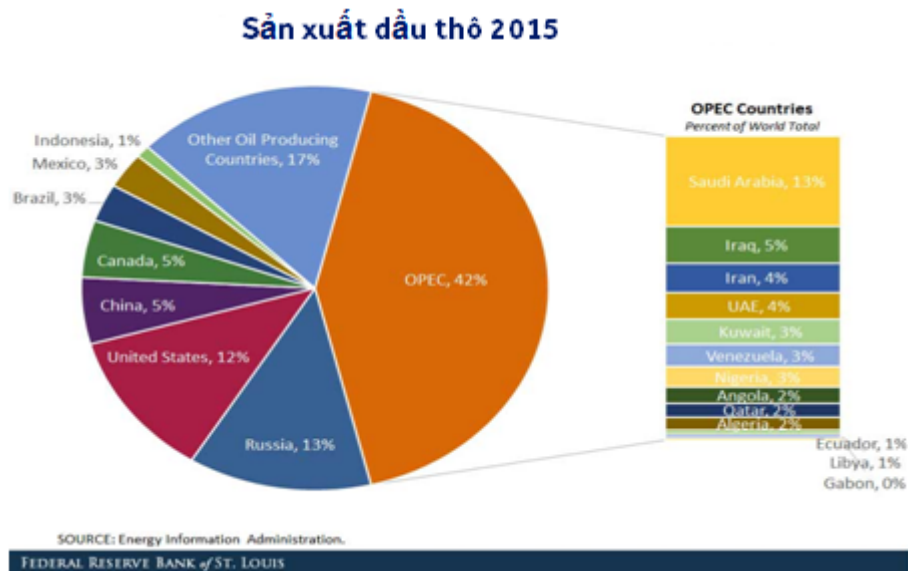
Triển vọng: Theo báo cáo của EIA, giá dầu Brent được dự báo đạt trung bình 71 USD/ thùng trong 2018. Mặc cho việc duy trì thỏa thuận cắt giảm sản lượng, giá dầu cao cũng mang lại nhiều động lực hơn cho Mỹ trong việc gia tăng sản lượng dầu đá phiến. Do đó, xu hướng tăng của giá dầu sẽ bị hạn chế.

Với nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam đang ở mức thấp 0,21 lít/ người, tiềm năng tăng trưởng ngành dầu khí nước ta vẫn còn rất lớn. Tuy nhiên, trữ lượng dầu khai thác đang trong quá trình suy giảm. Hầu hết các mỏ dầu lớn đều đã được khai thác trong một thời gian dài và hiện đang trong giai đoạn cuối trong khi các vị trí dự kiến phát triển mỏ mới đa số là mỏ nhỏ.

Mã	Vốn hoá thị trường	P/E dự phóng	P/B dự phóng	Doanh thu '18	LNST '18
GAS	171,308	16.9	3.6	72,371	10,520
PLX	71,846	20.2	2.9	186,808	3,850
PVS	7,593	11.3	0.6	13,821	796
PVD	5,149	N/A	0.4	4,443	2
OIL	18,612	38.0	1.7	60,146	505
BSR	57,049	6.2	1.3	95,190	9,204
Ngành dầu khí VN	342,982	14.9	2.8		
Thị trường mới nổi	N/A	24.5	2.1		
VN-Index	2,950,590	18.5	2.7		

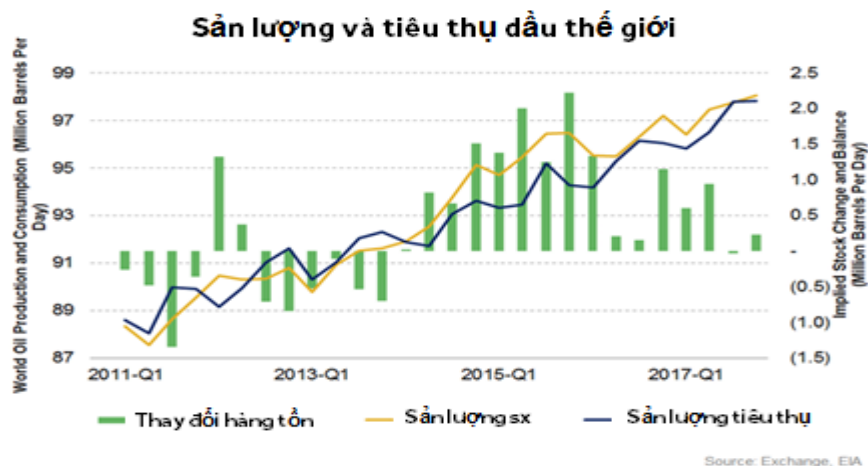
Ngành Dầu Khí Thế Giới

Cung và Cầu



Giữ vai trò quan trọng trong nguồn năng lượng thế giới, dầu thô chiếm một phần ba mức tiêu thụ năng lượng toàn cầu. Liên quan đến các thành phần chủ chốt của thị trường này, OPEC kiểm soát 81,5% trữ lượng dầu thô đã được xác thực trên toàn thế giới, trong đó 65,5% tổng trữ lượng OPEC nằm ở khu vực Trung Đông. Cùng với sản lượng dầu chiếm hơn 40% tổng sản lượng toàn cầu, OPEC có sức ảnh hưởng mạnh mẽ đến giá dầu. Ngoài ra, xét trên phương diện từng nước thì Ả Rập Xê Út (thành viên quan trọng nhất của OPEC), Nga và Mỹ là 3 nước sản xuất dầu lớn nhất, trong khi nhu cầu tiêu thụ dầu hàng đầu thuộc về Mỹ (19 triệu thùng/ ngày) và Trung Quốc (10,5 triệu thùng/ ngày).

Theo báo cáo gần nhất của OPEC, năm 2017, tiêu thụ dầu thế giới (97 triệu thùng/ ngày) tăng 1,6%, tương đương 1,6 triệu thùng/ ngày (cao hơn mức trung bình 10 năm 1,2%). Tuy nhiên, sản lượng dầu thế giới lại giảm 1,8%, chủ yếu là do thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC và tình hình giá dầu thấp dẫn đến sự sụt giảm nguồn vốn đầu tư trong nhiều năm vào khu vực thượng nguồn.



Diễn biến giá dầu

Trong khoảng thời gian từ 2010 đến giữa năm 2014, giá dầu thế giới luôn được duy trì khá ổn định quanh khoảng 110 USD/ thùng. Tuy nhiên, kể từ sau đó, giá dầu đã bắt đầu rơi vào xu hướng giảm do nhu cầu yếu đi ở nhiều nước, xuất phát từ tốc độ tăng trưởng kinh tế bất ổn, và đặc biệt là sản lượng dầu đá phiến gia tăng mạnh mẽ của Mỹ.

Sau khi giảm xuống mức thấp nhất trong vòng 13 năm (27 USD/ thùng) vào đầu 2016, giá dầu (Brent) đã bắt đầu tăng trở lại nhờ vào thỏa thuận giữa Ả Rập Saudi, Nga, Qatar và Venezuela ngày 16 tháng 2, trong đó sản lượng dầu được đóng băng ở mức của tháng 1/2016. Sau đó, vào ngày 30/11, các thành viên OPEC đã đồng ý cắt giảm sản lượng 1,2 triệu thùng/ ngày đến nửa đầu 2017. Các nước ngoài OPEC cũng đồng thuận cắt giảm gần 600.000 thùng/ ngày, trong đó Nga giảm mạnh nhất 300.000 thùng/ ngày. Mặc dù việc tuân thủ của mỗi nước vẫn luôn đáng nghi ngại, với những nỗ lực này, giá dầu đã tăng hơn 90% trong năm 2016 lên 56 USD/ thùng. (Thỏa thuận này không bao gồm các nước sản xuất lớn như Mỹ, Trung Quốc, Canada và Brazil).

Vào tháng 5/2017, OPEC và các nước ngoài OPEC mà dẫn đầu là Nga đã nhất trí kéo dài thỏa thuận cắt giảm sản lượng thêm 9 tháng đến tháng 3/2018 với mục đích nhằm hạn chế tình trạng dư cung và đẩy giá dầu đi lên. Tuy nhiên kết quả này lại gây ra một chút thất vọng ban đầu khi mà thị trường đã kỳ vọng mức cắt giảm lớn hơn. Sau đó, dữ liệu báo cáo của EIA cho thấy OPEC đã cải thiện đáng kể việc tuân thủ các cam kết cắt giảm nguồn cung của mình và Nga cũng được dự đoán sẽ tiếp tục duy trì thỏa thuận, giá dầu nhờ vậy cũng đã tăng mạnh.

Sau đó, tại cuộc họp ở Vienna ngày 30/11/2017, OPEC và đại gia phi OPEC đã đồng ý tiếp tục kéo dài thỏa thuận này đến cuối 2018. Kết quả này phù hợp với kỳ vọng của thị trường và hỗ trợ mạnh cho giá dầu lên trên 60 USD/ thùng. Trong những ngày gần đây, giá dầu đã tăng khá mạnh, với giá dầu Brent đạt 77.7 USD/ thùng sau khi Mỹ rút khỏi thỏa thuận hạt nhân Iran và áp lệnh trừng phạt trở lại. Hành động này sẽ tác động mạnh lên hoạt động xuất khẩu dầu thô của Iran nói riêng và thị trường dầu mỏ thế giới nói chung khi mà Iran là nước xuất dầu lớn thứ 3 của OPEC.



Ngành Dầu Khí Việt Nam

Ngành dầu khí Việt Nam, được chi phối bởi Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PetroVietnam - PVN) và được Bộ Công Thương giám sát, đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam nhờ đóng góp đáng kể vào GDP và ngân sách nhà nước (trung bình 20%). Đây cũng là lĩnh vực được ưu tiên hàng đầu của Chính phủ cho tăng trưởng kinh tế quốc gia và an ninh năng lượng.

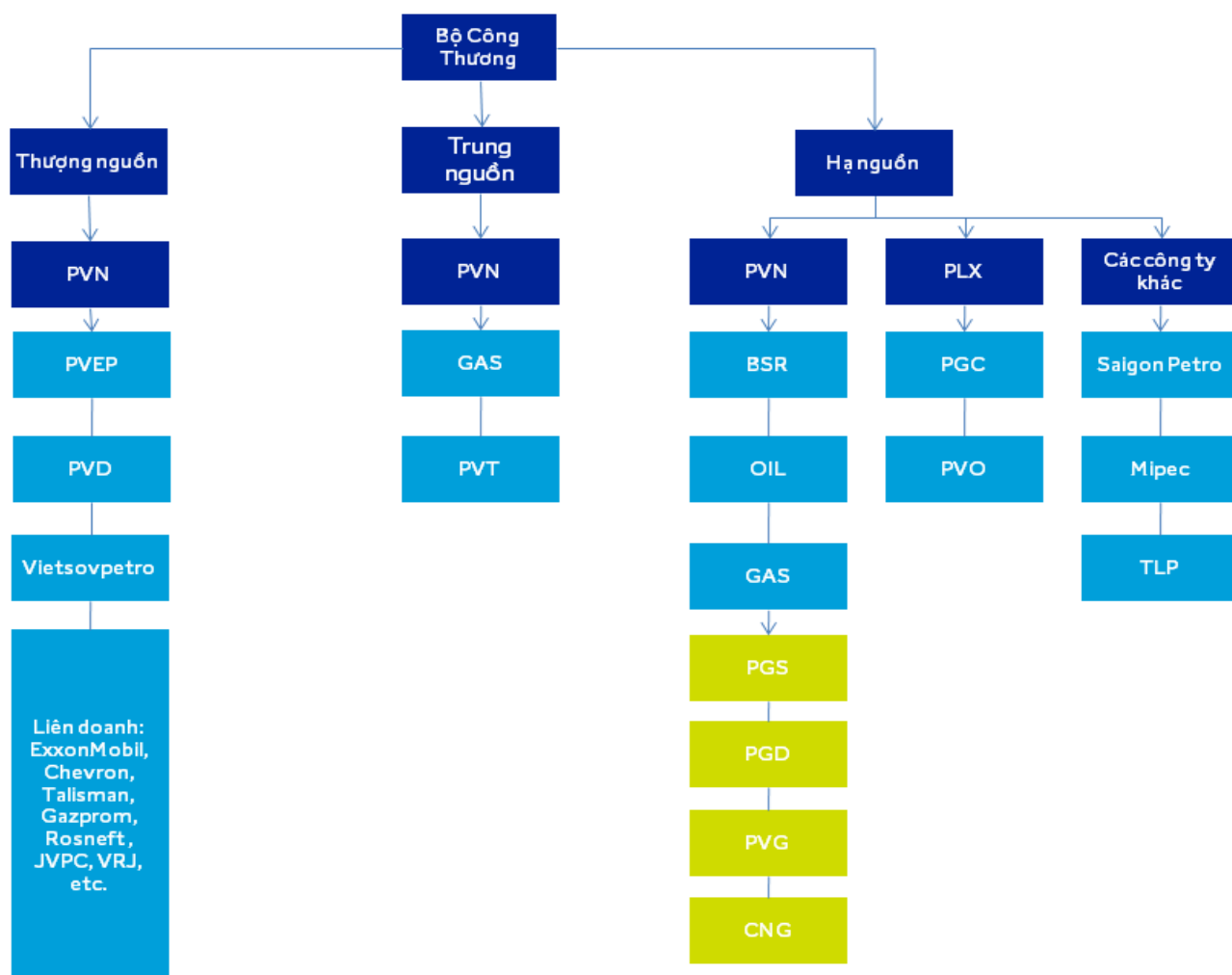
Năm	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu hợp nhất PVN (nghìn tỷ VND)	127.0	137.0	235.0	325.0	363.0	390.0	366.0	311.0	234.0
GDP (nghìn tỷ VND)	1477.7	1700.5	1980.8	2538	2978.2	3139.6	3937	4192.9	4502.7
Tỷ lệ đóng góp PVN trong GDP (%)	18.9	16	24	26.6	25.9	24.3	9.3	7.4	5.1
Đóng góp PVN trong Ngân sách NN (nghìn tỷ VND)	121.8	88	110.4	160.8	186.3	195.4	189.4	115.1	90.2
Tỷ lệ đóng góp PVN trong Ngân sách NN (%)	29.2	22.6	27.9	27.1	24.4	24.1	23.3	13	8.2
Tỷ lệ đóng góp của Dầu thô trong Ngân sách NN (%)	24	12.9	14.4	11.5	18.3	12.1	12.1	7.1	4.0

Nguồn: GSO

Ngành công nghiệp dầu khí được chia ra làm 3 lĩnh vực chính:

- Thượng nguồn: bao gồm các hoạt động tìm kiếm, thăm dò, khai thác
- Trung nguồn: bao gồm toàn bộ các hoạt động vận chuyển, tàng trữ và phân phối
- Hạ nguồn: bao gồm các hoạt động lọc, hóa dầu, phân phối khí và các sản phẩm dầu khí

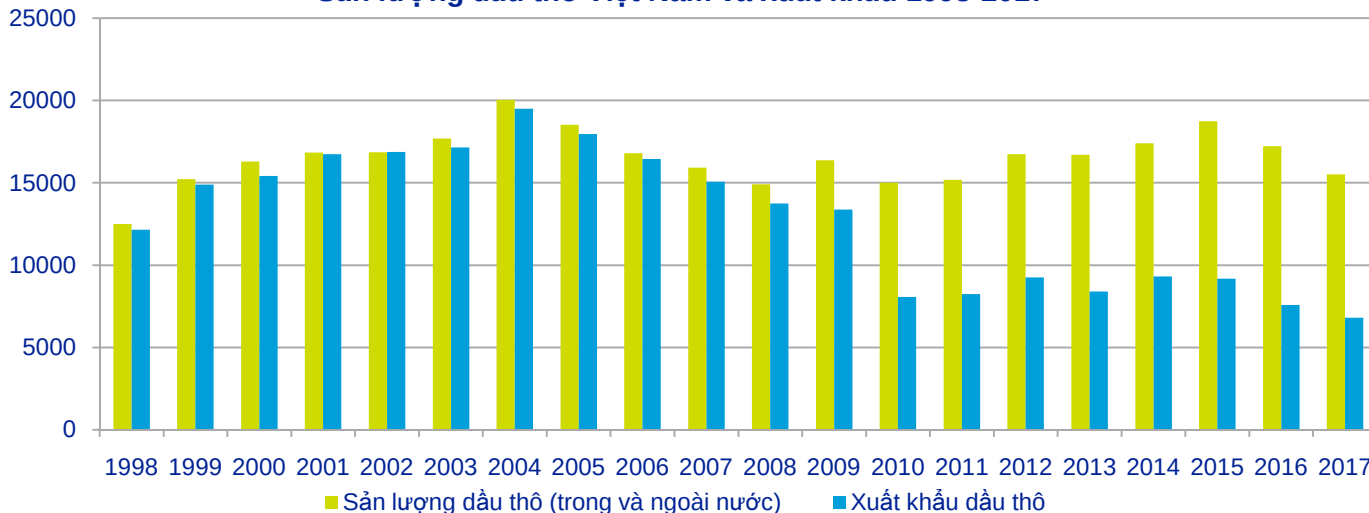
Trong đó, PVN và Petrolimex (Hose: PLX) là 2 công ty chủ chốt và được biết đến nhiều nhất của ngành này. Tuy nhiên, PLX chỉ hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực (hạ nguồn) xuất nhập khẩu và kinh doanh, phân phối xăng dầu, lọc-hóa dầu với thị phần 48-50% trong khi PVN đã xây dựng cho mình 1 chuỗi giá trị từ khâu thượng nguồn, trung nguồn đến hạ nguồn.



Cung cầu xăng dầu trong nước

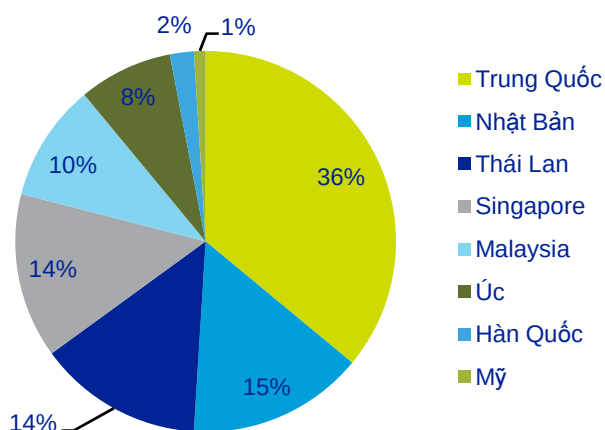
nghìn tấn

Sản lượng dầu thô Việt Nam và xuất khẩu 1998-2017



Nguồn: GSO

Xuất khẩu dầu thô VN 6T2017

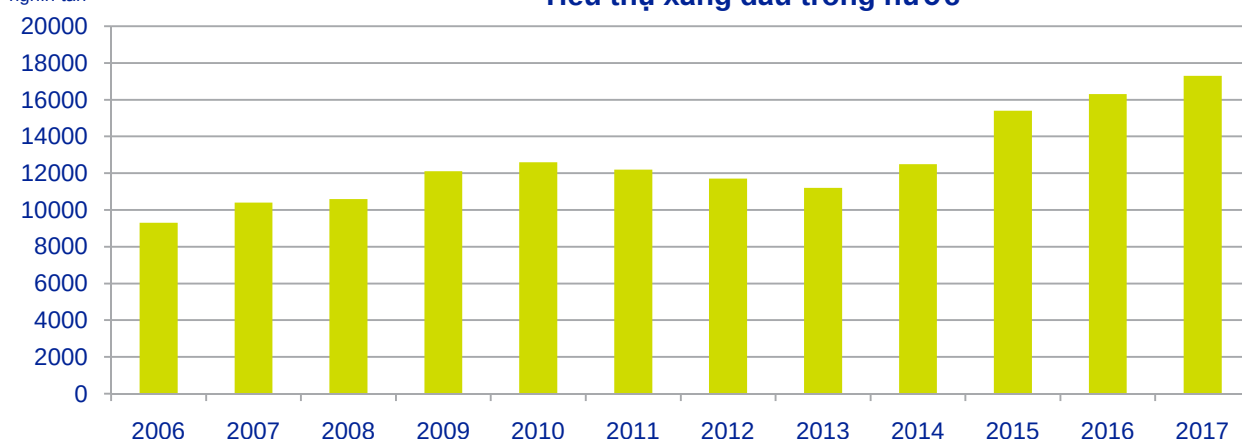


Theo báo cáo của BP, dự trữ dầu thô của Việt Nam ở mức 4,4 tỷ thùng (chủ yếu nằm ở miền Nam) và đứng thứ 3 trong khu vực Châu Á Thái Bình Dương, sau Trung Quốc (25,7 tỷ thùng) và Ấn Độ (4,4 tỷ thùng) nhưng thấp hơn nhiều so với Venezuela (300,9 tỷ thùng) và Saudi Arabia (266,5 tỷ thùng).

Việt Nam là nước xuất khẩu dầu thô ròng (cung cấp khoảng 0,6% nhu cầu toàn cầu), nhưng lại là nước nhập khẩu ròng các sản phẩm xăng dầu do công suất lọc dầu trước 2018 còn thấp (6,5 triệu tấn/ năm của Nhà máy lọc dầu Dung Quất). Năm 2017, PVN sản xuất 13,5 triệu tấn dầu thô trong nước (-11,1% YoY) trong khi xuất khẩu 6,8 triệu tấn (-10% YoY) và cung cấp cho nhà máy lọc dầu Dung Quất khoảng 6 triệu tấn. Năm 2018, PVN có kế hoạch khai thác 11,31 triệu tấn dầu thô trong nước (-16,2% YoY).

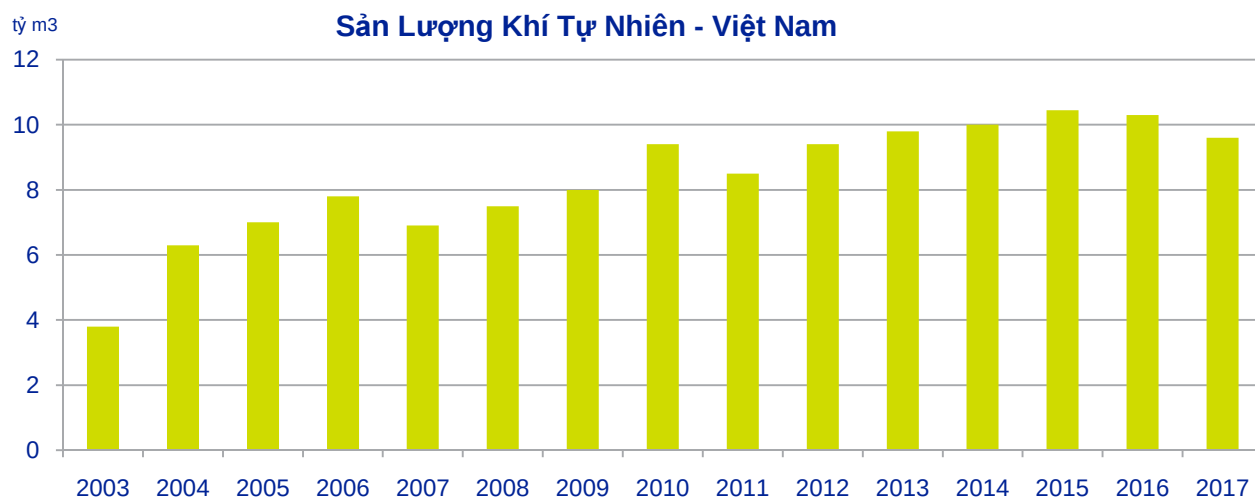
Tiêu thụ xăng dầu trong nước

nghìn tấn



Nguồn: PVN 2017

Khí Tự Nhiên



Nguồn: PVN 2017

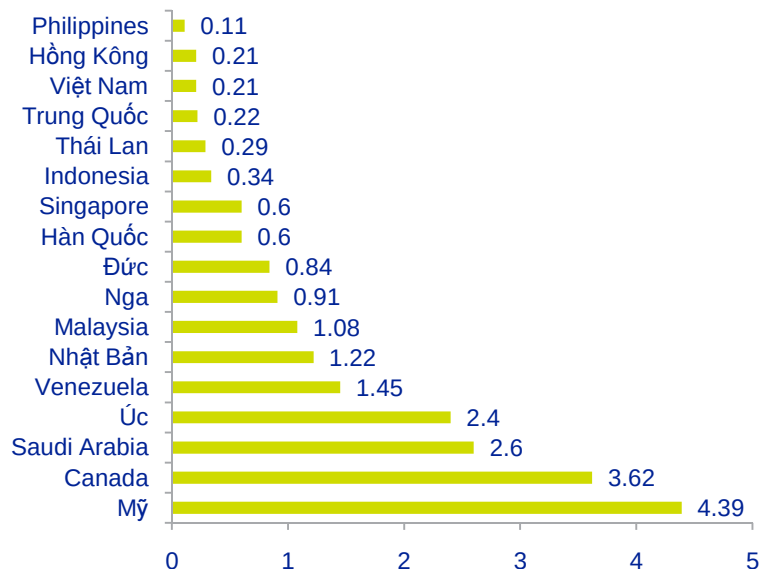
Theo EIA, cả nước hiện có trữ lượng khoảng 690 tỷ mét khối (BCM) khí đốt vào thời điểm cuối năm 2016. Sản lượng sản xuất khí tự nhiên bắt đầu tăng mạnh đáng kể từ năm 2003 khi mà bể Nam Côn Sơn được đưa vào khai thác. Trong giai đoạn 2011-2016, sản lượng khí của Việt Nam ghi nhận mức tăng trưởng CAGR 5 năm 3,9%. Khí tự nhiên ở Việt Nam được sản xuất chủ yếu từ 3 bể: Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay - Thổ Chu.

Nhu cầu khí trong nước hàng năm gần như tương đương sản lượng sản xuất, trong đó 82-85% dành cho việc sản xuất điện, 10% cho các nhà máy phân bón, và phần còn lại được tiêu thụ qua hình thức khí thấp áp hoặc LPG. Liên quan đến mảng này, PV Gas (Hose: GAS), công ty con của PVN, giữ vai trò chủ đạo trong ngành công nghiệp khí toàn quốc. Hiện tại, cả nước có 4 hệ thống đường ống dẫn khí chính do GAS phát triển và vận hành với tổng công suất chỉ cao hơn một chút so với nhu cầu hàng năm. Trong năm 2017, sản lượng khí tự nhiên giảm 6,7% xuống 9,6 BCM do hoạt động bảo trì của một số nhà máy điện khí cũng như sự ưu tiên huy động điện từ thủy điện của EVN. Bên cạnh đó, theo PVN, nhu cầu khí tự nhiên sẽ vượt nguồn cung trong nước vào năm 2025, đặc biệt là trong ngành điện ở miền Nam nước ta.

Hệ thống khí	Năm Vận hành	Công suất (tỷ m3/năm)	Vốn đầu tư (triệu USD)	Chiều dài (km)
Cửu Long	1995	2	600	370
Nam Côn Sơn	2002	7	1.300	>400
PM3-Cà Mau	2007	2	214	325
Hàm Rồng-Thái Bình (Gđ 1)	8-2015	0.2	91,7	25
Nam Côn Sơn 2 (Gđ 1)	12-2015	7 (sau Gđ2)	402,6	151

Thách Thức Và Cơ Hội Ngành Dầu Khí VN

(Đơn vị lít) Tiêu thụ xăng dầu trên đầu người 2016



Cơ hội

- Tăng trưởng kinh tế nhanh chóng sẽ gia tăng nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu
- Tiêu thụ xăng bình quân đầu người còn khá thấp
- Thiếu cơ sở hạ tầng cho mảng trung nguồn
- Theo cam kết WTO, Việt Nam đã và sẽ mở cửa lĩnh vực này cho các nhà đầu tư nước ngoài để thu hút vốn, chuyên môn và công nghệ
- Dòng vốn nước ngoài đang được kêu gọi tham gia các hoạt động thăm dò và phát triển các mỏ dầu mới

Thách thức

- Cạnh tranh với Trung Quốc trên lãnh thổ ở Biển Đông
- Chi phí đầu tư ban đầu cao
- Những thay đổi về chính sách của Chính phủ
- Trữ lượng dầu khai thác đang trong quá trình suy giảm

Triển Vọng

Giá dầu thế giới

Theo báo cáo của EIA, giá dầu Brent được dự báo đạt trung bình 71 USD/ thùng trong 2018. Về nhu cầu, theo IEA, nhu cầu dầu toàn cầu dự kiến sẽ tăng trung bình 1,2 triệu thùng/ ngày mỗi năm đến 2022. Do giá dầu phụ thuộc vào sự tương tác giữa cung và cầu nên sản lượng dầu đá phiến của Mỹ và nguồn cung dầu của OPEC đóng vai trò quan trọng trong việc xác định giá dầu.

Mặc cho thỏa thuận cắt giảm sản lượng, trở ngại lớn nhất trong việc thắt chặt nguồn cung của OPEC là sản lượng dầu đá phiến của Mỹ, đã tăng hơn 27% lên 10,7 triệu thùng/ ngày (5/2017) kể từ mức thấp nhất gần đây vào giữa 2016. Với các yếu tố này, mức tăng của giá dầu trung bình năm nay sẽ bị hạn chế.

Ngành dầu khí Việt Nam

Theo Global Petrol Prices, nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam đang ở mức 0,21 lít/ người, thấp hơn nhiều so với Thái Lan, Indonesia và Singapore. Với điều này, ngành dầu khí nước ta vẫn còn tiềm năng tăng trưởng rất lớn.

Tuy nhiên, trữ lượng dầu khai thác đang trong quá trình suy giảm. Hầu hết các mỏ dầu lớn đều đã được khai thác trong một thời gian dài và hiện đang trong giai đoạn cuối trong khi các vị trí dự kiến phát triển mỏ mới đa số là mỏ nhỏ. Trong đó, mỏ Bạch Hổ, cung cấp khoảng 60% sản lượng của PVN, nay chỉ có thể khai thác được 4-5 năm nữa. Việc thiếu thăm dò đã dẫn đến mức tăng trữ lượng dầu khí ở mức thấp nhất từ trước đến nay trong 2017.

Công Ty Niêm Yết Tiêu Biểu

Liên quan đến hoạt động của các công ty niêm yết trong ngành, sự phục hồi mạnh của giá dầu gần đây sẽ phản ánh vào kết quả kinh doanh của GAS nhanh hơn nhiều so với các công ty khác như PVD và PVS. Tuy nhiên, điều đó chỉ có tác động đối với các nhà đầu tư ngắn hạn trong khi nhà đầu tư dài hạn cần nên xem xét chi tiết hơn sau đây trước khi đưa ra quyết định đầu tư của mình.

Tổng Công ty Cp Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí VN (PVS)

Là công ty con của Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), Tổng công ty PVS được thành lập từ tháng 2/1993. Sau gần 25 năm phát triển, PVS đã có những bước phát triển vượt bậc, trở thành nhà cung cấp hàng đầu các dịch vụ kỹ thuật cho ngành công nghiệp dầu khí Việt Nam cũng như xây dựng được uy tín thương hiệu của mình trên thị trường khu vực. Hiện công ty có 6 mảng kinh doanh chính:

- Cơ khí và xây lắp dầu khí (M&C)
- Tàu chuyên dụng
- Căn cứ Cảng
- Kho nổi chứa và xử lý dầu thô (FSO/FPSO)
- Vận hành và bảo dưỡng (O&M)
- Khảo sát địa chất và sửa chữa công trình ngầm ROV

Sau khi đạt mức tăng trưởng kép doanh thu (9%) và lợi nhuận (8.1%) trong giai đoạn 2011-2014, kết quả kinh doanh của PVS chịu tác động chung khá tiêu cực kể từ 2015. Trong 2017, xu hướng sụt giảm trong doanh thu và lợi nhuận của PVS tiếp tục diễn ra với doanh thu đạt VND16.718 tỷ (-10,6% YoY) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND 800 tỷ (-22,9%). Lý giải cho điều này: sự sụt giảm của giá dầu đã gây ra sự trì hoãn cũng như lấy đi động lực triển khai các dự án ngoài khơi (biên LN cao hơn các dự án trên bờ) và các hoạt động thăm dò khai thác.

Về triển vọng 2018:

- Dự án Cá Rồng Đổ ngoài khơi vốn là một trong những động lực tăng trưởng hấp dẫn của PVS đã bị dừng lại do những áp lực từ phía Trung Quốc. Trước đó, dự án này đã được kỳ vọng đóng góp hơn 20% doanh thu của PVS trong năm nay
- Tuy nhiên, các dự án ngoài khơi khác như Sư tử trắng giai đoạn II, Sao Vàng Đại Nguyệt và Lô B Ô Môn vẫn sẽ hỗ trợ tốt cho kết quả kinh doanh của PVS cho giai đoạn 2018-2020
- Với việc đi vào hoạt động của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, sự phục hồi của giá dầu cũng như kế hoạch giai tăng ngân sách cho các hoạt động thăm dò tìm kiếm của PVN thì các mảng tàu chuyên dụng, căn cứ cảng và vận hành bảo dưỡng cũng sẽ được hưởng lợi

Nhìn chung, trong 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu PVS đạt VND13.821 tỷ (-17,4%) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND796 tỷ (+5%). Cùng với lượng tiền mặt dồi dào giúp đảm bảo việc thanh toán cổ tức hàng năm của PVS và P/B chỉ đang ở mức thấp 0.6x, chúng tôi khuyến nghị **MUA** với cổ phiếu này tại mức giá mục tiêu của VND24,650/ cp.

Tổng Công Ty Khoan và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí (PVD)

Là công ty con của Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), PVD hoạt động trong lĩnh vực cung cấp giàn khoan, dịch vụ kỹ thuật về khoan và giếng khoan, dịch vụ cung ứng nhân lực trong lĩnh vực khoan và giếng khoan dầu khí (ngoài khơi lẫn trên đất liền). Sau 15 năm phát triển, PVD hiện sở hữu 6 giàn khoan và hướng tới con số 15 trong tương lai. Hiện PVD đang chiếm 70% thị trường dịch vụ khoan trong nước và 55-90% thị trường về dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí, nhờ vào đội giàn khoan sở hữu khá trẻ với hiệu suất cao và sự hỗ trợ từ công ty mẹ - PVN. Tuy nhiên, sau khi chạm đỉnh doanh thu và LNST trong năm 2014, kết quả kinh doanh của PVD đã giảm liên tục và thậm chí lỗ trong 9T2017 do sự sụt giảm của giá cho thuê giàn tự nâng cũng như nhu cầu khoan và các dịch vụ giếng khoan. Giá dầu giảm đã lấy đi phần lớn động lực khoan và khai thác mỏ dầu mới do không mang lại lợi nhuận.

Trong 2017, PVD đã hoàn thành mục tiêu “không lỗ” với VND3890 tỷ doanh thu (-27% YoY) và VND45 tỷ LNST thuộc cổ đông công ty mẹ (-65% YoY). Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh cốt lõi thực chất lỗ do sự sụt giảm trong đơn giá cho thuê giàn tự nâng 22% xuống còn 55.000 USD/ngày và giàn TAD (có giá thuê cao gấp 2 lần giàn tự nâng) không có việc từ 10/2016. Kết quả LN dương hoàn toàn đến từ khoản LN khác VND622 tỷ do PVD đã hoàn nhập Quỹ phát triển Khoa học công nghệ 2013, 2014 và 2015 chưa sử dụng hết theo quy định.

Về triển vọng 2018:

- Tình trạng dư thừa nguồn cung của các giàn khoan trong khu vực sẽ giảm bớt nhờ sự phục hồi của giá dầu. Tuy nhiên, đơn giá cho thuê giàn sẽ chưa được hỗ trợ nhiều do được hỗ trợ nhiều do giá dầu cần được duy trì ở mức cao trong một khoảng thời gian nhất định trước khi nhu cầu khoan quay trở lại.
- Hầu hết các giàn của PVD sẽ phục vụ trên thị trường nước ngoài trong năm nay. Tuy nhiên, các thị trường này chỉ cho biên LN khá hẹp do chi phí cao cũng như sự bảo hộ cho các công ty tại đây.
- Giàn khoan TAD vẫn sẽ không có việc trong năm nay do sự tạm dừng của dự án Cá Rồng Đỏ

Nhìn chung, trong 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu PVD đạt VND4.443 tỷ (+14%) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ đạt mục tiêu không lỗ như kế hoạch VND2,2 tỷ (+9,3%). Thêm vào đó, dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh hiện không đủ để chi trả nợ gốc vay trong kỳ và P/E dự phóng hiện đang khá cao. Với giá cp PVD đã điều chỉnh giảm mạnh trong thời gian gần đây, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với cổ phiếu này tại mức giá mục tiêu VND15,300/ cp bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Tổng Công Ty Khí Việt Nam (GAS)

Giữ vai trò chủ đạo trong ngành công nghiệp khí toàn quốc, GAS hoạt động chính trong lĩnh vực thu gom, vận chuyển, chế biến, tàng trữ, kinh doanh, xuất nhập khẩu khí và các sản phẩm khí. Mỗi năm GAS đáp ứng cung cấp khí để sản xuất khoảng 35% sản lượng điện, 70% nhu cầu phân đạm và duy trì khoảng 70% thị phần LPG phục vụ các ngành công nghiệp và dân dụng của cả nước. Phần lớn doanh thu và lợi nhuận của GAS đến từ kinh doanh khí khô và LPG. Mặc dù sản lượng kinh doanh tăng trưởng đều đặn qua các năm, sự sụt giảm của giá dầu cùng cơ chế giá khí thị trường đã ảnh hưởng tiêu cực lên giá bán ra của GAS từ 2015.

Trong năm 2017, mặc dù sản lượng có phần giảm nhẹ do hoạt động bảo trì của một số nhà máy điện khí cũng như sự ưu tiên huy động điện từ thủy điện của EVN, doanh thu công ty vẫn đạt VND64.522 tỷ (+9,2% YoY) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND9.684 (+38% YoY) nhờ sự gia tăng giá bán khí, bắt nguồn từ mức tăng giá dầu trung bình 2017 18,5%

Về triển vọng 2018:

- Biên lợi nhuận gộp mảng LPG sẽ được cải thiện nhờ vào việc giảm sản lượng nhập khẩu LPG - vốn có chi phí cao hơn LPG sản xuất trong nước. Kết quả này là nhờ sự đi vào hoạt động của Nhà máy xử lý khí GPP Cà Mau và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn.
- Giá bán khí cao hơn nhờ triển vọng giá dầu tích cực (+ 15,2%). Tăng trưởng giá bán ra thường cao hơn mức tăng trưởng giá đầu vào.
- Sản lượng khí khô bán ra của GAS được dự báo sẽ tăng 2% trong năm nay. Mặc dù nhà máy NT2 đã hoàn thành công tác đại tu nhưng do không có mỏ khí lớn nào đi vào hoạt động trong năm nay và tình hình lượng mưa vẫn khả quan trong năm nay nên sản lượng khí tiêu thụ sẽ bị giới hạn.
- Một trong những động lực được kỳ vọng sẽ hỗ trợ giá cp trong 2018 đã không còn khi mà việc thoái vốn của PVN khỏi GAS sẽ không xảy ra trong năm nay.

Nhìn chung, trong 2018, chúng tôi dự phóng doanh thu GAS đạt VND72.371 tỷ (+12% YoY) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND10.520 tỷ (+8.6% YoY). Cùng với dòng tiền từ hoạt động kinh doanh mạnh mẽ giúp đảm bảo việc thanh toán cổ tức hàng năm của GAS và dự phóng giá dầu tích cực, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu là VND97,200 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền và P/E.

Tập đoàn xăng dầu Việt Nam - Petrolimex (PLX)

Petrolimex hiện nắm giữ thị phần lớn nhất trong mảng kinh doanh xăng dầu (48-50%), nhờ sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp trên phạm vi toàn quốc. Cùng với PV Oil và Saigon Petro, 3 công ty này hiện đang thống lĩnh hơn 75% thị phần cả nước. Hầu hết doanh thu và lợi nhuận gộp của PLX cũng đến từ mảng kinh doanh chính này, với tỷ lệ lần lượt 86% và 75%.

Trong 2017, PLX ghi nhận VND155.651 tỷ (+27% YoY) doanh thu và VND3.466 tỷ (-33% YoY) LNST thuộc cổ đông công ty mẹ. Doanh thu tăng là nhờ giá bán cùng sản lượng bán ra cao hơn với mức tăng lần lượt 13% và 6.8%. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp giảm đáng kể từ 11,5% (2016) xuống còn 8% trong năm 2017 do lượng nhập khẩu xăng dầu từ Hàn Quốc tăng cao cũng như việc bãi bỏ thu điều tiết của Nhà máy lọc dầu Dung Quất, qua đó làm thu hẹp sự chênh lệch giữa chi phí thuế nhập khẩu trong tính giá cơ sở và mức thuế nhập khẩu thực phải trả.

Về triển vọng 2018:

- Giá dầu tăng sẽ hỗ trợ tốt cho doanh thu của PLX
- Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng LN sẽ bị giới hạn do các yếu tố liên quan đến phần chênh lệch trong thuế xăng dầu được đề cập phía trên

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu PLX đạt VND186.808 tỷ (+20% YoY) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND3.850 tỷ (+11,1%). Tuy nhiên, về triển vọng dài hạn, PLX sẽ đối mặt với nhiều khó khăn trong việc gia tăng thị phần bằng phương thức

M&A do các điều khoản trong Luật cạnh tranh. Do đó, tốc độ tăng trưởng của PLX trong dài hạn ko thực sự hấp dẫn. Với các yếu tố nêu trên, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu là VND63.000 bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền.

Công ty cổ phần Lọc - Hóa dầu Bình Sơn (BSR)

BSR giữ vai trò quản lý, vận hành Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất. Tính đến cuối năm 2017, đây là NMLD duy nhất hoạt động tại Việt Nam với công suất thiết kế 6,5 triệu tấn dầu thô/ năm, cung cấp khoảng 30% nhu cầu xăng dầu của cả nước. Phần lớn doanh thu của BSR (80-90%) đến từ các sản phẩm truyền thống, bao gồm nhiên liệu Diesel DO, RON92 và RON 95.

Trong 2017, BSR ghi nhận doanh thu VND81.332 tỷ (+10.4% YoY) và LNSTthuộc cổ đông công ty mẹ VND7.710 tỷ (+73% YoY). Biên LN gộp của BSR cũng tăng khá ấn tượng từ 8,6% lên 11,2%. Tất cả là nhờ vào việc bãi bỏ thu điều tiết từ đầu năm 2017, đây là chênh lệch giữa mức thuế suất thuế nhập khẩu (MFN) của các sản phẩm lọc dầu hóa dầu tại thời điểm tiêu thụ trừ (-) mức giá trị ưu đãi tính trong giá bán đối với: xăng, dầu là 7%; LPG là 5% và sản phẩm hóa dầu là 3%. Ví dụ, thuế nhập khẩu MFN xăng là 20% thì Dung Quất phải nộp 13% và giữ lại 7%. Trong khi đó, các sản phẩm xăng dầu nhập khẩu vào Việt Nam vẫn phải chịu thuế nhập khẩu với mức thấp nhất là 10% cho các sản phẩm xăng từ Hàn Quốc. Cơ chế này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho biên LN của BSR cho đến tận năm 2024 khi mà thuế nhập khẩu xăng dầu từ ASEAN mới về cùng mức 0%.

Về triển vọng 2018:

- Nguồn cung trong nước sẽ có thêm NMLD Nghi Sơn. Tuy nhiên, giá bán ra của các sản phẩm từ nhà máy này sẽ khó có thể cạnh tranh với BSR do sẽ phải chịu thu điều tiết giống Dung Quất giai đoạn trước 2017
- Không phải dùng bảo dưỡng tổng thể như 2017
- Việc bãi bỏ thu điều tiết vẫn được duy trì
- Giá dầu tích cực sẽ hỗ trợ tốt cho doanh thu BSR
- Các ảnh hưởng tiêu cực liên quan đến việc khởi tố các lãnh đạo BSR trong việc nhận lãi ngoài từ Oceanbank sẽ tác động lên tâm lý nhà đầu tư

Nhìn chung, chúng tôi dự phóng doanh thu BSR đạt VND95.190 tỷ (+17% YoY) và LNST thuộc cổ đông công ty mẹ VND9.204 tỷ (+19% YoY). Với các yếu tố trên, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu là VND20.037 /cp bằng phương pháp chiết khấu dòng tiền

LIÊN HỆ

Trụ sở chính

41, Mạc Đĩnh Chi Q.1, TPHCM
Tel: (+84 28) 3823 4159
Fax: (+84 28) 3823 5060

Chi nhánh Hà Nội

10, Phan Chu Trinh Q. Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3942 9395
Fax: (+84 4) 3942 9407

PHÒNG PHÂN TÍCH

Trưởng bộ phận – Phân tích Cơ bản

Nguyễn Bình Thanh Giao
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
giaonbt@acbs.com.vn

CVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Lương Thị Kim Chi
(+84 28) 3823 4159 (ext: 327)
chiltk@acbs.com.vn

CVPT – Thép, Logistics, Nông nghiệp, Điện,
Trần Thị Hải Yến
(+84 28) 3823 4159 (ext: 326)
yentran@acbs.com.vn

CVPT – Bất động sản
Phạm Thái Thanh Trúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 303)
trucptt@acbs.com.vn

NVPT – Hàng tiêu dùng, Công nghệ
Trần Nhật Trung
(+84 28) 3823 4159 (ext: 351)
trungtn@acbs.com.vn

NVPT – Thép, Điện
Nguyễn Trí Cường
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
cuongnt@acbs.com.vn

NVPT – Dầu khí
Phan Việt Hưng
(+84 28) 3823 4159 (ext: 354)
hungpv@acbs.com.vn

NVPT – Kinh tế Vĩ mô, Thị trường Trái phiếu
Trần Vi Phúc
(+84 28) 3823 4159 (ext: 250)
phuctv@acbs.com.vn

NVPT – Logistics, Nhựa
Trịnh Viết Hoàng Minh
(+84 28) 3823 4159 (ext: 352)
minhtvh@acbs.com.vn

NVPT – Kỹ thuật
Lương Duy Phước
(+84 28) 3823 4159 (x250)
phuocld@acbs.com.vn

KHOİ KHÁCH HÀNG ĐỊNH CHẾ

Giám đốc Khối Khách hàng Định chế
Tyler Cheung
(+84 28) 54 043 070
tyler@acbs.com.vn

Trưởng bộ phận GDKHĐC
Huỳnh Thị Mỹ Hạnh
(+84 28) 5404 6632
hanhhtm@acbs.com.vn

Chuyên viên cao cấp PTKH
Phan Hồng Diệp
(+84 28) 3823 4159 (ext: 307)
diepph@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Nguyễn Xuân Hằng
(+84 28) 3823 4160
hangnx@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Trần Thị Thanh
(+84 28) 5404 6626
thanhtt@acbs.com.vn

Nhân viên GDKHĐC
Lý Ngọc Dung
(+84 28) 5404 6630
dungln.hso@acbs.com.vn

KHUYẾN CÁO

Nguyên Tắc Khuyến Nghị

GIỮ: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn 0-15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

MUA: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

BÁN: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -15%.

Xác Nhận Của Chuyên Viên Phân Tích

Chúng tôi, các tác giả của bản báo cáo phân tích này, xác nhận rằng (1) các quan điểm được trình bày trong bản báo cáo phân tích này là của chúng tôi (2) chúng tôi không nhận được bất kỳ khoản thu nhập nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, từ các khuyến nghị hoặc quan điểm được trình bày đây.

Công Bố Thông Tin Quan Trọng

ACBS và các tổ chức có liên quan của ACBS (sau đây gọi chung là ACBS) đã có hoặc sẽ tiến hành các giao dịch theo giấy phép kinh doanh của ACBS với các công ty được trình bày trong bản báo cáo phân tích này. Danh mục đầu tư trên tài khoản tự doanh chứng khoán của ACBS cũng có thể có chứng khoán do các công ty này phát hành. Vì vậy nhà đầu tư nên lưu ý rằng ACBS có thể có xung đột lợi ích ở bất kỳ thời điểm nào. ACBS phát hành nhiều loại báo cáo phân tích, bao gồm nhưng không giới hạn ở phân tích cơ bản, phân tích cổ phiếu, phân tích định lượng hoặc phân tích xu hướng thị trường. Các khuyến nghị trên mỗi loại báo cáo phân tích có thể khác nhau, nguyên nhân xuất phát từ sự khác biệt về thời hạn đầu tư, phương pháp phân tích áp dụng và các nguyên nhân khác.

Tuyên Bố Miễn Trách Nhiệm

Bản báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin, ACBS không cung cấp bất kỳ bảo đảm rõ ràng hay ngụ ý nào và không chịu trách nhiệm về sự phù hợp của các thông tin chứa đựng trong báo cáo cho một mục đích sử dụng cụ thể. ACBS sẽ không xem những người nhận báo cáo, không nhận trực tiếp từ ACBS, là khách hàng của ACBS. Giá chứng khoán được trình bày trong kết luận của báo cáo (nếu có) chỉ mang tính tham khảo. ACBS không đề nghị hoặc khuyến khích nhà đầu tư tiến hành mua hoặc bán bất kỳ chứng khoán nào dựa trên báo cáo này. **ACBS, các tổ chức liên quan của ACBS, ban quản lý, đối tác hoặc nhân viên của ACBS sẽ không chịu trách nhiệm cho bất kỳ (a) các thiệt hại trực tiếp, gián tiếp; hoặc (b) các khoản tổn thất do mất lợi nhuận, doanh thu, cơ hội kinh doanh hoặc các khoản tổn thất khác, kể cả khi ACBS đã được thông báo về khả năng xảy ra thiệt hại hoặc tổn thất đó, phát sinh từ việc sử dụng bản báo cáo phân tích này hoặc thông tin trong đó.** Ngoài các thông tin liên quan đến ACBS, các thông tin khác trong bản báo cáo này được thu thập từ các nguồn mà ACBS cho rằng đáng tin cậy, tuy nhiên ACBS không bảo đảm tính đầy đủ và chính xác của các thông tin đó. Các quan điểm trong báo cáo có thể bị thay đổi bất kỳ lúc nào và ACBS không có nghĩa vụ cập nhật các thông tin và quan điểm đã bị thay đổi đó cho nhà đầu tư đã nhận báo cáo này.

Bản báo cáo có chứa đựng các giả định, quan điểm của chuyên viên phân tích, tác giả của báo cáo, ACBS không chịu trách nhiệm cho bất kỳ sai sót nào của họ phát sinh trong quá trình lập báo cáo, đưa ra các giả định, quan điểm. Trong tương lai, ACBS có thể sẽ phát hành các bản báo cáo có thông tin mâu thuẫn hoặc thậm chí có nội dung kết luận đi ngược lại hoàn toàn với bản báo cáo này. Các khuyến nghị trong bản báo cáo này hoàn toàn là của riêng chuyên viên phân tích, các khuyến nghị đó không được đưa ra dựa trên các lợi ích của bất kỳ cá nhân tổ chức nào, kể cả lợi ích của ACBS. Bản báo cáo này không nhằm đưa ra các lời khuyên đầu tư cụ thể, cũng như không xem xét đến tình hình và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư nào, những người nhận bản báo cáo này. Vì vậy các chứng khoán được trình bày trong bản báo cáo có thể không phù hợp với nhà đầu tư. ACBS khuyến nghị rằng nhà đầu tư nên tự thực hiện đánh giá độc lập và tham khảo thêm ý kiến chuyên gia khi tiến hành đầu tư. Giá trị và thu nhập đem lại từ các khoản đầu tư có thể thay đổi hàng ngày tùy theo thay đổi của nền kinh tế và thị trường chứng khoán. Các kết luận trong báo cáo không nhằm tiên đoán thực tế do đó nó có thể khác xa so với thực tế, kết quả đầu tư của quá khứ không bảo đảm cho kết quả đầu tư của tương lai.

Bản báo cáo này có thể không được phát hành rộng rãi trên phương tiện thông tin đại chúng hay được sử dụng, trích dẫn bởi các phương tiện thông tin đại chúng mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của ACBS. Việc sử dụng không có sự đồng ý của ACBS sẽ bị xem là bất hợp pháp và cá nhân, tổ chức vi phạm có nghĩa vụ bồi thường mọi thiệt hại, tổn thất (nếu có) đã gây ra cho ACBS từ sự vi phạm đó.

Trong trường hợp quốc gia của nhà đầu tư nghiêm cấm việc phân phối hoặc nhận các báo cáo phân tích như thế này thì nhà đầu tư cần hủy bản báo cáo này ngay lập tức, nếu không nhà đầu tư sẽ hoàn toàn tự chịu trách nhiệm.

ACBS không cung cấp dịch vụ tư vấn thuế và không nội dung nào trong bản báo cáo này được xem như có nội dung tư vấn thuế. Do đó khi liên quan đến vấn đề thuế, nhà đầu tư cần tham khảo ý kiến của chuyên gia dựa trên tình hình và điều kiện tài chính cụ thể của nhà đầu tư.

Bản báo cáo này có thể chứa đựng các đường dẫn đến trang web của bên thứ ba, ACBS không chịu trách nhiệm đối với nội dung trên các trang web này. Việc đưa đường dẫn chỉ nhằm mục đích tạo sự thuận tiện cho nhà đầu tư trong việc tra cứu thông tin; do đó nhà đầu tư hoàn toàn chịu các rủi ro khi truy cập các trang web này.

© Copyright ACBS (2018). Mọi quyền sở hữu trí tuệ và quyền tác giả là của ACBS và/hoặc chuyên viên phân tích, Bản báo cáo phân tích này không được phép sao chép, toàn bộ hoặc một phần, khi chưa có sự đồng ý bằng văn bản của ACBS.