



# BÁO CÁO TRIỂN VỌNG 2020

## NGÀNH DẦU KHÍ



# NỘI DUNG

- 1 DẦU KHÍ THẾ GIỚI: SỐ PHẬN NGÀNH NĂNG LƯỢNG NẪM TRONG TAY NGƯỜI KHÔNG LỖ “ CÔNG NGHỆ”**

---
- 2 DẦU KHÍ VIỆT NAM: HY VỌNG!**

---
- 3 CỔ PHIẾU: CƠ HỘI ĐẾN TỪ ĐIỂM TRỮNG LỢI NHUẬN**

---



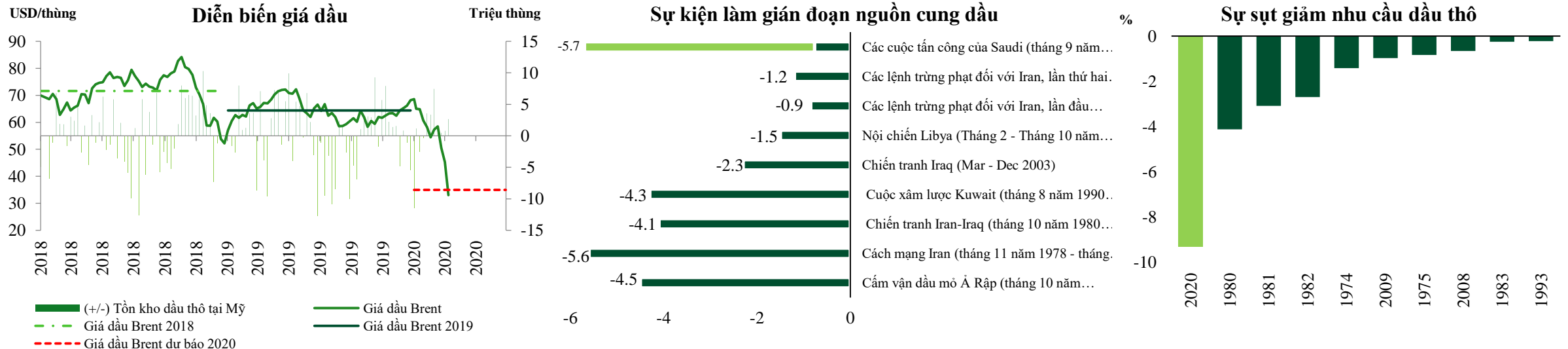
**DẦU KHÍ THẾ GIỚI: SỐ PHẬN NGÀNH NĂNG LƯỢNG NẴM TRONG TAY NGƯỜI KHÔNG LỖ “CÔNG NGHỆ”**

**DẦU KHÍ VIỆT NAM: HY VỌNG!**

**CỔ PHIẾU: CƠ HỘI ĐẾN TỪ ĐIỂM TRỮ LỢI NHUẬN**

### “CUNG & CẦU” - Đâu là yếu tố trọng yếu?

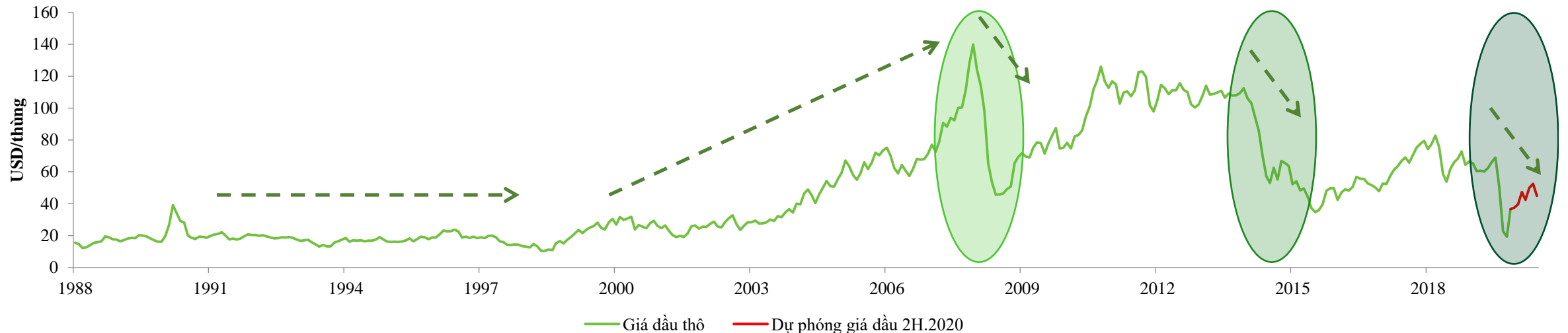
- Trong năm 2019, giá dầu Brent có nhiều biến động nhưng vẫn giữ ở mức cao dù chịu nhiều thông tin tiêu cực. Bước sang năm 2020, một năm được xem là một trong những cột mốc lịch sử của ngành dầu khí, khi giá dầu Brent giảm mạnh gần 40% so với đầu năm từ 50 USD/thùng xuống còn 30 USD/thùng do (1) Nguy cơ dư cung tiếp tục hiện hữu sau đại dịch COVID 19, (2) Giá dầu thô hợp đồng tương lai giảm xuống dưới 0 USD/thùng do các nhà sản xuất buộc phải trả tiền để xử lý lượng dầu thô vượt quá công suất dự trữ. VCBS đã từng cảnh báo nguy cơ của ngành dầu khí toàn cầu trong các báo cáo của chúng tôi trong năm 2019.
- VCBS nhận ra các yếu tố về nhu cầu dầu thô dần có ảnh hưởng đến biến động giá dầu thô hơn là các yếu tố về nguồn cung. Nếu xem sự kiện cuộc tấn công tại kho chứa dầu tại Saudi là yếu tố về nguồn cung, giá dầu đã ngay lập tức tăng lên 65 USD/thùng và cũng giảm mạnh ngay sau đó. Trong khi, nếu xem đại dịch COVID 19 là một yếu tố về nhu cầu dầu mỏ, hãy xem tác động của yếu tố này lên giá dầu thô trong thời gian qua. Rõ ràng, nếu nhìn dài hơn trong chu kỳ của ngành dầu mỏ, chúng ta cần đặt ra câu hỏi **“Liệu ngành công nghiệp dầu khí đã bước vào giai đoạn suy thoái?”**



Nguồn: VCBS, World Bank

### Liệu ngành dầu khí đã bước vào giai đoạn suy thoái?

Diễn biến giá dầu trong 30 năm qua



- Nhìn vào lịch sử 30 năm của ngành công nghiệp dầu thô thế giới, chúng ta có thể chia ra thành 3 giai đoạn chính. Giai đoạn thứ nhất là xu hướng đi ngang của giá dầu (1988 - 1998). Giai đoạn thứ hai là giá dầu tăng liên tục và ghi nhận mức đỉnh tại 140 USD/thùng (1998 – 2008). Giai đoạn thứ ba là biến động của giá dầu bắt đầu nhanh và mạnh hơn với xu hướng giảm ngày càng hiện rõ (2008 – 2020). Sự tăng trưởng của giá dầu trong GĐ 2 đến từ **yếu tố nguồn cầu dầu thô** gắn với tốc độ tăng trưởng kinh tế thần tốc của Trung Quốc. Trong khi sự khủng hoảng giá dầu trong GĐ 2 lại đến từ **yếu tố nguồn cung**, đã được VCBS đề cập là chính yếu tố này đã thay đổi hoàn toàn thị trường dầu khí và tạo ra cuộc khủng hoảng giá dầu trong năm 2015. Công nghệ khai thác dầu đá phiến sau khi ra đời tại Mỹ đã làm xung đột lan rộng giữa những quốc gia nắm giữ nguồn cung dầu thế giới bao gồm OPEC và các quốc gia ngoài OPEC.
- Chúng tôi cho rằng những yếu tố địa chính trị với đặc điểm khó đoán trước và bất định có tác động mạnh lên nguồn cung, nhưng lại không có tác động lên giá trong dài hạn. Thay vào đó, nhu cầu mới là yếu tố có ảnh hưởng vững chắc và lâu dài đối với ngành dầu mỏ thế giới trong tương lai.

Nguồn: VCBS, Bloomberg

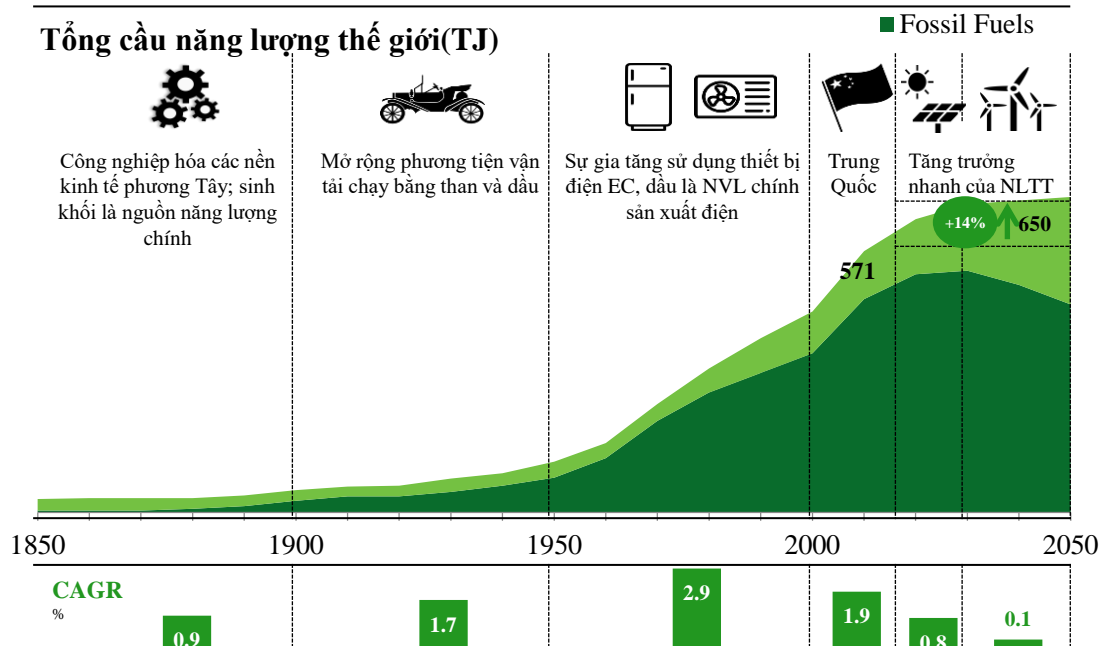
# DẦU KHÍ THẾ GIỚI

## Số phận ngành năng lượng nằm trong tay người khổng lồ “công nghệ”

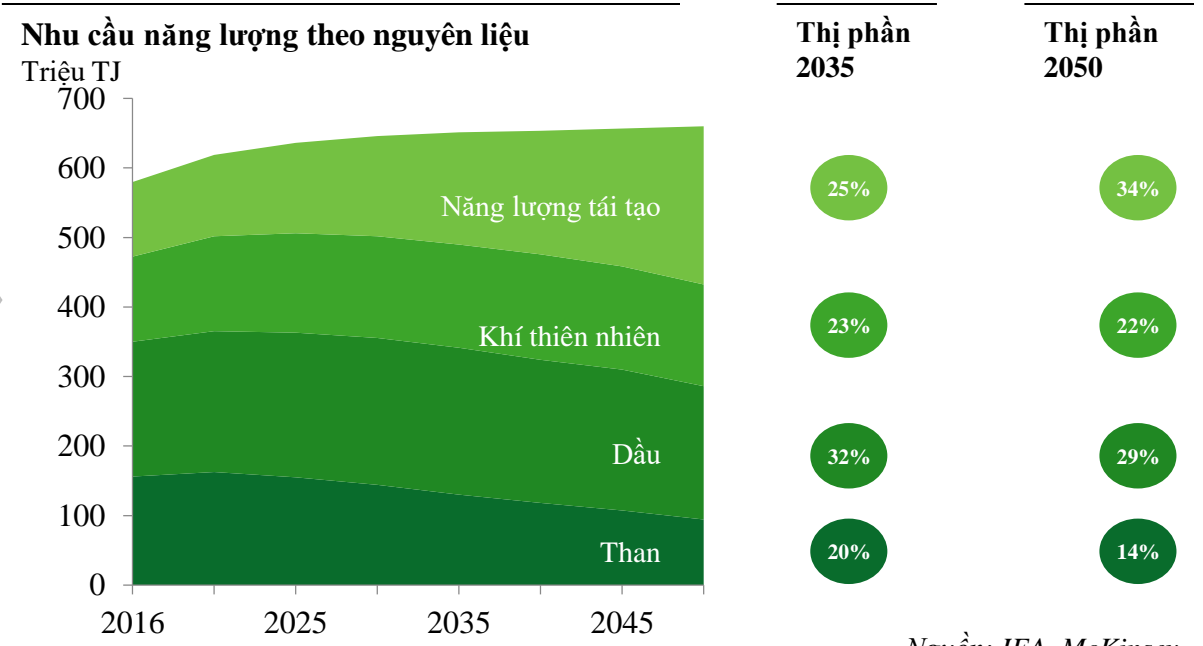
### Nhu cầu năng lượng hóa thạch toàn cầu đạt đỉnh vào năm 2030, do sự thay thế của ngành năng lượng tái tạo

- Theo dự báo của IEA & McKinsey, năng lượng tái tạo đang dần thay thế cho nhiên liệu hóa thạch có hiệu suất thấp để trở thành nguồn năng lượng chính trong tương lai. Năng lượng tái tạo được bổ sung thêm bằng năng lượng hạt nhân, sẽ tăng gần gấp đôi tỷ lệ trong cơ cấu sử dụng các nguồn năng lượng trên toàn cầu từ nay đến năm 2050 (từ 19% đến 34%), cung cấp hơn một nửa sản lượng điện vào năm 2035.
- Nhu cầu tiêu thụ dầu thô đã tăng hơn 1% mỗi năm trong ba thập kỷ qua, nhưng mức tăng này dự kiến sẽ chậm lại đáng kể từ năm 2020 trở đi. Cụ thể, việc giảm tốc sẽ chủ yếu đến từ nhu cầu tiêu thụ dầu giảm của ngành vận tải đường bộ. Với sự thay thế của các phương tiện vận tải chạy bằng điện, nhu cầu dầu cho vận tải đường bộ được dự báo sẽ đạt đỉnh vào năm 2025 và giảm dần sau đó. Đến năm 2050, nhu cầu được dự đoán ở mức 30 triệu thùng/ngày, thấp hơn một phần ba so với mức tiêu thụ hiện nay.

Tổng cầu năng lượng thế giới(TJ)



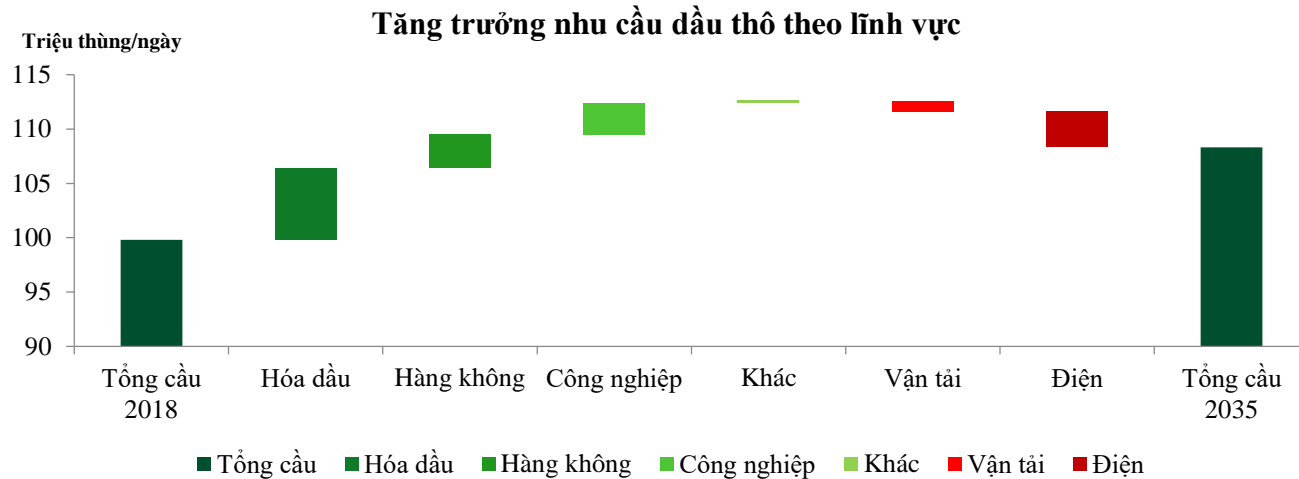
Nhu cầu năng lượng theo nguyên liệu



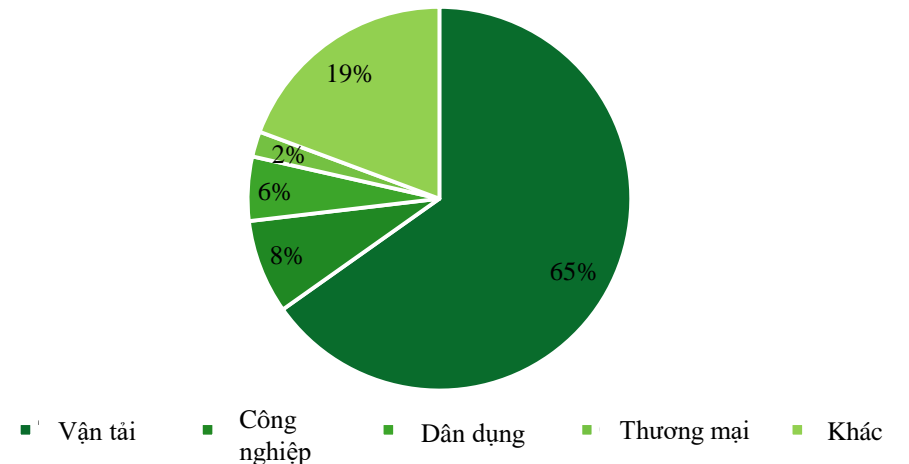
Nguồn: IEA, McKinsey

### Sự sụp đổ của phân khúc lớn nhất: Vận tải

- Những năm tới dự báo sẽ chứng kiến sự sụt giảm mạnh nhu cầu dầu thô từ ngành điện. Thế giới ngày càng hiện đại, nhận thức về bảo vệ môi trường càng nhiều. Khi các nhà máy nhiệt điện giải phóng một lượng lớn khí thải ô nhiễm vào không khí, nhiều quốc gia đang chuyển sang sử dụng năng lượng tái tạo.
- Sự suy giảm nhu cầu dầu đối với vận tải đường bộ ngày càng rõ nét, xe điện (EV) ngày càng phổ biến hơn ở các nước OECD và Trung Quốc trong khi nhu cầu về xe động cơ đốt trong (ICE) đang giảm tốc ở phần còn lại của thế giới. Ngoài ra, đổi mới công nghệ đang giảm dần chi phí sản xuất của EV so với ICE
- VCBS kỳ vọng ngành vận tải và hóa chất sẽ có tác động đáng kể nhất đến nhu cầu tiêu thụ dầu thô thế giới trong tương lai. Cho đến năm 2035, mảng hóa dầu sẽ đóng góp nhiều nhất cho sự tăng trưởng của nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu do sự phát triển mạnh mẽ của hoạt động sản xuất nhựa, đặc biệt tại các thị trường mới nổi. Ngược lại, sự giảm tốc của nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ trong mảng vận tải toàn cầu (hiện đang chiếm hai phần ba sản lượng dầu thế giới) có thể xóa bỏ hoàn toàn sự tăng trưởng mà mảng hóa dầu mang lại.

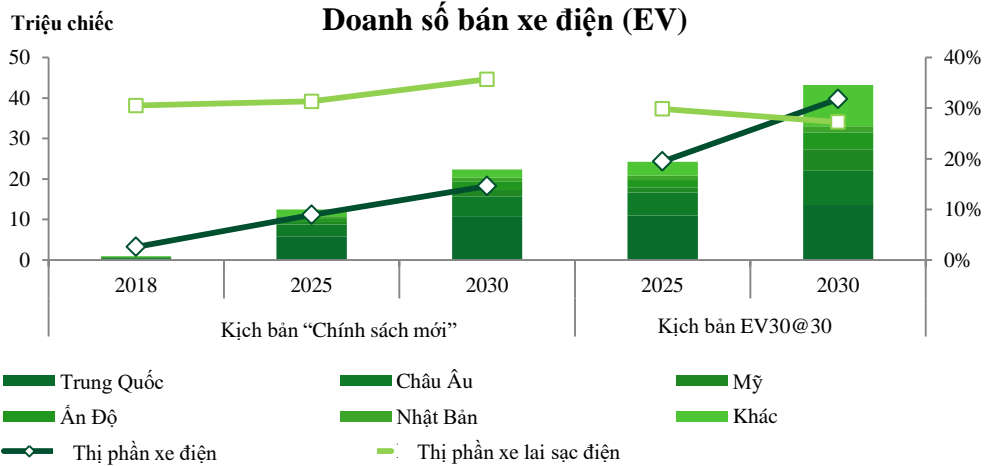


**Cơ cấu tiêu thụ dầu thô theo lĩnh vực**



Nguồn: VCBS, McKinsey, World Bank

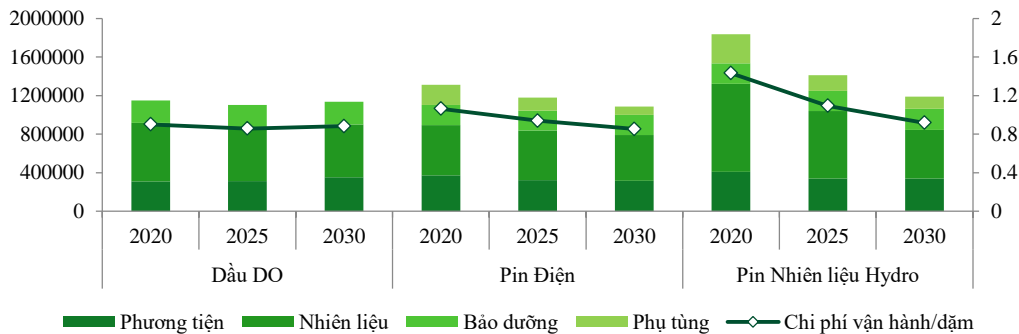
### Công nghệ thay đổi đáng kể xu hướng tiêu dùng



Theo dự báo của ICCT, vào năm 2030, doanh số EV toàn cầu dự kiến sẽ đạt 23 triệu chiếc trong tổng số 130 triệu chiếc sản xuất cái loại theo kịch bản “chính sách mới” (không bao gồm hai / ba bánh). Theo kịch bản “EV30 @ 30”, doanh số EV và thị phần tăng gần gấp đôi vào năm 2030, đạt lần lượt 43 triệu lượt bán và hơn 250 triệu chiếc sản xuất.

Việc mở rộng năng lực sản xuất pin ô tô sẽ phụ thuộc phần lớn vào sự phát triển của công nghệ điện khí hóa ô tô. Điều này là do số lượng bán xe điện vượt xa các chế độ khác (trừ xe hai bánh) và kích thước của pin ô tô lớn hơn nhiều so với xe hai bánh. Rõ ràng, công nghệ điện khí hóa ô tô sẽ là trụ cột quan trọng để giảm chi phí vận hành ô tô vì chúng có thể tạo điều kiện cho việc giảm thiểu chi phí trong việc dự trữ năng lượng của pin. Việc sử dụng xe điện EV là một bước tiến quan trọng cho việc chuyển đổi sang một hệ thống năng lượng sạch hơn.

### Các chi phí thành phần ước tính (USD \$)



Trong phân tích chi phí: Theo dự báo của ICCT, tổng chi phí sở hữu pin của xe EV và chi phí vận hành xe EV được dự báo là sẽ ngày càng rút ngắn khoảng cách, thậm chí thấp hơn so với sản phẩm xe chạy nhiên liệu truyền thống là dầu DO.

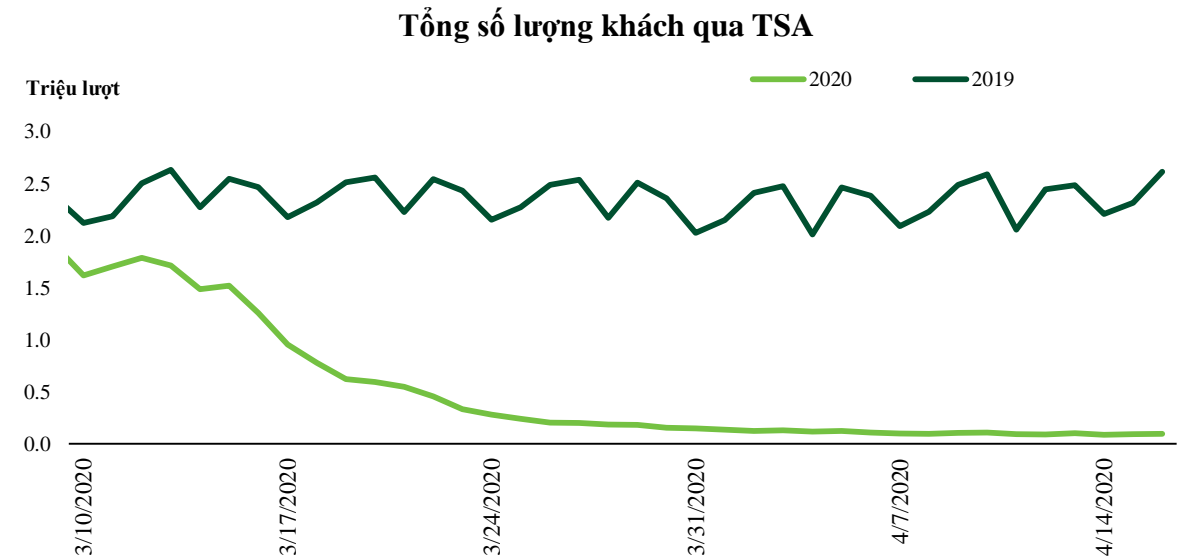
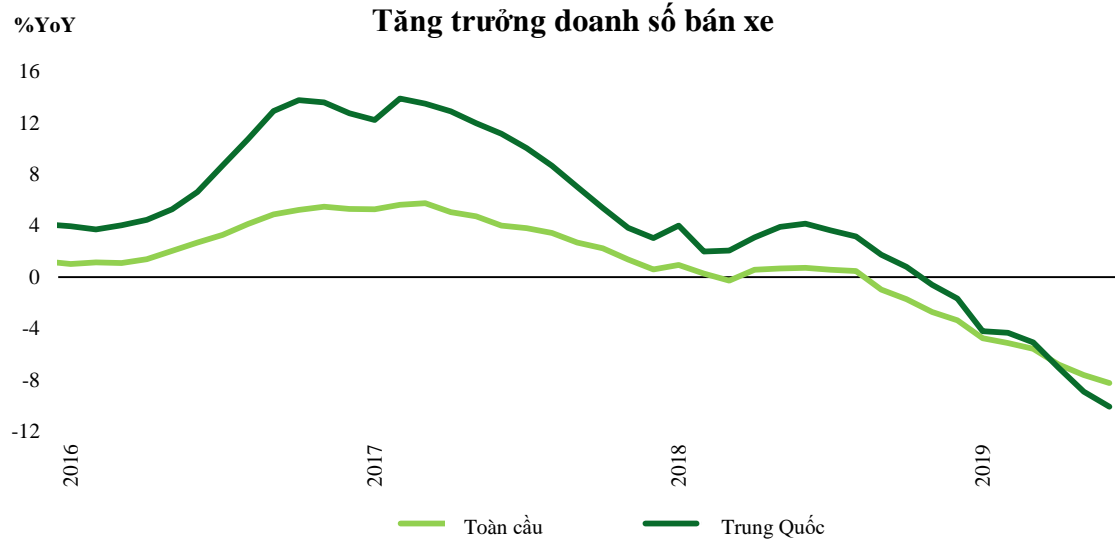
Những cải tiến về công nghệ sản xuất pin cũng như quy mô sản xuất gia tăng vượt qua sản lượng hòa vốn sẽ thay đổi ngành năng lượng trong tương lai.

Nguồn: VCBS, IEA, ICCT



### Tác động của COVID 19 đến nhu cầu tiêu thụ dầu Brent toàn cầu

- Các biện pháp giảm thiểu sự lây lan của virus đã tác động mạnh đến ngành giao thông – vận tải toàn cầu, điều này dẫn đến tác động tiêu cực trong thương mại toàn cầu cũng như nhu cầu sử dụng dầu mỏ. Một ví dụ cho thấy tác động to lớn của dịch COVID 19 là theo thống kê của Cơ quan An ninh Giao thông (TSA) tại Hoa Kỳ, số lượng hành khách đến và đi tại Mỹ đã giảm xuống khoảng 4% so với mức 2019.
- Doanh số đơn hàng bán xe chở khách toàn cầu, một trong những công cụ thể hiện tiềm năng tăng trưởng nhu cầu dầu đã giảm liên tục từ năm 2017, đặc biệt là ở Trung Quốc. Do đó, kỳ vọng về tăng trưởng toàn cầu cho cả năm 2019 và 2020 được dự phóng giảm đáng kể, kể cả ở các nền kinh tế mới nổi và đang phát triển. Theo ngân hàng thế giới, các nền kinh tế mới nổi thường có độ co giãn giữa thu nhập và hàng hóa cao hơn so với các nền kinh tế tiên tiến, do đó sự giảm tốc trong tiêu thụ dầu mỏ đã thể hiện sự mất cân xứng giữa thu nhập và nhu cầu sử dụng năng lượng.

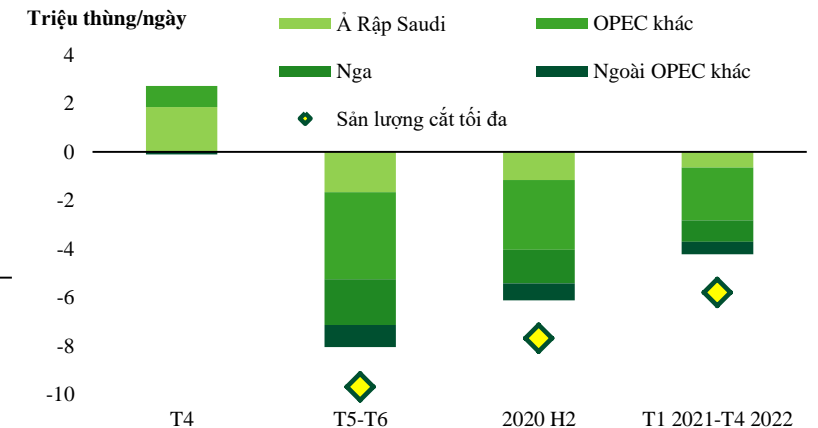
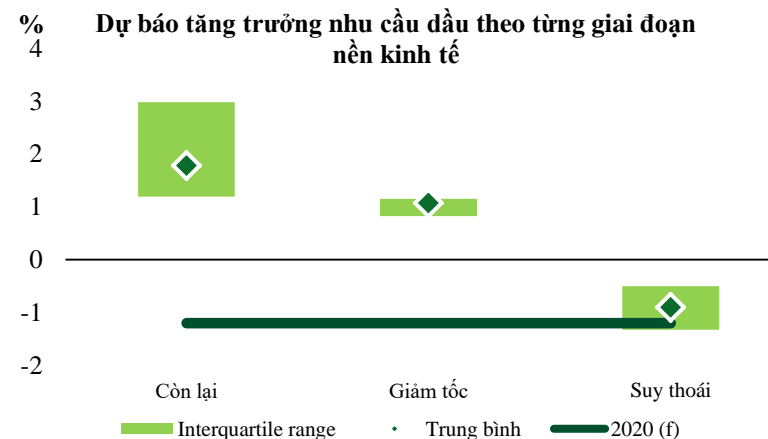
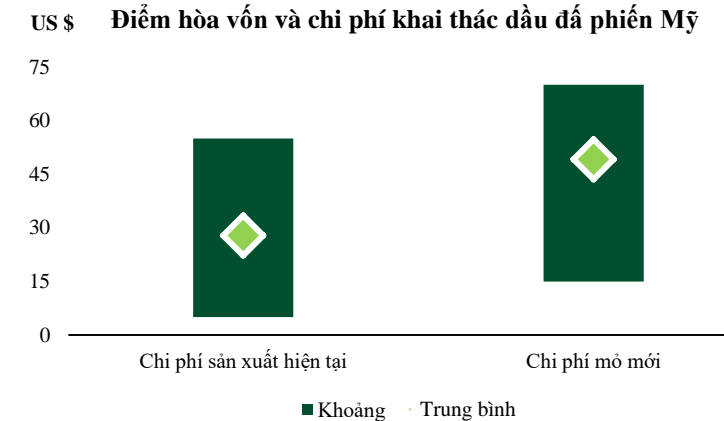
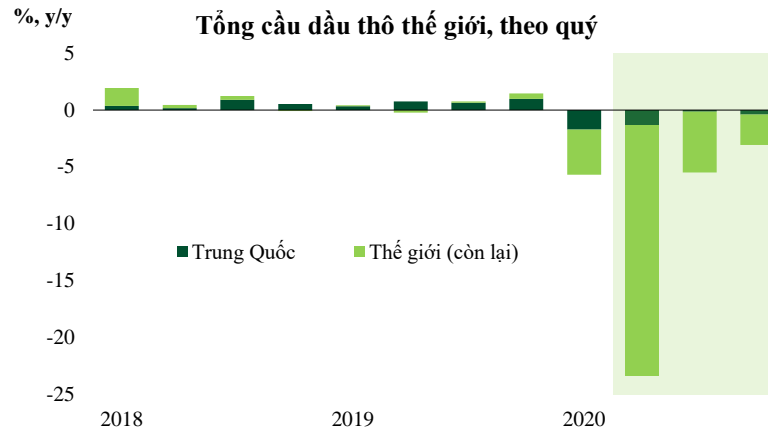


Nguồn: VCBS, World Bank

### Khuyến nghị: THẬN TRỌNG

- VCBS hạ dự báo giá dầu trung bình trong năm 2020 ở mức **42USD/thùng** trước khi hồi phục về mức **50USD/thùng** trong năm 2021 thấp hơn so với báo cáo trước của chúng tôi.
- Về tình hình nhu cầu dầu thô 2H2020, VCBS cho rằng nhu cầu chưa thể phục hồi lập tức do lo ngại về rủi ro làn sóng dịch bệnh COVID 19 thứ 2.
- Về tình hình nguồn cung dầu thô 2H.2020, VCBS cho rằng triển vọng phụ thuộc vào phản ứng của các bên trong thỏa thuận cắt giảm giữa OPEC và ngoài OPEC. Về ngắn hạn, các công ty có thể tiếp tục khai thác, thậm chí với giá rất thấp, thấp hơn giá hòa vốn do chi phí trong việc tái khởi động một mỏ dầu sau khi dừng là rất lớn. Do đó, VCBS cho rằng không có quá nhiều rủi ro về nguồn cung trong 2H.2020. Tuy nhiên, khi nhu cầu gia tăng trở lại, việc tăng sản lượng là hoàn toàn có thể đáp ứng ngay lập tức do đó giá dầu trong 1H.2021 theo dự báo của VCBS sẽ ko tăng mạnh.

Nguồn: VCBS, IEA



### Dự báo giá dầu

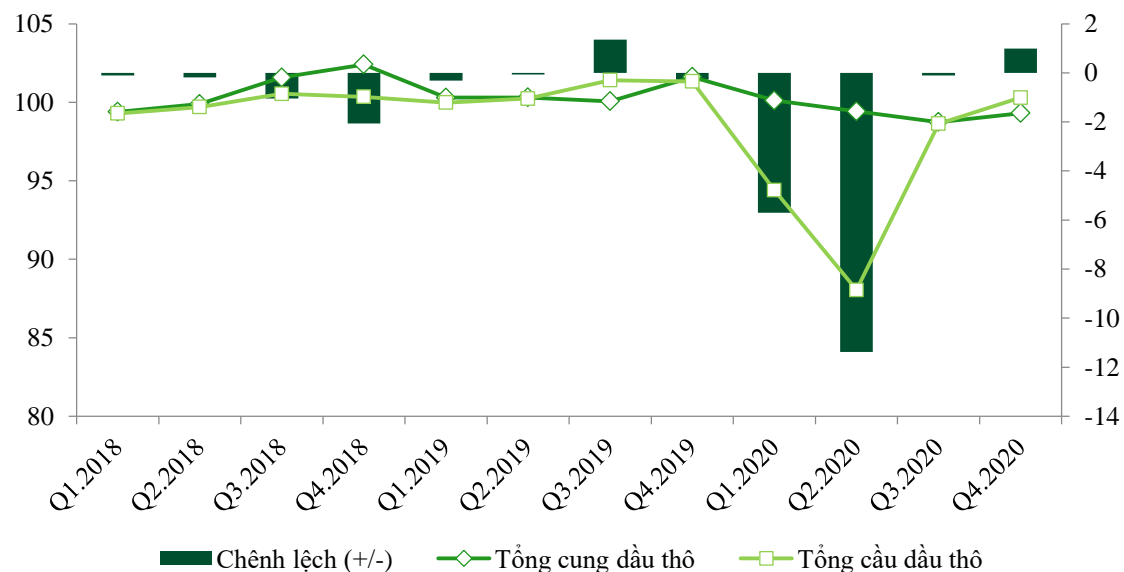
#### Forecast

Với mức giá dầu 42USD/thùng, VCBS đưa ra khuyến nghị “**THẬN TRỌNG**” trong 6 tháng cuối năm 2020.

#### MÔ HÌNH

$$P = -13.4 S + 10.9 D + 4.75 G + 310.6$$

**Cung, Cầu và hàng tồn kho dầu thô toàn cầu**  
(Triệu thùng/ngày)



Trong đó

- P*: Giá dầu Brent ước tính
- S*: Tổng cung dầu thô
- D*: Tổng cầu dầu thô
- G*: Tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ

#### Giả định

- (1): Tổng cung dầu thô trong năm 2020: (**S**) = 99.3 triệu thùng/ngày
- (2): Tổng cầu dầu thô trong năm 2020: (**D**) = 100.3 triệu thùng/ngày
- (3): Tốc độ tăng trưởng GDP của Mỹ (**G**) = - 6.5%

Nguồn: VCBS, IEA

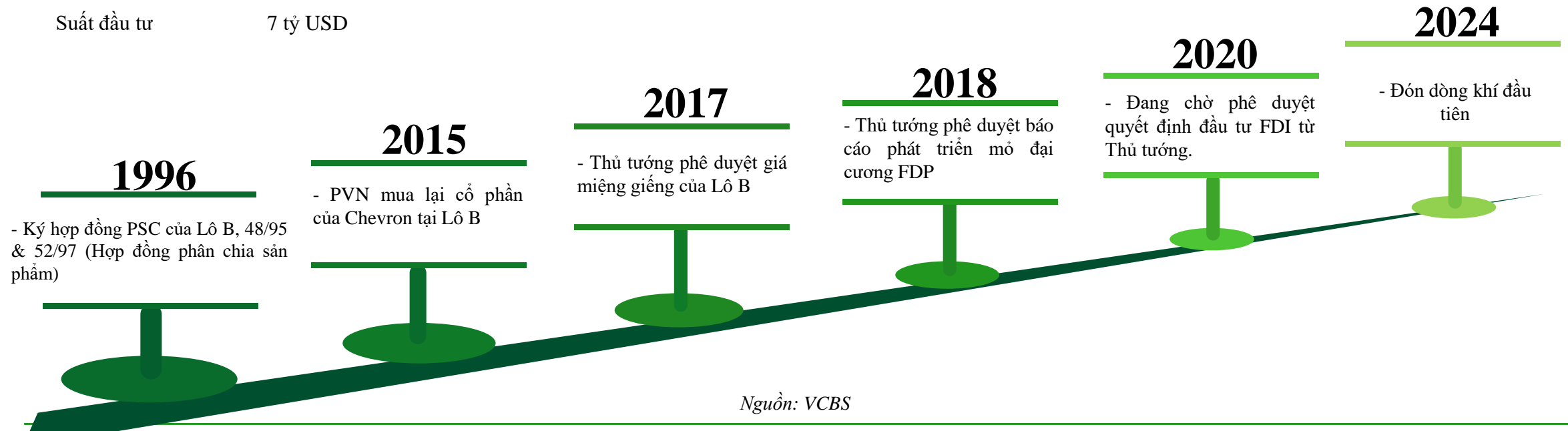
DẦU KHÍ THẾ GIỚI: SỐ PHẬN NGÀNH NĂNG LƯỢNG NẴM TRONG TAY NGƯỜI KHÔNG LỖ “CÔNG NGHỆ”

**DẦU KHÍ VIỆT NAM: HY VỌNG!**

CỔ PHIẾU: CƠ HỘI ĐẾN TỪ ĐIỂM TRỮ LỢI NHUẬN

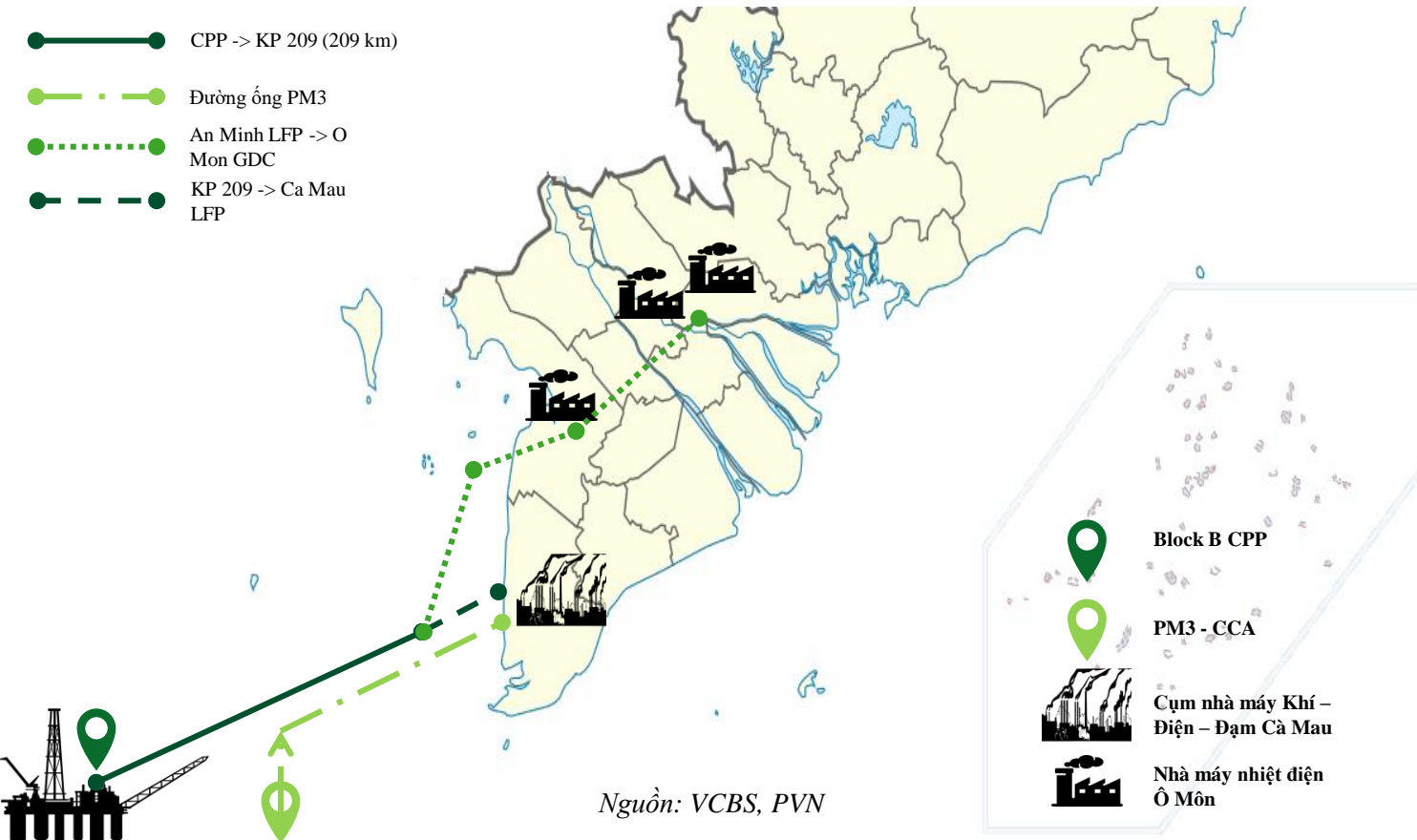
### Dự án Lô B – Mốc thời gian

DỰ ÁN	LÔ B – Ô MÔN	KỸ THUẬT	LÔ B – Ô MÔN
Vị trí	Lô B, 48/95 & 52/97 – Bể Ma Lay – Thổ Chu	Giàn khoan	Xà lan khoan
Chủ đầu tư	Phu Quoc POC PVN (42.9%), PVEP (26.82%), Moeco (22.54%) và PTTEP	EPCI	1 x CPP, 4 x WHPs, 1 FSO, Đường ống nội mỏ
Trữ lượng	176 tỷ m3 khí thiên nhiên	Hạ nguồn	GPP Cà Mau, NMNĐ Cà Mau 1 & 2 - POW
Công suất	7 tỷ m3 gas per year		NMNĐ Ô Môn 1 – EVN Genco 2
Giá miêng giếng	≈ 10.33USD/MMBTU		NMNĐ Ô Môn 2 – Marubeni
Suất đầu tư	7 tỷ USD		NMNĐ Ô Môn 3 – 4 – EVN



### Gián đoạn giữa Thượng nguồn và Hạ nguồn

#### DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN

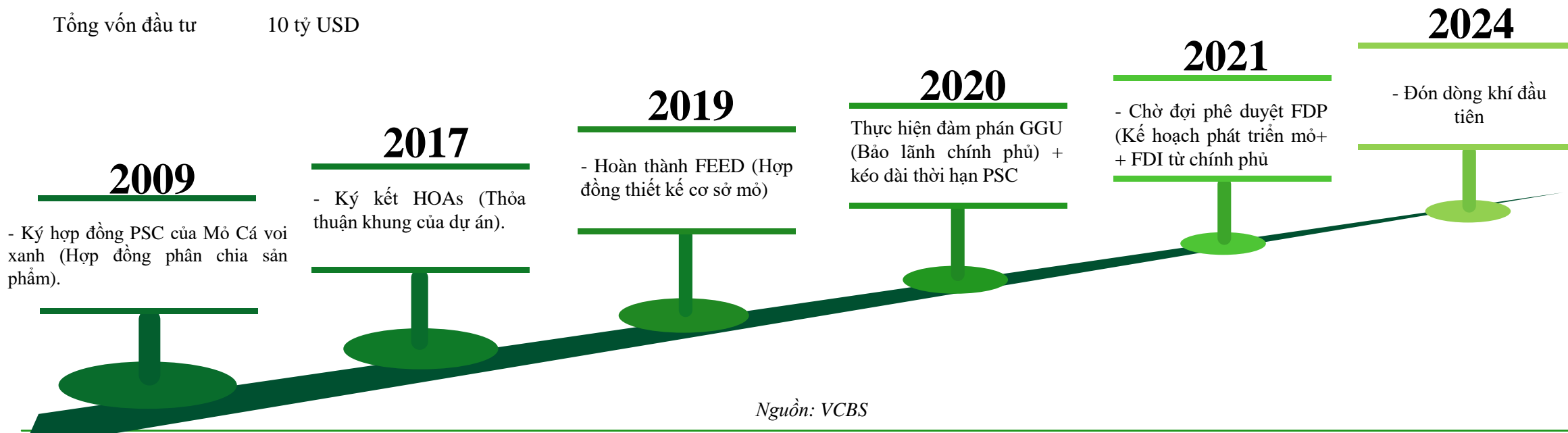


#### Thượng nguồn Hạ nguồn

- ▼ Dự án Lô B - Ô Môn đã bị trì hoãn trong một thời gian dài chủ yếu do sự gián đoạn giữa phân khúc thượng và hạ nguồn.
- ▼ Về phía thượng nguồn, dự án Lô B – Ô Môn được phê duyệt giá miệng giếng ở mức cao 10,33 USD/MMBTU cộng với tỷ lệ trượt giá 2% mỗi năm, cao hơn giá khí đầu vào hiện tại của các nhà máy nhiệt điện hiện hữu. Mặt khác, giá LNG khu vực hiện tại đang thấp hơn giá miệng giếng tại Lô B, điều này làm tăng mối lo ngại về tính khả thi về kinh tế của dự án.
- ▼ Về phía hạ nguồn, báo cáo tiền khả thi là vấn đề chính cần được Bộ Kế hoạch & Đầu tư phê duyệt. Do giá khí đầu vào cao cộng với giá bán lẻ điện nằm dưới sự điều hành của chính phủ, các nhà máy nhiệt điện Ô Môn I, II, III, IV sẽ gặp khó khăn trong việc mở rộng biên lợi nhuận khi đưa vào vận hành.
- ▼ Trong Q1.2020, Phú Quốc POC đã mời thầu EPC phần Đường ống Lô B - Ô Môn. Tuy nhiên, VCBS nhận thấy rằng hầu hết các dự án hạ nguồn đang gặp một số khó khăn khi khởi động như vấn đề thu xếp vốn, giá khí thỏa thuận, báo cáo tiền khả thi, v.v. Tuy nhiên, do nguồn cung khí đốt tự nhiên trong nước đang bị thâm hụt nghiêm trọng, VCBS hy vọng chính phủ sẽ sớm triển khai các dự án này để đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.

### Dự án Cá voi xanh – Mốc thời gian

DỰ ÁN	CÁ VOI XANH	KỸ THUẬT	CÁ VOI XANH
Vị trí	Lô 118 – Bể Sông Hồng	Giàn khoan	Semisub
Chủ đầu tư	Exxon Mobil (64%), PVEP (15%) & PVN (21%)	EPCI	1 x GTP (onshore), 2 x WHPs, Internal Pipeline
Trữ lượng	150 tỷ m <sup>3</sup> khí	Hạ nguồn	GTP Chu Lai + NMNĐ Miền Trung I & II - PVN NMNĐ Dung Quat I & III– EVN NMNĐ Dung Quat II – Sembcorp
Công suất	9.7 tỷ m <sup>3</sup> khí/năm, 2.8 tỷ tấn/năm		
Giá miệng giếng	Chưa được phê duyệt		
Tổng vốn đầu tư	10 tỷ USD		



Nguồn: VCBS

### Nhiều vấn đề tồn đọng!

#### DỰ ÁN CÁ VOI XANH



#### Bảo Lãnh Chính Phủ - GGU

- ▼ Dự án Cá Voi Xanh đã hoàn thành thiết kế cơ sở (FEED). Hiện dự án đang chờ phê duyệt kế hoạch phát triển mỏ FDP từ chính phủ.
- ▼ VCBS cho rằng dự án Cá Voi Xanh đang đối mặt với 3 vấn đề chính cần được giải quyết:
  - (1) Chính phủ Việt Nam đang xem xét kéo dài thời hạn hợp đồng PSC thêm 2 năm theo yêu cầu của ExxonMobil.
  - (2) Chính phủ Việt Nam vẫn chưa thông qua GGU cho dự án.
  - (3) Vương mắc trong việc đàm phán giá mua khí & giá bán điện giữa PVN & EVN.
- ▼ Hầu hết các hạng mục EPCI của dự án Cá Voi Xanh được mở thầu quốc tế. VCBS đánh giá các đơn vị thi công thượng nguồn trong nước khó có thể trở thành nhà thầu chính cho dự án, thay vào đó khả năng cao sẽ trở thành thầu phụ cho các nhà thầu quốc tế.

Nguồn: VCBS, PVN



Nhà máy nhiệt điện



Nhà máy xử lý khí GTP



Tuyến ống ngoài khơi



Giàn trung tâm



Dự án cá voi xanh

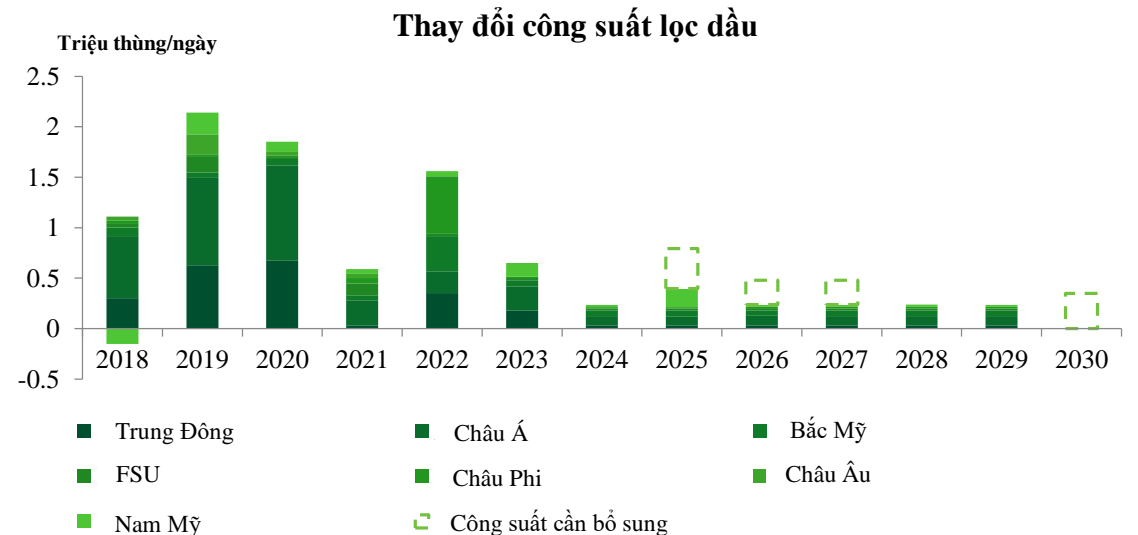
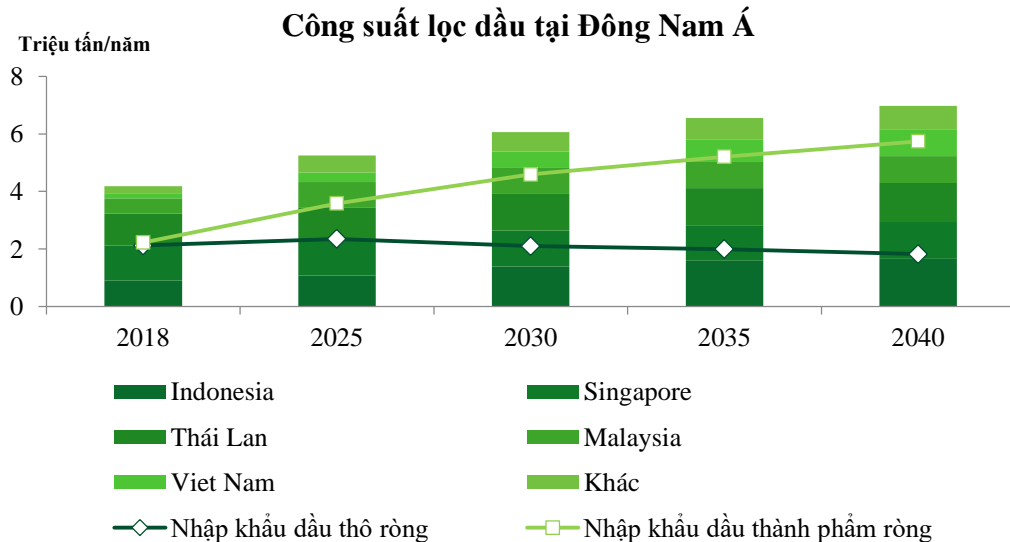


Tuyến ống trên bờ



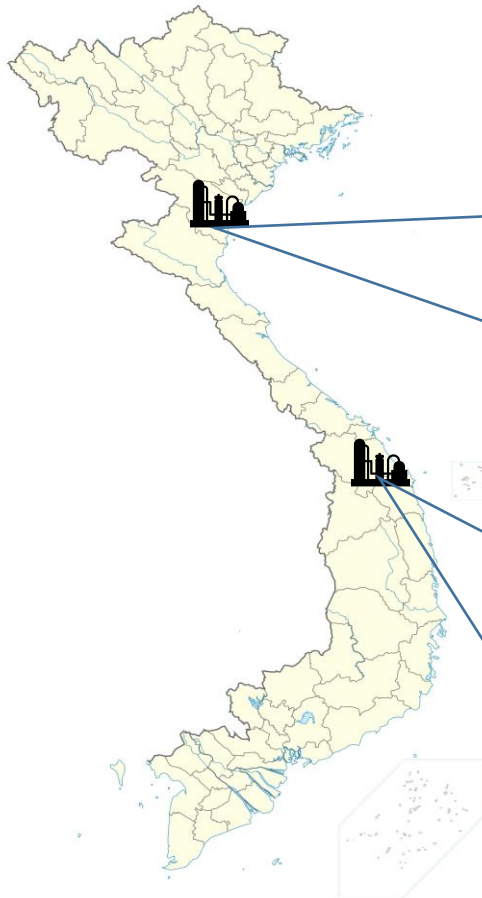
### Công suất lọc dầu tăng dẫn đến thừa cung trong trung hạn

- Đông Nam Á là một trong những khu vực có tốc độ tăng công suất lọc dầu nhanh trên thế giới. Nhà máy lọc dầu RAPID của Malaysia (300 nghìn thùng/ngày) đã bắt đầu hoạt động từ cuối năm 2019. Một số dự án mở rộng tại các nhà máy lọc dầu trong khu vực hiện đang được tiến hành như Indonesia, Philippines, Việt Nam và Thái Lan. Dự kiến, các nhà máy lọc dầu hiện đang hoạt động ở Đông Nam Á sẽ tăng công suất lên gần 7 triệu thùng/ngày (+70%) trong giai đoạn 2018 đến 2040. Trong đó Singapore là trung tâm lọc dầu lớn nhất ở ĐNA và các thị trường mới nổi khác như Indonesia, Malaysia và Việt Nam cũng đang tăng tốc. Ba quốc gia này dự kiến sẽ đóng góp 70% tăng trưởng công suất lọc dầu của khu vực trong giai đoạn đến năm 2040.
- Biểu đồ bên dưới cho thấy trong giai đoạn 2018 đến 2022, thị trường đã chứng kiến sự tăng trưởng mạnh mẽ công suất lọc dầu tại Châu Á & Trung Đông, đặc biệt là tại thị trường Trung Quốc. VCBS cho rằng tỷ lệ crack – spread sẽ tiếp tục ở mức thấp trong giai đoạn 2020 – 2025 cho đến khi thị trường yêu cầu thêm công suất mới => **Điều này có ảnh hưởng rất lớn đến hiệu quả hoạt động của các doanh nghiệp vận hành NMLD, đặc biệt trong giai đoạn giá dầu giảm mạnh về mức 35 USD/thùng**



Nguồn: VCBS, IEA

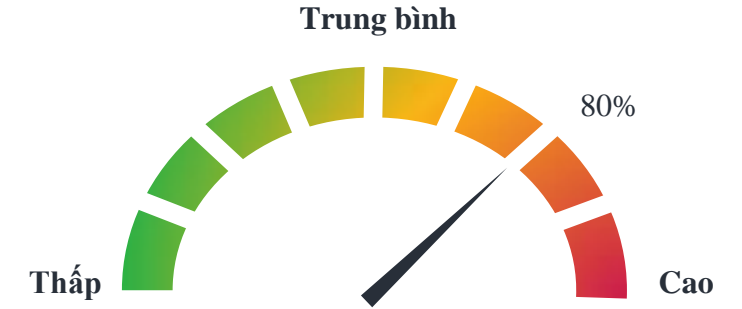
### Khó khăn trong thu xếp vốn dự án



**Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn**  
 Công suất: 8.4 triệu tấn/năm  
 Tổng vốn: 9 tỷ USD  
 Đầu vào: Dầu chua (Tỷ lệ API và lưu huỳnh cao)  
 Đầu ra: Euro III (DO), Euro II (khác)

**Nhà máy lọc dầu Dung Quất**  
 Công suất: 6 triệu tấn/năm  
 Tổng vốn: 3 tỷ USD  
 Đầu vào: Dầu ngọt (Tỷ lệ API và lưu huỳnh thấp)  
 Đầu ra: Euro III (A95), Euro II (khác)

- Mặc dù IEA xếp hạng Việt Nam là một trong số các công ty lọc dầu có tăng trưởng công suất cao nhất. Tuy nhiên dự án mở rộng Dung Quất gần đây đã bị đình trệ do vấn đề thu xếp vốn. Dự án này chưa được phê duyệt để nhận bảo lãnh chính phủ (GGU) theo luật đầu tư hiện hành của Việt Nam.
- Hai nhà máy lọc dầu Nghi Sơn & Dung Quất hoạt động hết công suất có khả năng đáp ứng khoảng 80% tổng lượng tiêu thụ nội địa các sản phẩm xăng dầu hiện nay. Xét về mặt cân bằng cung – cầu, với tốc độ tăng trưởng trung bình hàng năm của các sản phẩm xăng dầu là 5%, Việt Nam không chịu áp lực bổ sung công suất.
- Mặc dù Việt Nam đã tham gia các công ước môi trường quốc tế, chất lượng sản phẩm xăng dầu nội địa vẫn thấp hơn tiêu chuẩn trên toàn cầu. Các nhà máy lọc trong nước đang sản xuất các sản phẩm có mức tiêu chuẩn Euro III trong một số sản phẩm riêng biệt trong khi tiêu chuẩn môi trường trên toàn cầu hiện tại đã đạt đến Euro V.



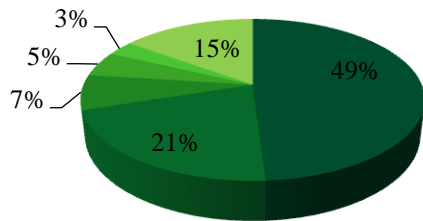
### Vấn đề môi trường



- Công ước quốc tế về môi trường
- Thay thế nguồn dầu thô trong nước
- Euro IV & V

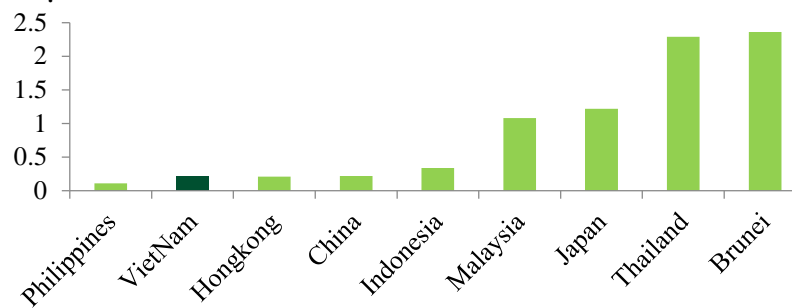
### Xăng – Dầu: Trích lập tồn kho tăng mạnh

Thị phần thị trường xăng dầu VN



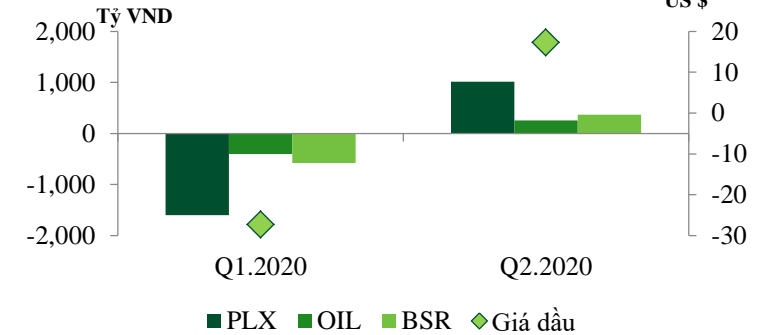
■ Petrolimex ■ PV Oil ■ SaiGon Petro ■ Mipecorp ■ Thalexim ■ Khác

Tiêu thụ xăng/dầu bình quân đầu người

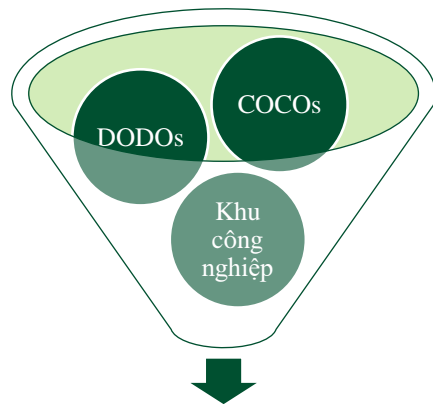


■ Philippines ■ VietNam ■ Hongkong ■ Trung Quốc ■ Indonesia  
■ Malaysia ■ Nhật Bản ■ Thailand ■ Brunei

Diễn biến HTK phân khúc hạ nguồn



■ PLX ■ OIL ■ BSR ◆ Giá dầu



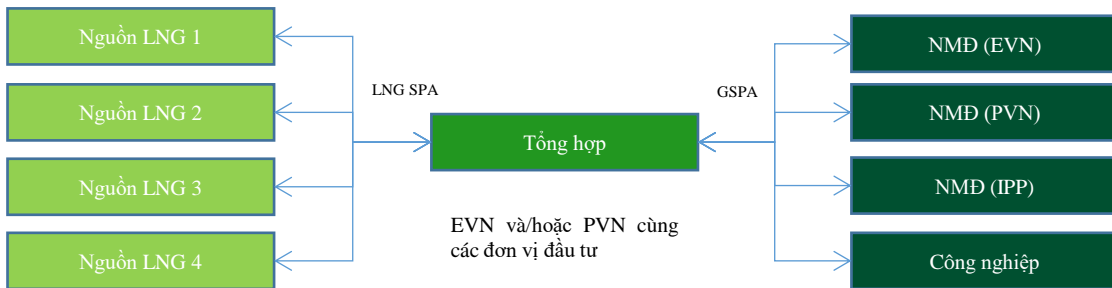
**Đầu mỗi xăng dầu**

- Mặc dù mức tiêu thụ xăng dầu bình quân trên đầu người của Việt Nam thấp hơn so với các nước đang phát triển khác ở Đông Nam Á như Malaysia, Thái Lan, Indonesia nhưng điều đó không có nghĩa là tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu sẽ tăng nhanh để đạt được mức tương tự như các nước khác. VCBS tin rằng sự tăng trưởng trong nước của sản phẩm xăng dầu sẽ duy trì ở mức 5% - 6% mỗi năm trừ khi lại có sự kiện đột biến diễn ra như dịch COVID 19, ảnh hưởng đến tăng trưởng GDP.
- Năm 2020, đại dịch COVID 19 khiến giá dầu Brent giảm sâu dưới 20 USD / thùng, cho thấy sự yếu kém trong cơ cấu thị trường xăng dầu hiện tại. Theo 83/2014 / ND-CP, tất cả các doanh nghiệp bán buôn xăng dầu phải dự trữ hàng tồn kho trong 30 ngày trong khi giá bán lẻ xăng dầu được điều chỉnh cứ sau 15 ngày. Với sự sụt giảm đột ngột của dầu Brent trong quý 1 năm 2020, hầu hết các nhà bán buôn đã ghi nhận một lượng lớn hàng tồn kho.

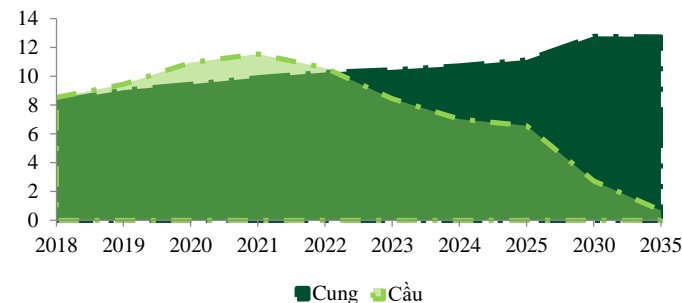
Nguồn: VCBS

### LNG sẽ sớm ra mắt!

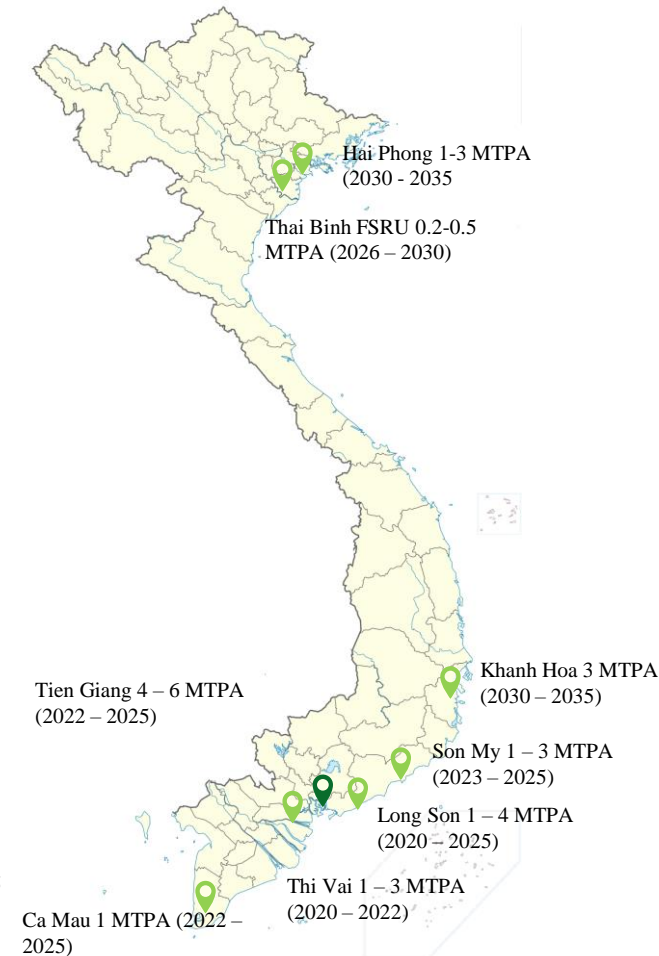
- Đối mặt với nguy cơ thiếu hụt khí đốt ngày càng tăng, chính phủ Việt Nam đang lên kế hoạch nhập khẩu khí đốt tự nhiên thông qua các đường ống hiện có (PM3- CCA; Nam Côn Sơn 2) từ Malaysia và Indonesia. Tuy nhiên, kế hoạch này chỉ có giá trị trong trường hợp khu vực khai thác là khu vực chông lán ( tương tự bể Malay Tho Chu hiện đang được PVN & Petronas đồng khai thác). Nếu PVN xây dựng một đường ống bổ sung để nhập khẩu khí, VCBS đánh giá sẽ rất khó để đem lại lợi ích kinh tế.
- Với diễn biến thuận lợi của giá LNG trong khu vực, chính phủ Việt Nam đang thực hiện một vài dự án LNG để nắm bắt xu hướng sử dụng LNG trên thế giới. Xu hướng sử dụng FSRU đã phát triển nhanh chóng trên thế giới đặc biệt tại các nền kinh tế mới nổi như Việt Nam kể từ khi FSRU lần đầu được triển khai từ năm 2005. Tại Việt Nam, chuỗi dự án thượng nguồn – hạ nguồn LNG được triển khai theo mô hình đầu tư **Công-Tư**. Trong đó các nhà máy điện được đầu tư bởi các đơn vị tư nhân dưới hình thức BOT còn lại cơ sở hạ tầng LNG sẽ thuộc sở hữu của EVN hoặc PVN (hợp tác với các công ty quốc tế). Chi phí cho cơ sở hạ tầng dự án LNG sẽ được chuyển qua giá bán điện và Chính phủ sẽ đảm bảo cho PVN & EVN trong việc xây dựng, vận hành và duy trì cơ sở hạ tầng LNG.
- Hiện tại, LNG đang được quy hoạch chủ yếu để phục vụ cho nhu cầu cấp thiết của các nhà máy nhiệt điện. Sau này, chính phủ Việt Nam sẽ mở rộng phạm vi ứng dụng LNG sang các ngành công nghiệp khác.



Cung – cầu khí thiên nhiên tại Việt Nam



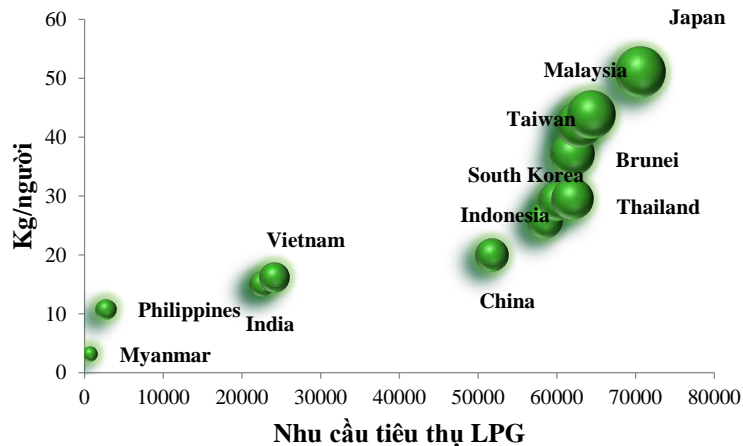
Nguồn: VCBS, Fitch



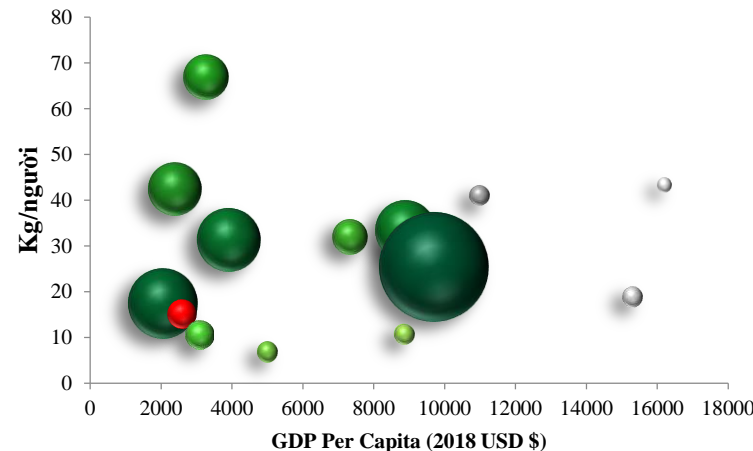
### Thị trường LPG: Tỷ lệ tăng trưởng ổn định

- Đối với thị trường LPG Việt Nam VCBS dự báo ngành LPG dân dụng sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng ổn định 8 - 10% / năm nhưng có sự khác biệt ở từng khu vực địa lý. Cụ thể, khu vực nông thôn có thể tăng trưởng tốt hơn trong khi khu vực thành thị có xu hướng giảm tốc.
- Đối với phân khúc LPG hóa học, nhu cầu hóa dầu đang thu hút một lượng lớn dòng vốn FDI từ Thái Lan, Hàn Quốc, vv vào Việt Nam sử dụng LPG làm nguyên liệu chính. Chẳng hạn, nhà máy hóa dầu Long Sơn đang được triển khai từ năm 2018 và kế hoạch sẽ đi vào hoạt động từ năm 2023 với tổng công suất 2,7 triệu tấn thành phẩm mỗi năm. Do đó, chúng tôi tin rằng ngành công nghiệp này sẽ đóng một vai trò quan trọng trong việc thúc đẩy tăng trưởng chung của thị trường LPG.
- Tuy nhiên, hầu hết các doanh nghiệp niêm yết hoạt động trong thị trường LPG đều là các nhà bán lẻ hoạt động trong các phân khúc tiêu dùng và công nghiệp. Các doanh nghiệp FDI sẽ tự nhập khẩu LPG, do đó VCBS cho rằng tốc độ tăng trưởng của các đơn vị bán lẻ LPG sẽ không tăng trưởng được như tăng trưởng toàn ngành.

Nhu cầu LPG thương mại bình quân đầu người ở châu Á, ước tính năm 2017

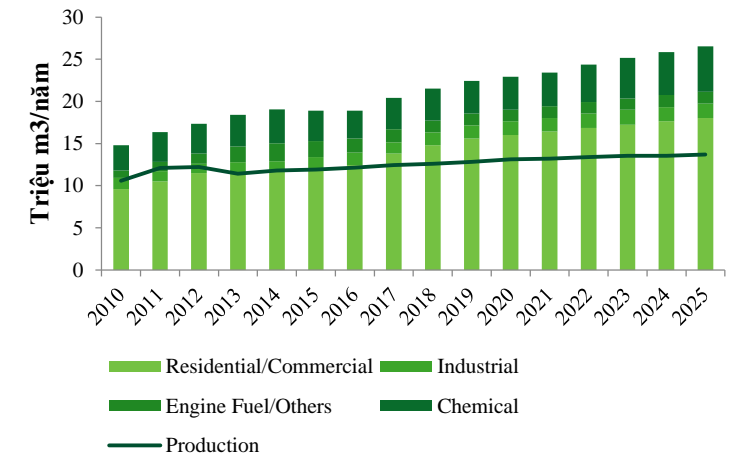


Mức độ phát triển thị trường LPG so với GDP bình quân đầu người ở các quốc gia



Nguồn: VCBS, IHS Markit

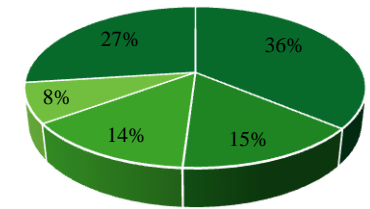
Nhu cầu LPG theo phân khúc



### Không nhiều điểm nhấn đầu tư

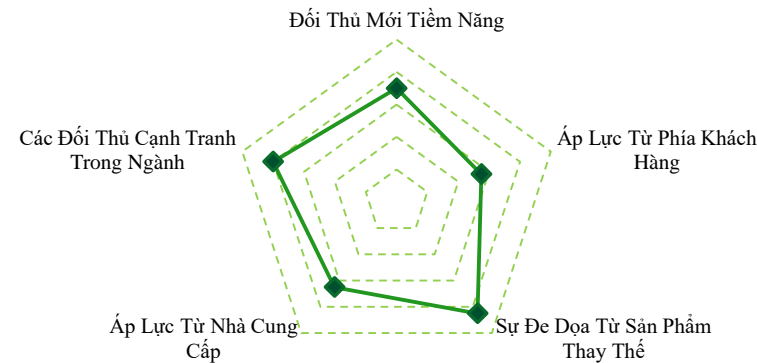
- VCBS nhận thấy rằng cơ cấu thị phần thị trường LPG không có nhiều thay đổi đáng kể từ năm 2015 mặc dù có sự cạnh tranh khốc liệt trong ngành. Điều này được giải thích bởi lòng trung thành của người tiêu dùng. Sự lựa chọn của người tiêu dùng liên quan mật thiết đến mức độ an toàn, đặc biệt là về vấn đề phòng cháy chữa cháy. Ví dụ, nếu khách hàng đã sử dụng LPG từ một thương hiệu trong một thời gian dài, họ sẽ ít thay đổi cho một thương hiệu khác, mặc dù các thương hiệu thay thế có giá thấp hơn.
- Do giá dầu Brent sụt giảm trong quý 1 năm 2020, giá CP thế giới cũng đã ghi nhận mức thấp 230 - 240 USD / tấn trong tháng 3, sau đó tăng lên mức 330 - 340 USD / tấn, hầu hết các doanh nghiệp bán lẻ LPG đã trích lập dự phòng giảm giá hàng tồn kho trong 1Q.2020. Ngoài ra, giãn cách xã hội để phòng ngừa COVID 19 cũng đã làm nhu cầu tiêu thụ LPG toàn ngành sụt giảm.
- Trong 2H.2020, VCBS dự kiến thị trường LPG sẽ phục hồi. Tuy nhiên, tăng trưởng năm 2020 có khả năng ghi nhận ở mức 6%, thấp hơn 2% so với năm trước.

Thị phần LPG dân dụng miền Nam

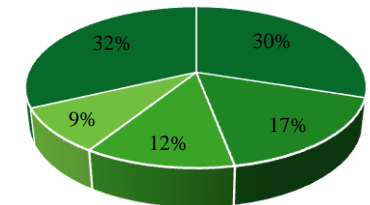


• PVGas South • Saigon Petro • Total • Petrolimex • Khác

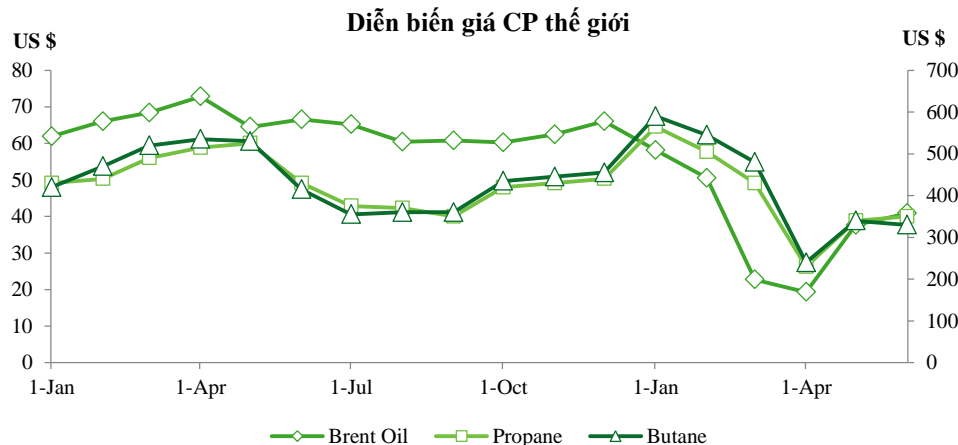
Mô hình 5 áp lực cạnh tranh



Thị phần LPG dân dụng miền Bắc



• PVGas North • Petrolimex • Total • Family Gas • Others



Nguồn: VCBS

### Outlook Matrix

GIÁ DẦU THÔ		30-35USD	45-50 USD	60-65 USD	TRIỂN VỌNG
THƯỜNG NGUỒN	PVS	Khả quan	Trung lập	Khả quan	Block B, Nam Du – U Minh là những dự án lớn triển vọng của PVS trong tương lai, với mức giá hóa vốn tại mỗi dự án trung bình tương đương ở mức giá dầu 50 – 55 USD / thùng. Triển vọng của PVS phụ thuộc vào việc triển khai các dự án này.
	PVB	Khả quan	Trung lập	Khả quan	Dự án NCS 2 – GĐ 2 đã triển khai, doanh thu và lợi nhuận hầu hết của dự án sẽ được ghi nhận trong Q2.2020. Do đó, triển vọng doanh nghiệp phụ thuộc hoàn toàn vào tình hình triển khai dự án Block B.
	PVD	Khả quan	Trung lập	Khả quan	Khối lượng công việc và giá thuê giàn khoan của PVD đang phụ thuộc nhiều vào các thị trường trong khu vực, nơi mà các dự án dầu khí rất nhạy cảm với giá dầu thế giới trong việc triển khai hoặc tạm dừng.
	PXS	Trung lập	Khả quan	Khả quan	DT & LN của PXS trong 3 năm tới đến từ dự án Long Sơn, không chịu ảnh hưởng nhiều từ giá dầu thế giới
TRUNG NGUỒN	GAS	Khả quan	Khả quan	Khả quan	Hoạt động kinh doanh của GAS chịu ảnh hưởng trực tiếp từ giá dầu thô thế giới.
	BSR	Khả quan	Khả quan	Khả quan	Trên lý thuyết giá dầu thô thế giới không ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của BSR. Tuy nhiên, diễn biến giá dầu giảm đột ngột sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến giá vốn và chi phí trích lập giảm giá hàng tồn kho của BSR
HẠ NGUỒN	PGS	Khả quan	Khả quan	Khả quan	
	CNG	Khả quan	Khả quan	Khả quan	
	PGD	Khả quan	Khả quan	Khả quan	
	PLX	Khả quan	Khả quan	Khả quan	Ảnh hưởng của giá dầu lên KQKD của PLX và PV Oil thông qua chênh lệch giữa tồn kho 30 ngày và điều chỉnh giá bán trung bình 15 ngày theo quy định của chính phủ. Do đó, trong trường hợp giá dầu tăng trở lại, giá trị hàng tồn kho phải trích lập sẽ giảm xuống.
	OIL	Khả quan	Khả quan	Khả quan	

Ghi chú

Khả quan	: KHẢ QUAN (5% - 15%)
Trung lập	: TRUNG LẬP (-5% - 5%)
Khém khả quan	: KÉM KHẢ QUAN (< -5%)

**DẦU KHÍ THẾ GIỚI: SỐ PHẬN NGÀNH NĂNG LƯỢNG NẴM TRONG TAY NGƯỜI KHÔNG LỖ “CÔNG NGHỆ”**

**DẦU KHÍ VIỆT NAM: HY VỌNG!**

**CỔ PHIẾU: CƠ HỘI ĐẾN TỪ ĐIỂM TRỮ LỢI NHUẬN**



### Tổng quan

#### Hoạt động kinh doanh

PVD hoạt động trong lĩnh vực khoan dầu khí thuộc phân khúc thượng nguồn trong chuỗi giá trị của ngành. Doanh thu chính đến từ mảng dịch vụ khoan với tỷ lệ doanh thu đạt tới 40%.

Tuy nhiên trong giai đoạn giá thuê giàn đang ở mức thấp như hiện tại. Nguồn lợi nhuận chính của PVD lại đến từ các mảng dịch vụ kỹ thuật đi kèm dịch vụ khoan.

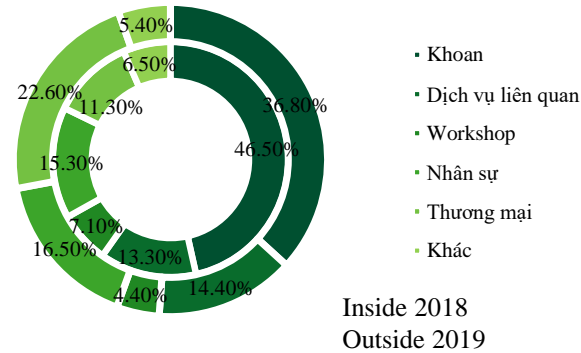
#### Cơ cấu cổ đông

PVD là một trong những cổ phiếu có thành khoản cao, trong năm 2019, PVD chia cổ phiếu thưởng với tỷ lệ 10 : 1, nâng tổng số cổ phiếu niêm yết lên 421,544,970 cổ phiếu.

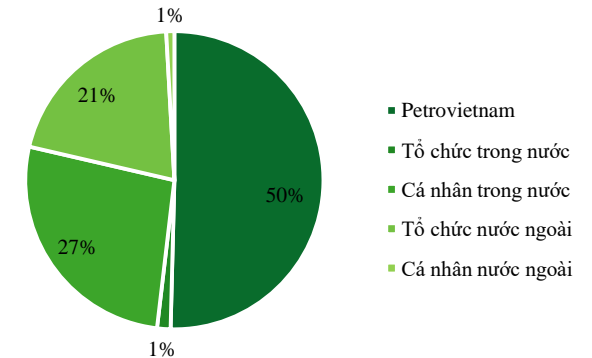
#### Kết quả kinh doanh

Trong quý 1 năm 2020, PVD đã ghi nhận 1.675 tỷ đồng (+ 84% yoy) doanh thu và 16 tỷ đồng lợi nhuận. Kết quả kinh doanh PVD có sự tăng trưởng nhờ vào (1) Hiệu suất sử dụng giàn tăng lên 99,8%, so với 99,6% trong cùng kỳ năm ngoái; (2) Giá thuê giàn/ngày tăng nhẹ 9,5% so với cùng kỳ (1Q.2020: 60.200 USD / ngày; 1Q.2019: 55.000 USD / ngày).

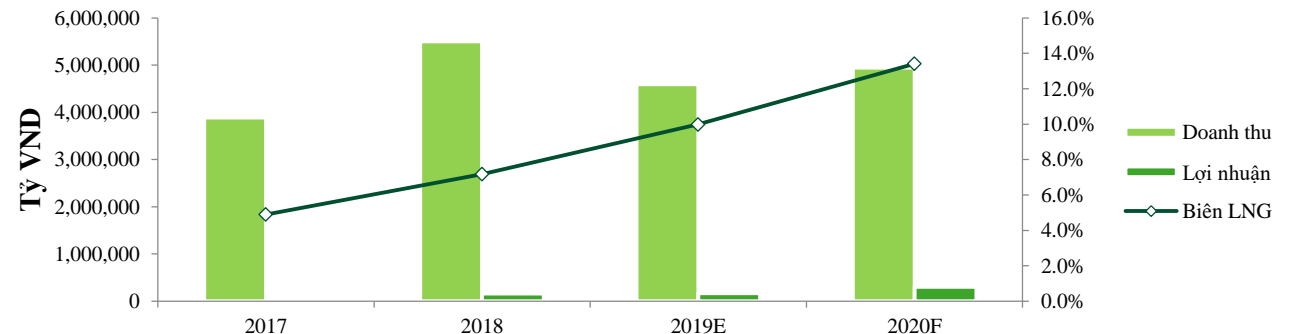
Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu sở hữu



KQKD của PVD 2017 - 2020



Nguồn: VCBS

### Khối lượng công việc bị ảnh hưởng mạnh bởi COVID 19

- Vào cuối năm 2019, Hiệu suất sử dụng & giá thuê giàn đã tăng mạnh nhờ nhu cầu giàn khoan tăng độ biến tại thị trường Malaysia. Để đạt được các kế hoạch khai thác năm 2019, Petronas đã gia tăng công suất khoan tạm thời bằng việc thuê thêm nhiều giàn khoan ở nước ngoài, do đó đẩy giá thuê & hiệu suất giàn chung trong khu vực lên trên 90.000 USD và 75%, tương ứng. Ngay sau đó, giá thuê giàn và hiệu suất hoạt động giảm xuống còn 75.000 USD & 70% vào đầu năm 2020 như ước tính của VCBS. Giá thuê giàn trong khu vực chỉ tăng trong ngắn hạn do tình trạng thiếu giàn khoan tạm thời tại thị trường Malaysia & Indonesia trong khi phần lớn các giàn khoan vẫn đang trong tình trạng đóng băng tại Singapore.
- Đầu năm 2020, đại dịch COVID 19 đã khiến giá dầu Brent giảm xuống 20 USD / thùng, điều này dẫn đến tạm dừng hàng loạt các dự án khoan mới tại thị trường Malaysia. VCBS dự báo hiệu suất sử dụng giàn của PVD sẽ giảm xuống còn 75% trong 2H.2020, thấp hơn tỷ lệ dự đoán trước đó của chúng tôi là 95%. Giá thuê giàn của PVD trong 2H.2020 có thể bị ảnh hưởng mạnh nếu giá Brent không thể phục hồi lên 50 USD / thùng.

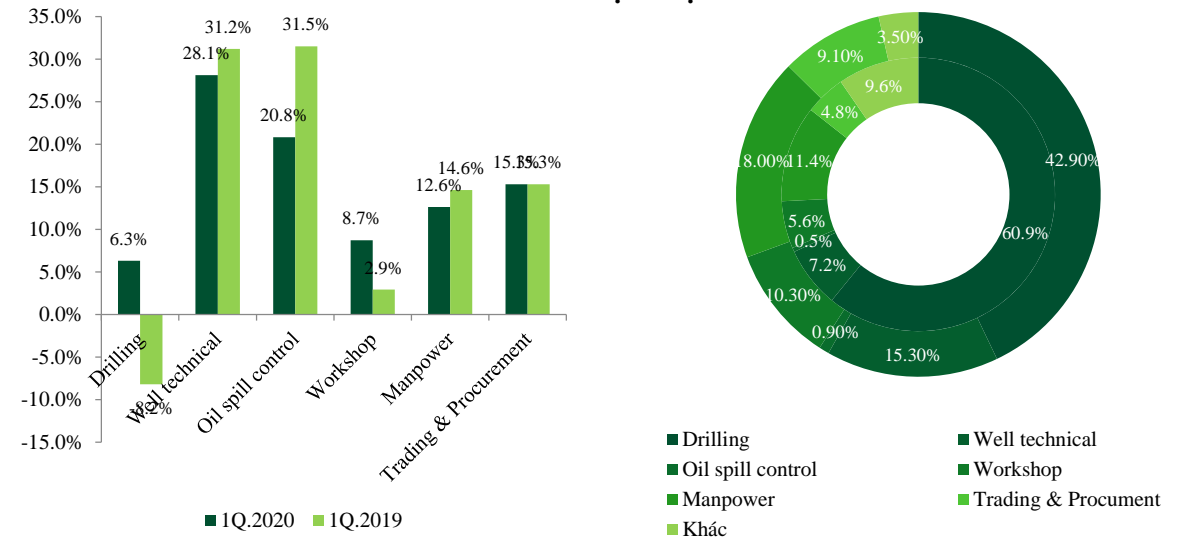
Lịch Khoan

Rigs	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
<b>Giàn PVD tự nâng</b>												
PVD I	PCSB						Hibiscus					
PVD II	PCSB						PCSB					
PVD III	Repsol						Repsol					
PVD VI	Sapura						Rosneft					
PVD V												
<b>Giàn PVD thuê ngoài</b>												
Hakuryu 11	Sao Vang											
IDUN	Viet Nam					Viet Nam						
SAGA		Viet Nam										

*Notes*

- : Đã khoan
- : Tạm hoãn
- : Di chuyển
- : Không hoạt động

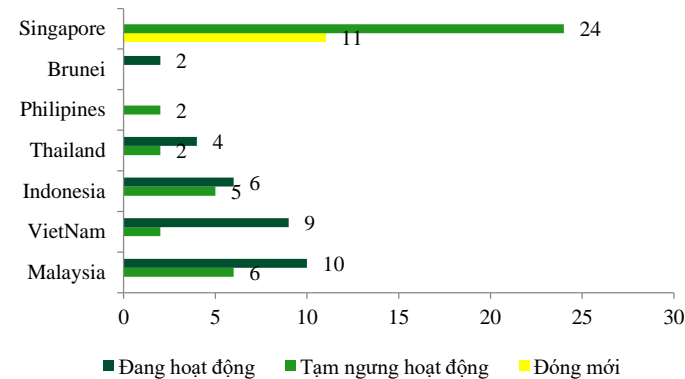
Doanh thu & Lợi nhuận



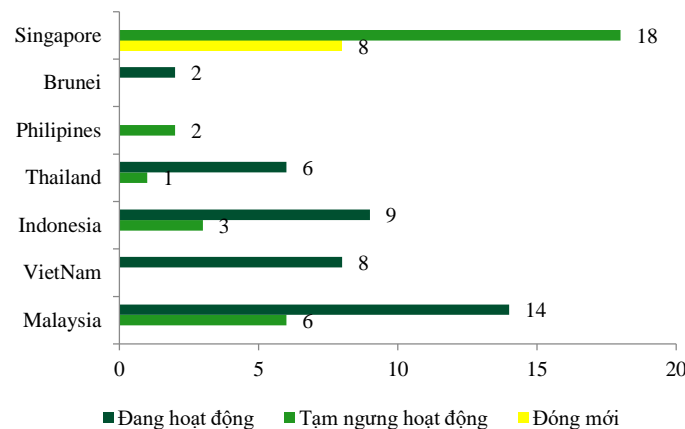
### Giá dầu liệu có hồi phục?

- VCBS tin rằng xu hướng giảm của giá dầu Brent sẽ được phản ánh một phần vào giá thuê giàn & hiệu suất sử dụng trong Q2.2020. VCBS tin rằng hiệu suất giàn của PVD sẽ tốt trong 1H.2020 mặc dù giá dầu Brent sụt giảm, nhờ các hợp đồng khoan hiện hữu có giá thuê giàn đã được xác định. Tuy nhiên, hiệu suất hoạt của PVD có thể giảm đáng kể trong 2H.2020 do khối lượng công việc ở Malaysia dự kiến sẽ giảm mạnh.
- Số lượng giàn khoan đã tăng lên ở thị trường Malaysia (+7) so với giai đoạn trước. VCBS nhắc lại chính sách triển khai dự án tại Malaysia đối với các dự án dầu khí: nếu giá dầu Brent duy trì trên điểm hòa vốn của từng dự án cụ thể trong 1 năm, Petronas sẽ khởi động lại ngay lập tức. Do đó, giá Brent dưới 50 USD / thùng có thể buộc Petronas phải tạm dừng các dự án có điểm hòa vốn cao. Hiện tại, Petronas đã cắt giảm khá nhiều công suất khoan của họ.
- VCBS tin rằng hiệu quả hoạt động của PVD chỉ tốt trong 2Q.2020 nhờ các hợp đồng khoan hiện tại, sau đó giảm sẽ giảm mạnh trong 2 quý tới do việc cắt giảm công suất khai thác dầu khí ở hầu hết các khu vực.
- VCBS điều chỉnh dự báo giá thuê giàn trong khu vực SEA trong khoảng 50.000 - 55.000 USD theo giả định rằng Dầu Brent toàn cầu duy trì ở mức giá dưới 40USD / thùng trong phần còn lại của năm 2020.

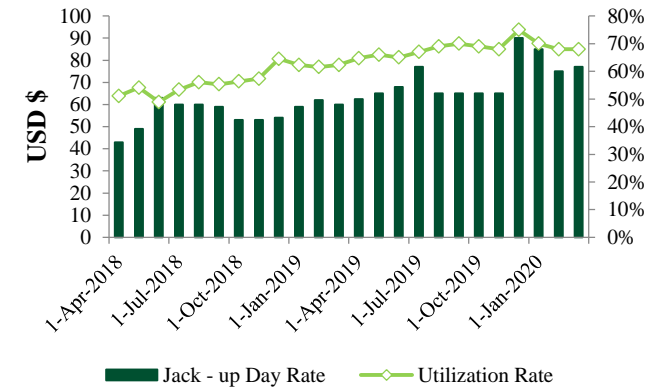
Thống kê giàn khoan 2019



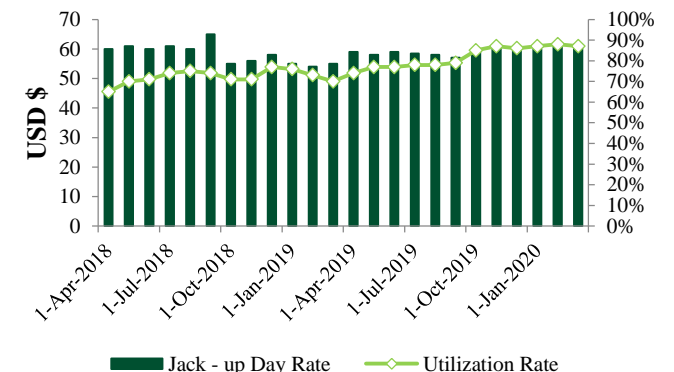
Thống kê giàn khoan 2020



Trung bình giá thuê giàn & hiệu suất hoạt động trong khu vực



Giá thuê giàn & hiệu suất hoạt động của PVD

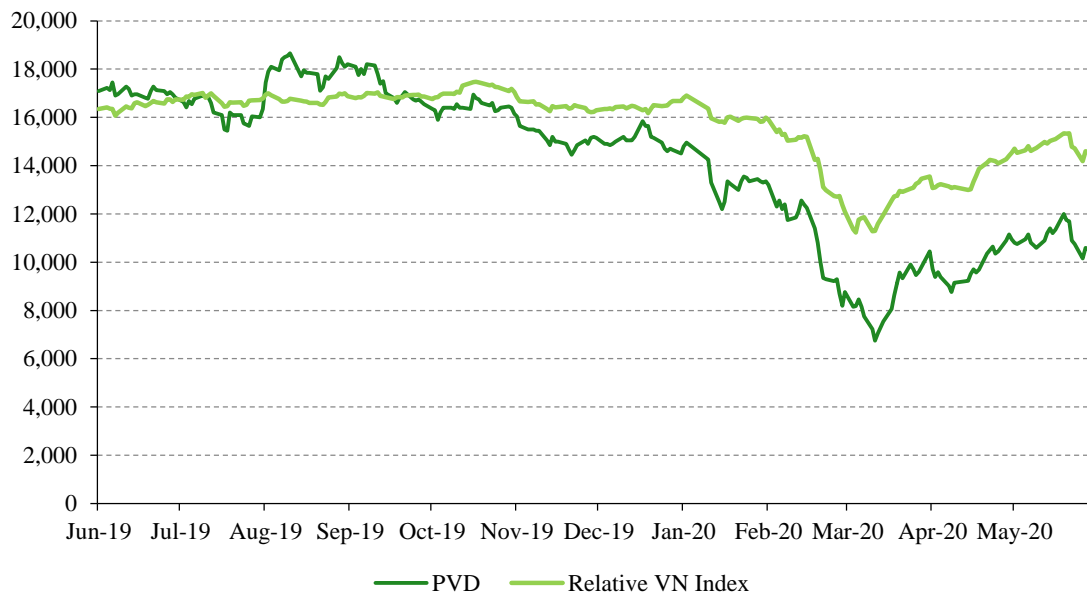


### Rủi ro trong ngắn hạn

#### ĐỊNH GIÁ

Kịch bản cơ sở 7,500

Kịch bản tích cực 12,500



#### GIÁ MỤC TIÊU

7,500

+/-

-25%

#### DỰ PHÓNG

Giá Định	Cơ sở	Tích cực
Giá thuê giàn (USD/ngày)	55,500	60,200
Hiệu suất sử dụng giàn (%)	70%	95%
Kết Quả Kinh Doanh		
Doanh thu (tỷ VND)	4,675	5,297
Lợi nhuận (tỷ VND)	-54	163.8
ĐỊNH GIÁ		
P/B	-	0.4
Tiền mặt/cp	7,500	-
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>7,500</b>	<b>12,500</b>
+/-	- 25%	+ 15%

### Tổng quan

#### Hoạt động kinh doanh

Công ty TNHH lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) được thành lập từ năm 2008 để vận hành nhà máy lọc dầu Dung Quất - nhà máy lọc dầu duy nhất tại Việt Nam thời điểm đó. Nhà máy chính thức đi vào hoạt động từ năm 2009 với công suất 6,5 triệu tấn mỗi năm và đáp ứng 30% nhu cầu của thị trường nội địa.

#### Cơ cấu sở hữu

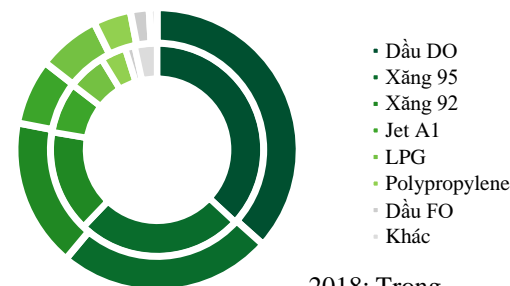
Sau lần thực hiện IPO, BSR đã không chọn được đối tác chiến lược. Do đó, nhà nước đang sở hữu tỷ lệ cổ phần rất lớn cổ phần tại doanh nghiệp. Hiện BSR đang chuẩn bị các hồ sơ để niêm yết trên sàn giao dịch Hà Nội.

#### Kết quả kinh doanh

Trong Q1.2020, BSR ghi nhận 17,991 tỷ đồng (-22% YoY) doanh thu và 2347 đồng lợi nhuận. Sự sụt giảm trong KQKD của BSR đến từ (1) Tác động của đại dịch COVID 19 đến tiêu thụ sản phẩm dầu mỏ; (2) Ước tính khoảng 380 tỷ đồng dự trữ hàng tồn kho của BSR được ghi nhận trong Q1.2020 do giá dầu Brent toàn cầu đột ngột mất giá. Do đó, BSR lỗ lớn trong Q1.2020.

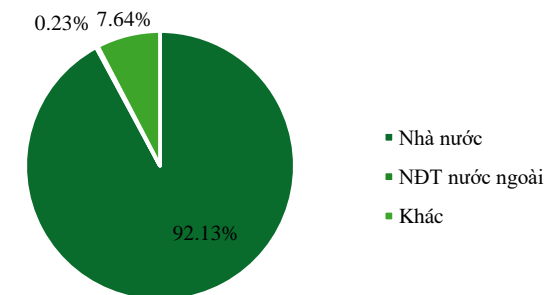
Nguồn: VCBS

Cơ cấu doanh thu

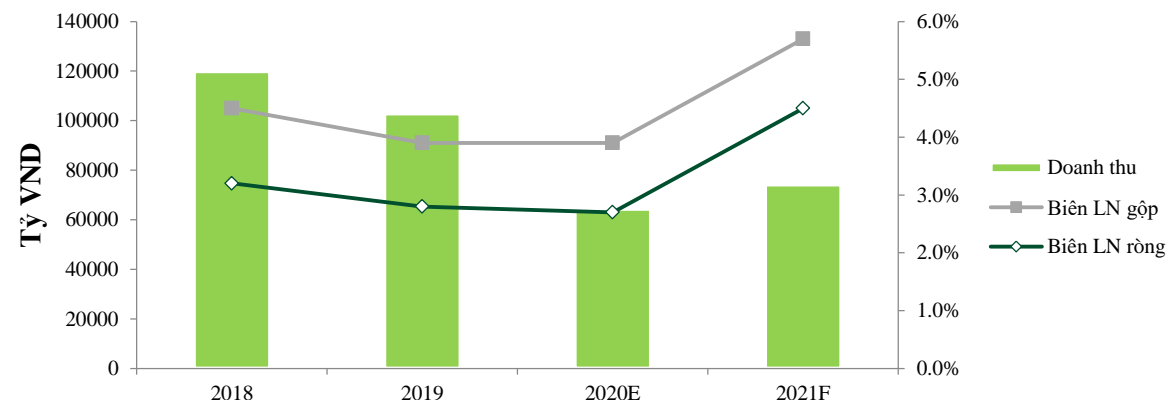


2018: Trong  
2019: Ngoài

Cơ cấu sở hữu



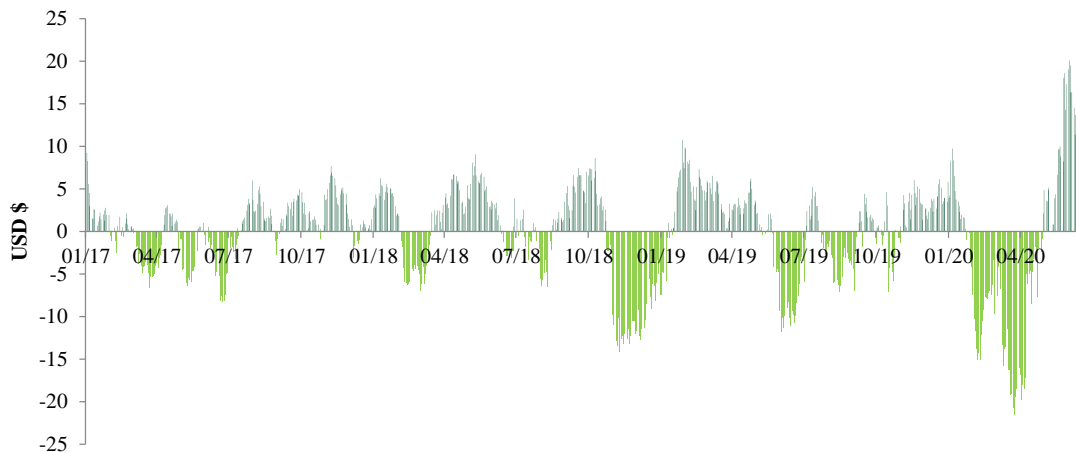
KQKD của BSR 2018 - 2021



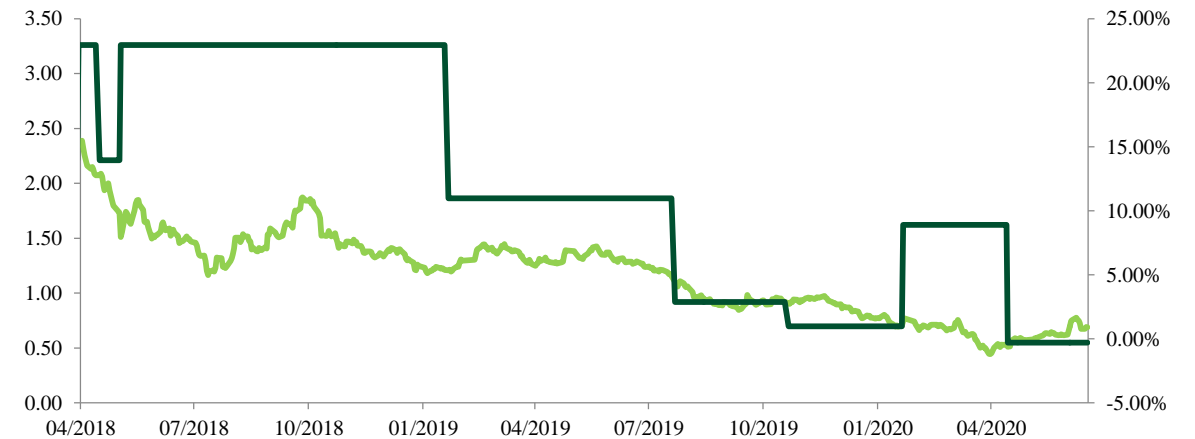
### Tỷ suất sinh lời thấp

- VCBS nhận thấy mối quan hệ chặt chẽ giữa chỉ số tăng / giảm hàng tồn kho ở Châu Á và hiệu quả hoạt động của BSR hơn là tỷ lệ crack – spread 3 - 2 - 1. Do giá dầu Brent giảm mạnh trong Q1.2020, chỉ số này cho thấy sự sụt giảm mạnh về giá trị hàng tồn kho bắt buộc BSR phải thực hiện trích lập. Theo dữ liệu trong Q2.2020, sự phục hồi của giá dầu Brent có thể giúp BSR thực hiện hồi tố hồi tố một phần dự phòng giảm giá hàng tồn kho.
- Sự suy giảm trong tỷ suất sinh lời của BSR đã kéo dài liên tục kể từ khi IPO trong năm 2018. Tình hình bất lợi của thị trường lọc dầu châu Á đã dẫn đến sự sụt giảm của tỷ lệ crack – spread, ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động của BSR. Theo dự đoán của chúng tôi về triển vọng thị trường lọc dầu, xu hướng giảm giá dầu trong ngắn hạn và công suất lọc dầu dư thừa có thể tiếp tục làm tỷ lệ crack – spread trong khu vực khó lòng tăng trong tương lai gần. VCBS đánh giá sự phục hồi của giá dầu Brent và nhu cầu dầu thô toàn cầu sau COVID 19 tăng trưởng trở lại có thể làm cho tỷ lệ crack – spread tăng lên trong ngắn hạn.

Lãi/Lỗ Hàng tồn kho



P/B & ROE



— P/B Unit: Time — ROE Unit: %

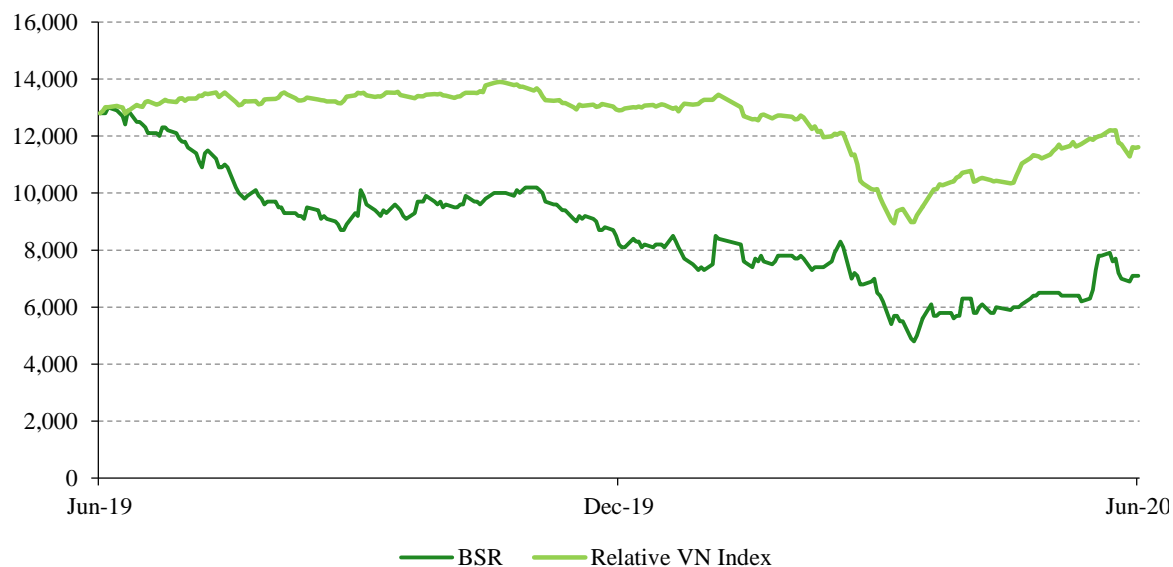
Nguồn: VCBS, Bloomberg

### Cơ hội đến từ điểm trúng lợi nhuận

#### ĐỊNH GIÁ

**Kịch bản tiêu cực** **6,500**

**Kịch bản cơ sở** **8,500**



#### GIÁ MỤC TIÊU

**8,500/CP**

**+/-**

**+20%**

#### DỰ PHÓNG

GIÁ ĐỊNH	Tiêu cực	Cơ sở
Giá dầu Brent(USD/thùng)	30	45
BUSINESS RESULT		
Doanh thu (tỷ VND)	42,937	64,406
Lợi nhuận (tỷ VND)	1,659	2,488
ĐỊNH GIÁ		
P/B	-	0.8
Tiền mặt/cp	6,500	-
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>6,500</b>	<b>8,500</b>
<b>+/-</b>	<b>-25%</b>	<b>+20%</b>

### Tổng quan

#### Hoạt động kinh doanh chính

PLX hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu và kinh doanh xăng dầu hạ nguồn, lọc – hóa dầu và đầu tư vào các ngành nghề khác. Trong lĩnh vực kinh doanh xăng dầu, PLX giữ vai trò chủ đạo trên thị trường với 50% thị phần.

#### Cơ cấu cổ đông

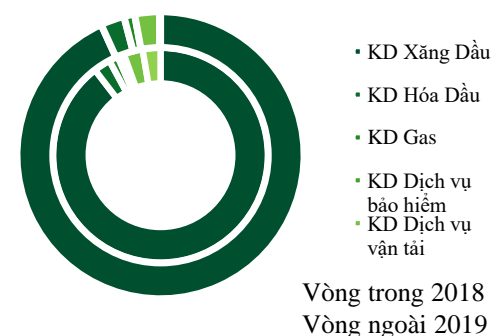
PLX là một trong những cổ phiếu có thanh khoản cao cùng với GAS đại diện cho nhóm doanh nghiệp dầu khí nằm trong rổ VN 30 Index.

Trong năm 2019, PLX chia cổ tức bằng tiền với tỷ lệ 26% mệnh giá, tương đương với mức sinh lời 5.7% trên mệnh giá.

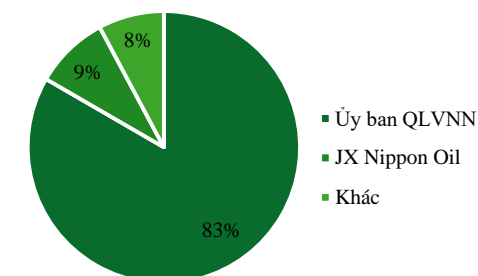
#### Kết quả kinh doanh

Trong 1Q.2020, PLX ghi nhận 38.500 tỷ đồng (-8% yoy) doanh thu và -1.893 tỷ đồng LNST. Sự sụt giảm trong kết quả hoạt động của PLX đến từ (1) Ảnh hưởng của dịch COVID 19 lên nhu cầu tiêu thụ xăng dầu, đặc biệt là sản phẩm Jet A1; (2) Sự sụt giảm mạnh của giá dầu thế giới buộc PLX phải trích lập dự phòng giảm giá một lượng lớn hàng tồn kho trong Q1, trong khi cùng kỳ PLX vừa hoàn nhập.

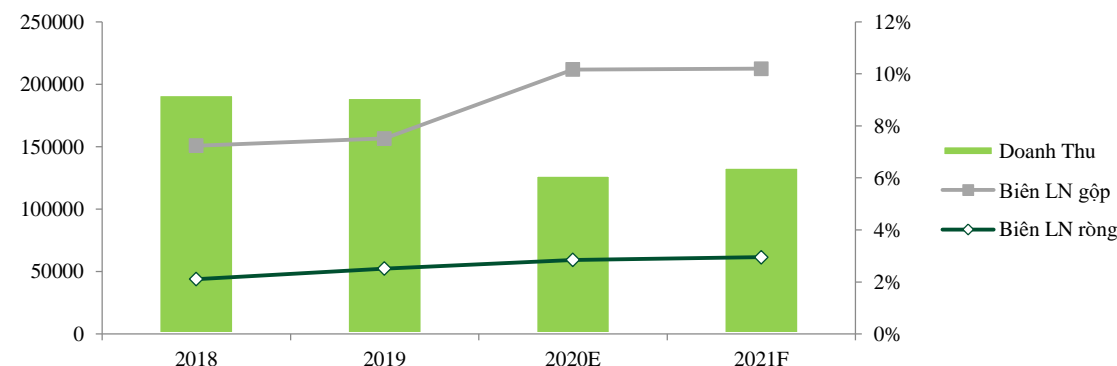
Cơ cấu doanh thu



Cơ cấu cổ đông



Biến Động Kết Quả Kinh Doanh

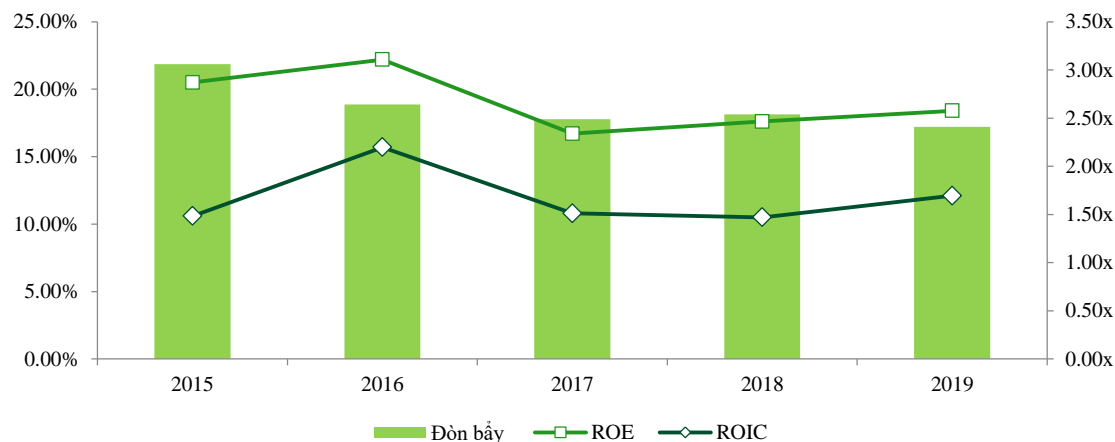


Nguồn: VCBS

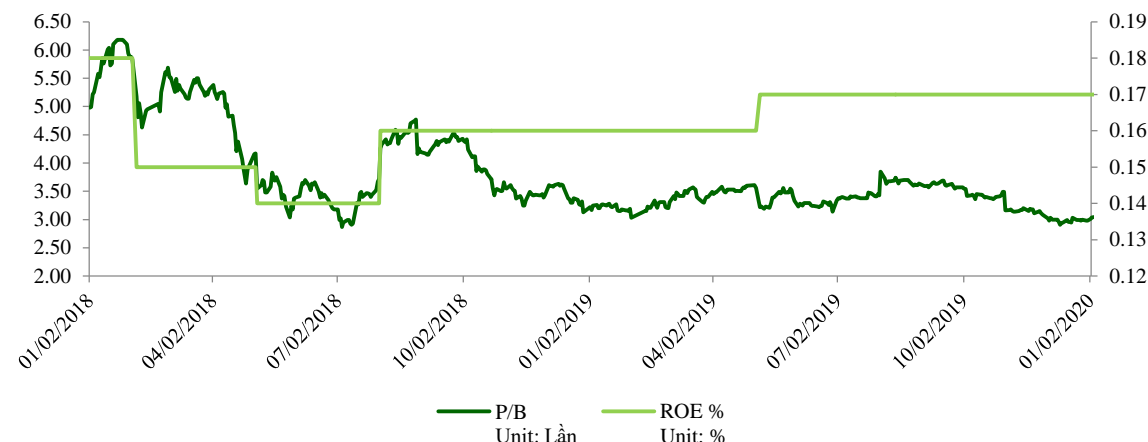


### PLX được giao dịch với mức chi phí vốn thấp

Hiệu quả sinh lời



P/B & ROE



- Sản lượng kinh doanh xăng dầu hồi phục sau dịch:** PLX có mức tăng trưởng sản lượng kinh doanh xăng dầu bình quân 8% trong giai đoạn 2014 – 2019. VCBS dự phóng mức tăng trưởng sản lượng trong năm 2020 giảm nhẹ ở mức 5% và tăng mạnh lên 10% trong năm 2021.
- Hiệu quả quản lý hàng tồn kho quyết định lợi nhuận của doanh nghiệp trong giai đoạn hiện tại:** PLX đang trong giai đoạn tăng trưởng ổn định, VCBS không kỳ vọng PLX tăng trưởng đột biến trong sản lượng. Thay vào đó, việc quản lý hàng tồn kho tốt có thể giảm độ biến động lợi nhuận của doanh nghiệp so với biến động giá dầu.
- Định giá:** Ke của thị trường đang trả cho cổ phiếu PLX ở mức thấp  $\approx 12\%$ , với mức ROE dao động 15 – 18%, PLX luôn giao dịch ở mức P/B thấp nhất là 3 lần. VCBS đưa ra các giả định thận trọng nhất trong việc định giá PLX bao gồm: (1) Giá dầu tiếp tục giữ ở mức 35USD/thùng, PLX không xuất hiện hoàn nhập dự phòng hàng tồn kho trong năm 2020; (2) Cổ tức tiền mặt trong năm 2021 ở mức 1,500 VNĐ/cp phản ánh KQKD năm 2020, từ năm 2022 cổ tức tiền mặt tăng trưởng đều 8%/năm = tốc độ tăng trưởng sản lượng với mức cổ tức tiền mặt năm 2022 là 2,500 VNĐ/cp. (3) VCBS duy trì mức Ke  $\approx 12\%$  & P/B  $\approx 3$  lần cho định giá hiện tại.

Nguồn: VCBS

### Dịch COVID 19 như sự kiện “Thiên Nga Đen” đối với PLX

#### ĐỊNH GIÁ

Phương Pháp P/B **54,050**

Phương Pháp DDM **53,150**

#### GIÁ MỤC TIÊU

**53,600/CP**

**+/-**

**+21%**

#### DỰ PHÓNG



Đơn vị: Tỷ VND	2019	2020E	2021F
Doanh thu	189,641	124,277	135,927
+/- yoy (%)	-1.2%	-34.5%	9.4%
Lợi nhuận	4,772	1,587	4,475
+/- %	17.9%	-66.7%	182%
EPS (VND/cp)	3,287	1,096	3,097

### Điều khoản sử dụng

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

### Thông tin liên hệ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích – Nghiên cứu

[tmhoang@vcbs.com.vn](mailto:tmhoang@vcbs.com.vn)

**Lê Đức Quang, CFA**

Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

[ldquang@vcbs.com.vn](mailto:ldquang@vcbs.com.vn)

**Ngô Duy Tài**

Chuyên viên Phân tích Cấp cao

[ndtai@vcbs.com.vn](mailto:ndtai@vcbs.com.vn)