

BÁO CÁO NGÀNH

DẦU KHÍ



FIDT

FOCUS ON PERFORMANCE

Phòng nghiên cứu và phân tích
Công ty CP FIDT

Website: Fidt.vn

Phone: **02.888.935.79**

Email: support@fidt.vn

Mục lục

<u>TRIỂN VONG GIÁ DẦU KHÍ THẾ GIỚI</u>	3
VỀ NGUỒN CUNG DẦU THÔ TỪ NHÓM OPEC+	3
ĐỐI VỚI NGUỒN CUNG DẦU MỎ TỪ MỸ	5
VỀ NHU CẦU TIÊU THỤ DẦU VÀ THẶNG DƯ	6
<u>CHUỖI GIÁ TRỊ VÀ TRIỂN VONG NGÀNH DẦU KHÍ VIỆT NAM</u>	7
CHUỖI GIÁ TRỊ NGÀNH DẦU KHÍ CỦA VIỆT NAM	7
ĐỐI VỚI THỊ TRƯỜNG GIÀN KHOAN	7
VỚI PHÍA CẦU GIÀN KHOAN	7
VỚI PHÍA CUNG GIÀN KHOAN	8
ĐỐI VỚI NGÀNH DẦU KHÍ TRONG NƯỚC	10
<u>CỔ PHIẾU ĐÁNG CHÚ Ý</u>	11
QUAN ĐIỂM CỦA FIDT ĐỐI VỚI ĐẦU TƯ CÁC CỔ PHIẾU NGÀNH DẦU KHÍ	11
PVS – TỔNG CTCP DỊCH VỤ KỸ THUẬT DẦU KHÍ VIỆT NAM	12
PVD - CÔNG TY CỔ PHẦN KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ	14
GAS - TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM	17
PVB - CTCP BỌC ỒNG DẦU KHÍ VIỆT NAM	18

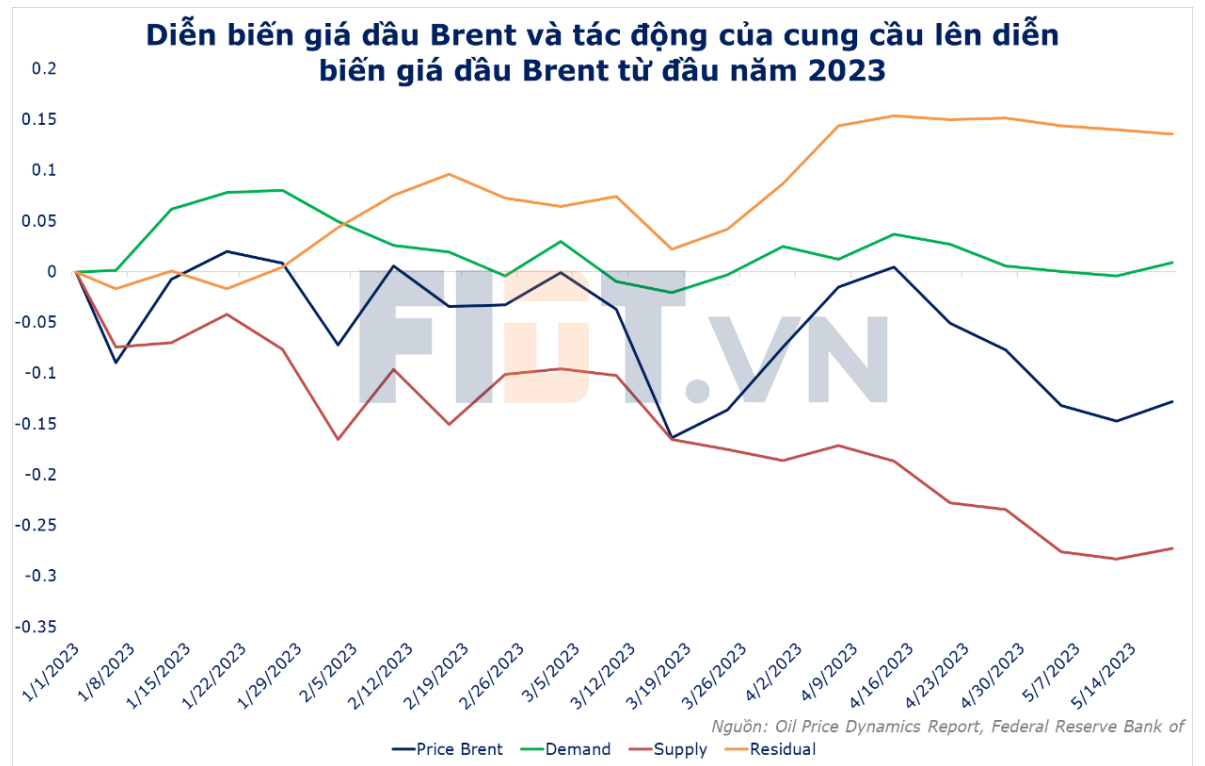
Triển vọng giá dầu khí thế giới

Chúng tôi đánh giá hiện tại có ba yếu tố chính tác động đến diễn biến giá dầu thế giới trong ngắn hạn là **(1)** vấn đề cắt giảm sản lượng dầu của nhóm OPEC & OPEC+ **(2)** suy giảm sản lượng tiêu thụ do suy thoái kinh tế **(3)** sản lượng tiêu thụ dầu thô ở Trung Quốc không được như kỳ vọng sau khi mở cửa.

Về nguồn cung dầu thô từ nhóm OPEC+

Tính đến ngày 24.05.2023, giá dầu Brent (USD/bbl) suy giảm ~ 10% so với đầu năm. Dựa vào hình trên, việc giá dầu suy giảm trong thời gian vừa qua chủ yếu đến từ việc **(1)** nguồn cung dư thừa **(2)** nhu cầu tiêu thụ đi ngang.

Để ổn định tình hình giá dầu trong điều kiện nhu cầu tiêu thụ suy yếu, các quốc gia thuộc nhóm OPEC & OPEC+ đã, đang và sẽ tiếp tục thắt chặt sản lượng.



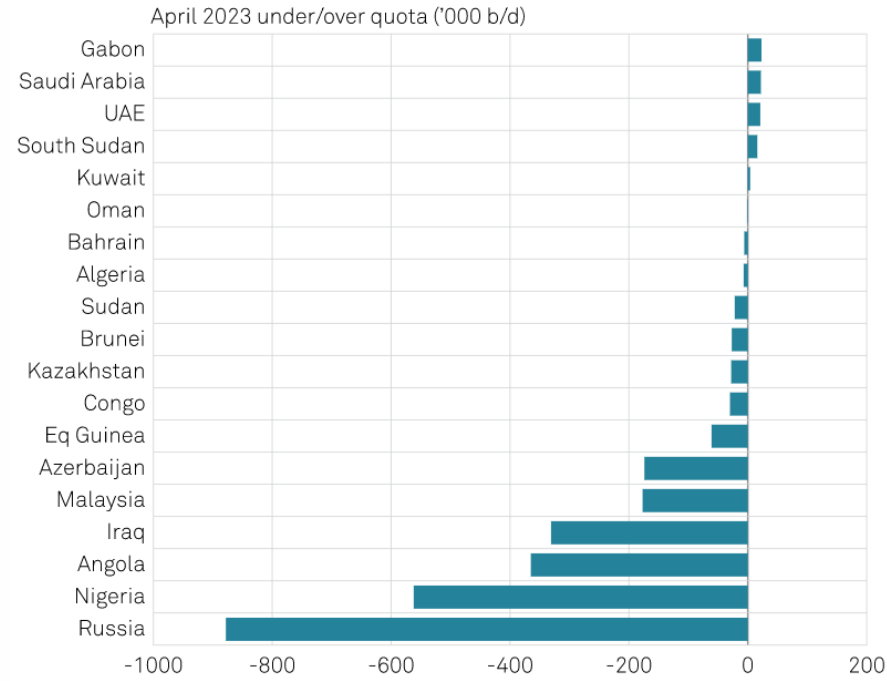
OPEC+ Crude oil production Million barrels per day		Mar-2023 Supply	Apr-2023 Supply	MoM	Apr prod. vs Quota	Quota
OPEC - 10	Algeria	1.01	1	-0.01	-0.01	1.01
	Angola	0.97	1.06	0.09	-0.4	1.46
	Congo	0.28	0.28	0	-0.03	0.31
	Equatorial Guinea	0.05	0.05	0	-0.07	0.12
	Gabon	0.19	0.2	0.01	0.02	0.18
	Iraq	4.35	4.1	-0.25	-0.33	4.43
	Kuwait	2.68	2.68	0	0	2.68
	Nigeria	1.27	1.02	-0.25	-0.72	1.74
	Saudi Arabia	10.43	10.48	0.05	0	10.48
	UAE	3.35	3.32	-0.03	0.3	3.02
Total OPEC-10		24.58	24.19	-0.39	-1.23	25.42
OPEC	Iran	2.69	2.75	0.06		
	Libya	1.16	1.13	-0.03		
	Venezuela	0.73	0.78	0.05		
Total OPEC		29.16	28.85	-0.31		
Non - OPEC	Azerbaijan	0.51	0.51	0	-0.17	0.68
	Kazakhstan	1.63	1.63	0	0	1.63
	Mexico	1.65	1.68	0.03		1.75
	Oman	0.84	0.84	0	0	0.84
	Russia	9.6	9.6	0	-0.88	10.48
	Others	0.83	0.83	0	-0.23	1.06
	Total Non-OPEC		15.07	15.09	0.02	-1.27
Total	OPEC+ 19 in cut deal	38	37.6	-0.4	-2.5	40.1
	Total OPEC+	44.23	43.94	-0.29		

Nguồn: FIDT retrieved from May – 2023 Oil Market Report, IEA.

Có thể thấy rằng trong tháng 04.2023, nhóm OPEC đã giảm sản lượng ~ 310,000 thùng/ngày chủ yếu đến từ suy giảm sản lượng của (1) Iraq ngừng xuất khẩu dầu thô sang Thổ Nhĩ Kỳ (2) Nigeria bị mất điện diện rộng.

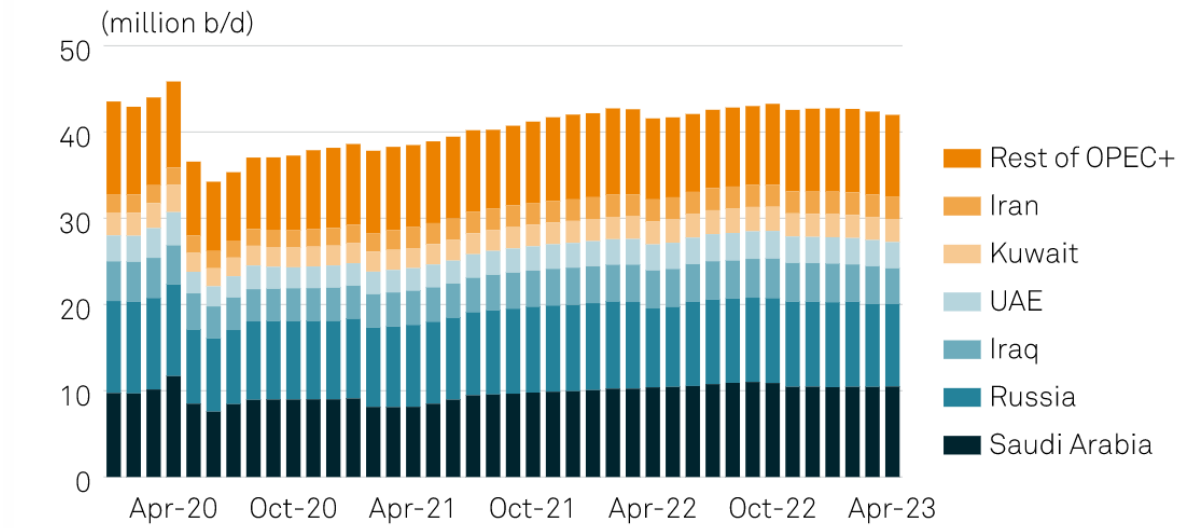
Theo Platts thống kê, đa số các quốc gia OPEC không đạt sản lượng đã cam kết trong tháng 04.2023.

Most OPEC+ members not meeting their quotas



Source: Platts OPEC+ survey by S&P Global Commodity Insights

April 2023 OPEC+ output falls on Iraq, Nigeria outages



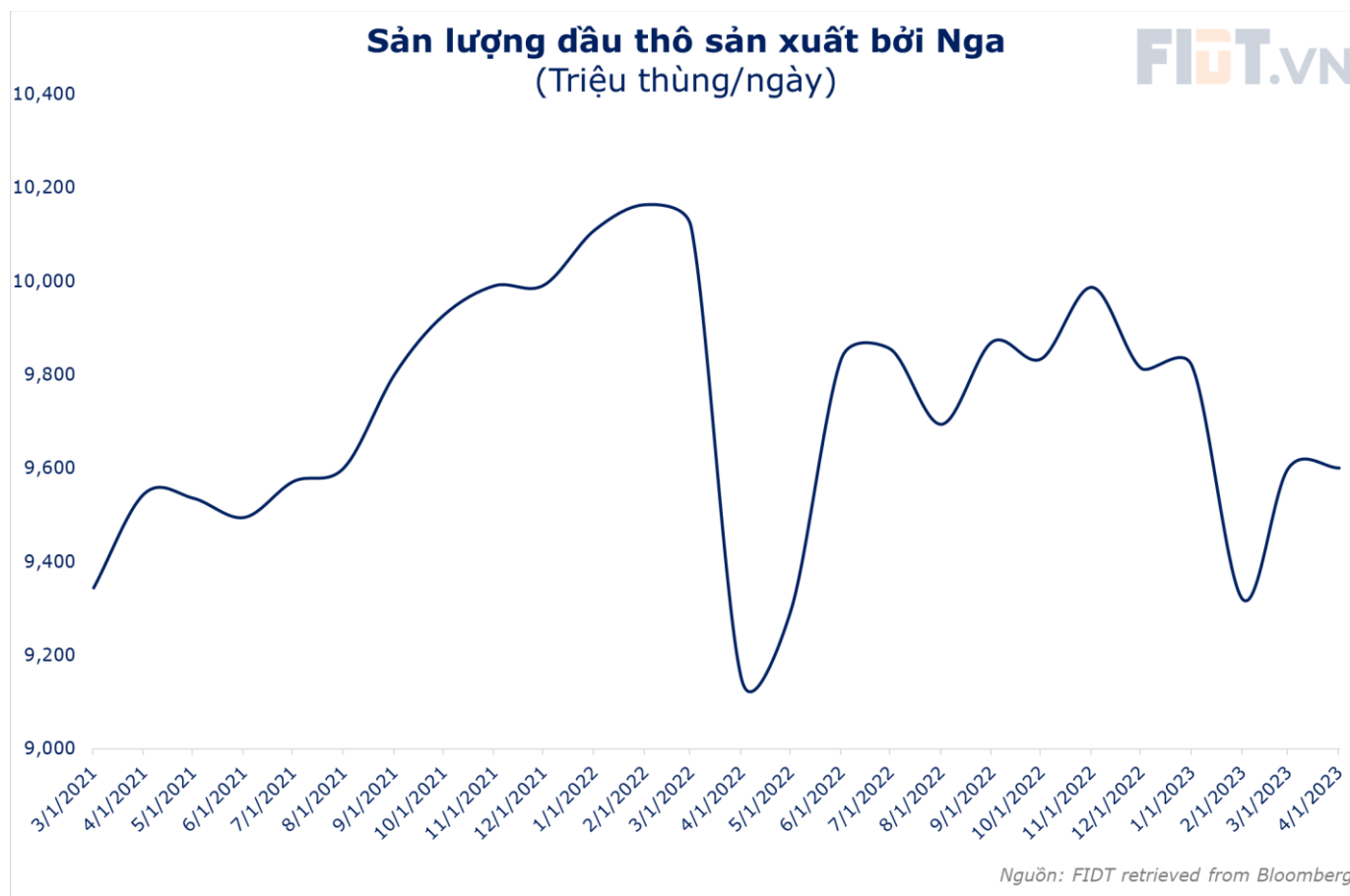
Source: S&P Global Commodity Insights

Trong cuộc họp đầu tháng 04.2023, OPEC+ vừa thông báo sẽ tiếp tục cắt giảm sản lượng đến hết năm 2023 thêm **1.16 triệu thùng/ngày** kể từ tháng 05.2023.

Tổng cộng sản lượng cắt giảm kể từ tháng 05.2023 là **1.66 triệu thùng/ngày**, bao gồm 500 nghìn thùng/ngày cắt giảm từ Nga được kéo dài đến hết năm 2023.

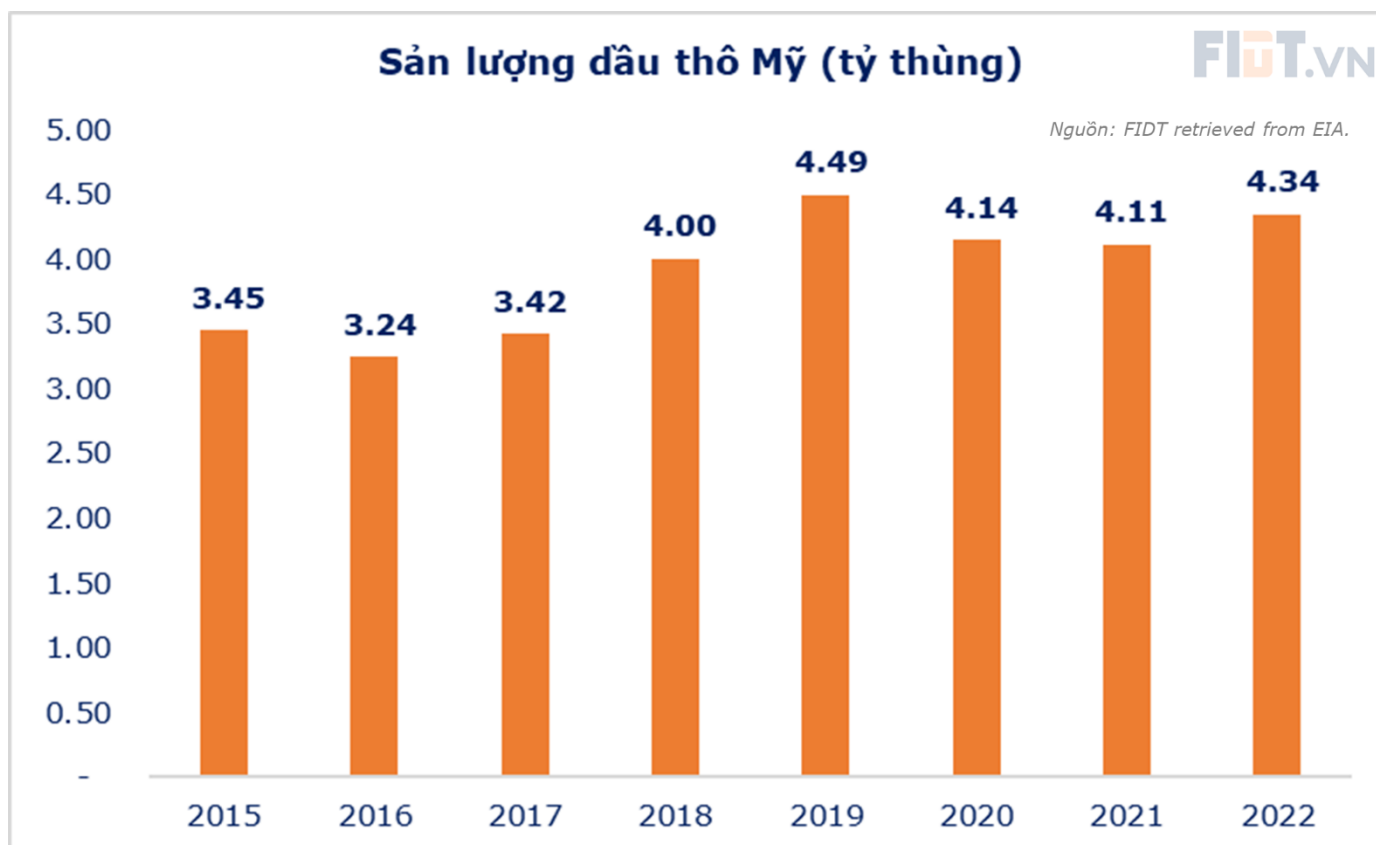
Tuy việc cắt giảm đã bắt đầu có hiệu lực từ đầu tháng 05.2023, giá dầu hiện tại vẫn chưa đạt được kỳ vọng của nhóm OPEC và đặc biệt là Arab Saudi trong việc đưa giá dầu về quanh mức 80 US\$/thùng để giải quyết bài toán xây dựng các thành phố tương lai. Do đó, vào đầu tháng 06.2023, nhóm OPEC+ sẽ có cuộc gặp để đánh giá lại kế hoạch sản xuất.

Đối với nguồn cung từ Nga, mặc dù cam kết cắt giảm sản lượng tự nguyện từ tháng 03.2023, sản lượng thực tế của Nga trong tháng 04.2023 vẫn ở mức 9.6 triệu thùng/ngày, tương ứng chỉ giảm 290,000 thùng/ngày. Hơn nữa, theo Kpler, xuất khẩu dầu thô bằng đường biển của Nga tăng mạnh vượt 8 triệu thùng/ngày. Chúng tôi cho rằng, nguồn cung dầu thô từ Nga sẽ không suy giảm mạnh trong năm 2023 mặc dù bị ảnh hưởng bởi việc áp trần giá dầu do (1) Trung Quốc, Ấn Độ và các quốc gia châu Á khác dần thay thế châu Âu trở thành khách hàng lớn của dầu thô từ Nga (2) Nga cần duy trì chiến tranh với Ukraine.

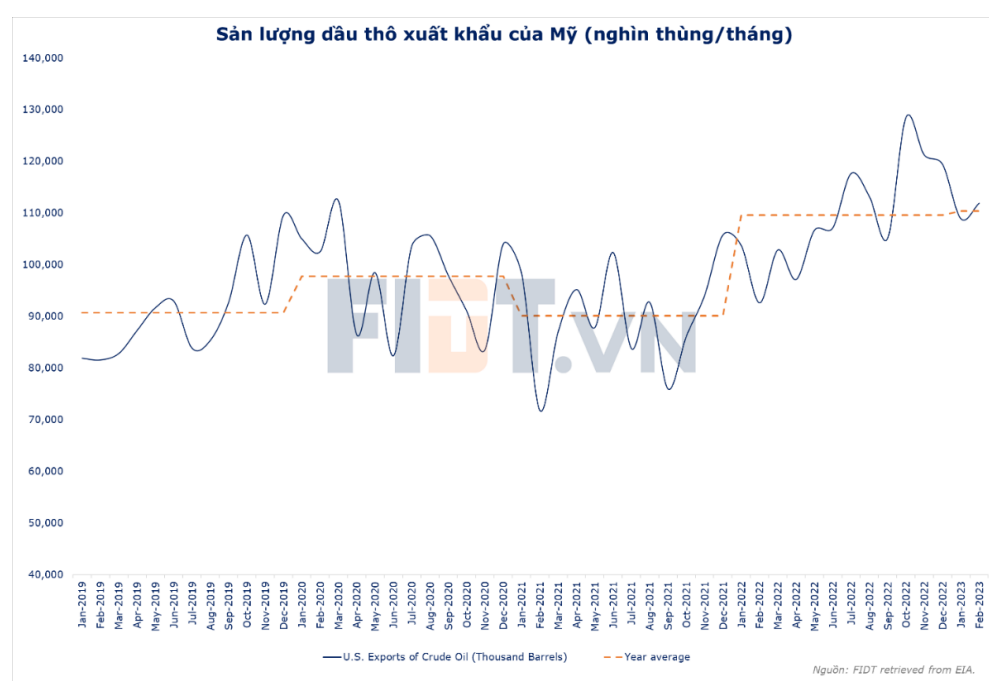


Nguồn: FIDT retrieved from Bloomberg

Đổi với nguồn cung dầu mỏ từ Mỹ



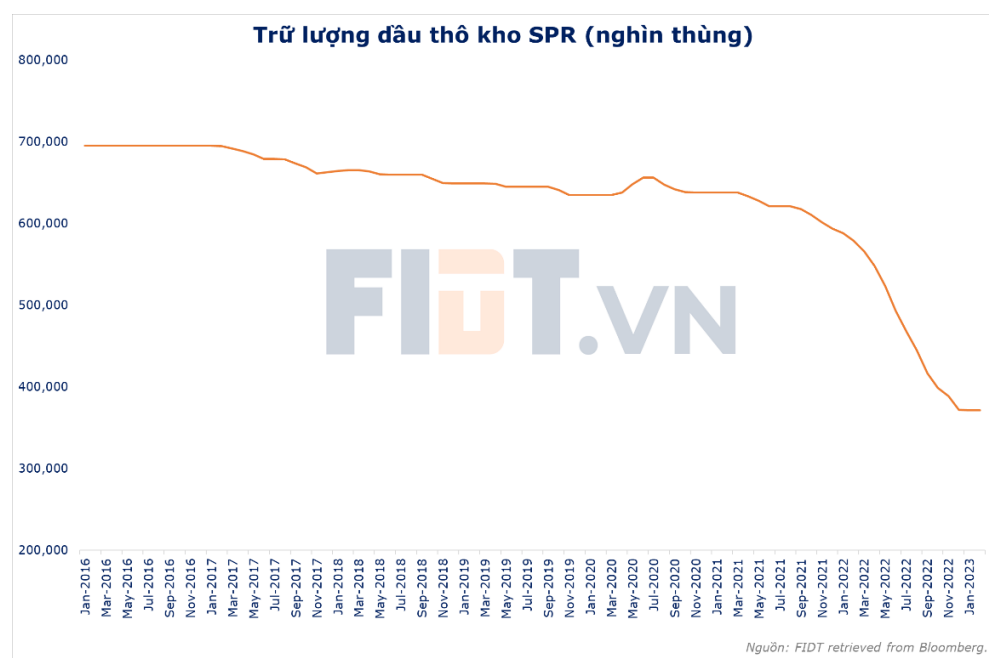
Trong dài hạn, nguồn cung từ dầu đá phiến từ Mỹ bước vào thời kỳ thoái trào khi (1) các giếng dầu mới tốn nhiều chi phí hơn để khoan và khai thác tuy nhiên sản lượng lại ít hơn sau một năm hoạt động (2) các công ty dầu đá phiến không mặn mà với việc khoan giếng mới, thay vào đó họ chú trọng trả cổ tức dẫn đến sản lượng dầu từ Mỹ sẽ **khó tiếp tục tăng trưởng.**



Trong năm 2022, để ổn định giá dầu thế giới trước việc cắt giảm sản lượng của nhóm OPEC, Mỹ đã liên tục giảm dự trữ kho SPR và tăng xuất khẩu dầu mỏ.

Hiện tại, mức xuất khẩu dầu thô từ Mỹ duy trì ở mức 100 – 110 nghìn thùng dầu/ngày, vẫn ở mức cao so với cùng kỳ năm trước phần nào bù đắp lượng cung cắt giảm từ nhóm OPEC+.

Tuy nhiên, trữ lượng kho SPR của Mỹ đã chạm mức thấp nhất kể từ năm 1984, do đó trong năm 2023, Mỹ có kế hoạch sẽ bổ sung dự trữ cho kho này.



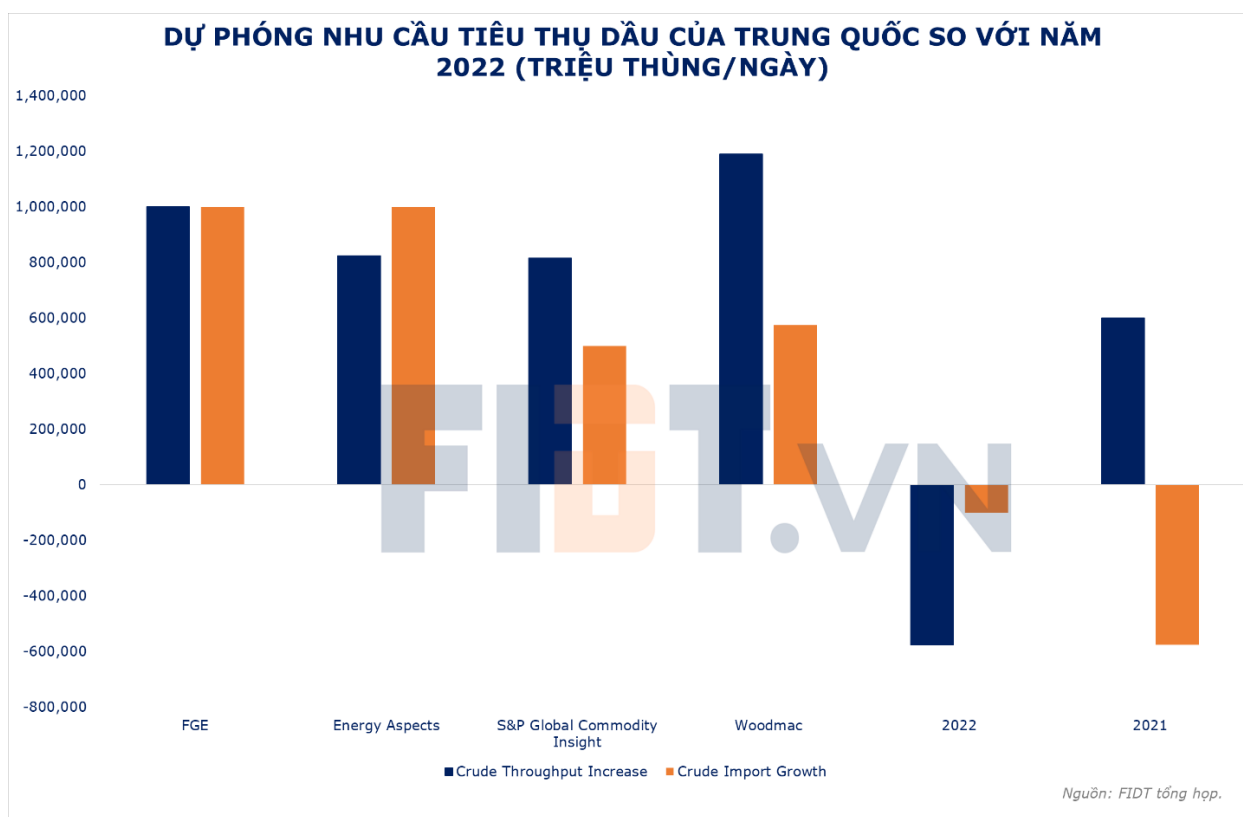
Đánh giá chung về nguồn cung dầu mỏ trong nửa sau năm 2023, FIDT cho rằng nguồn cung dầu mỏ trên thế giới sẽ tiếp tục bị siết chặt hơn nữa khi (1) các lệnh cắt giảm sản lượng từ OPEC có thể được tăng cường sau cuộc họp sắp tới (2) sản lượng dầu thô từ Mỹ khó tăng trưởng để bù đắp vào nguồn cung thiếu hụt.

Về nhu cầu tiêu thụ dầu và thặng dư

Theo IEA, nhu cầu tiêu thụ dầu của thế giới sẽ tăng khoảng 2.2 triệu thùng/ngày, đạt 103 triệu thùng/ngày trong năm 2023. Trong đó nhu cầu tiêu thụ dầu mỏ phần lớn sẽ đến từ sự hồi phục của nền kinh tế Trung Quốc sẽ bù đắp một phần cho suy giảm nhu cầu tiêu thụ từ Mỹ và Châu Âu.

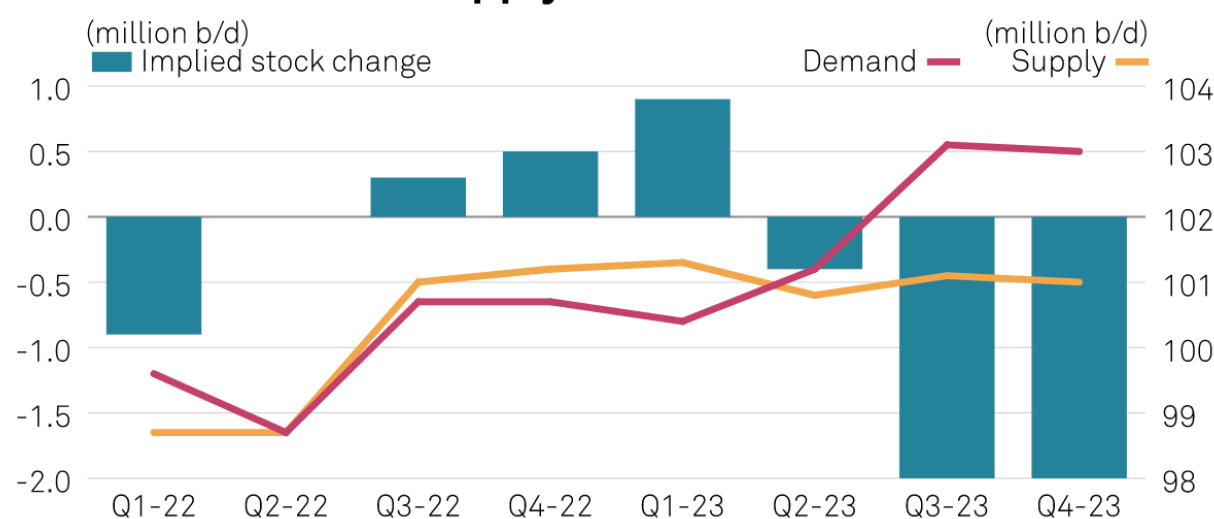
Institution	Forecast (as Apr - 2023)			Forecast (as Dec - 2023)	
	2022A	2023F	2024F	2023F	2024F
IEA	2.0	2.0	n/a	1.7	n/a
EIA	2.3	1.4	1.8	1.0	n/a
OPEC	2.5	2.3	n/a	2.2	n/a
Average	2.3	1.9	1.8	1.6	n/a

Trong tháng 3, Trung Quốc ghi nhận mức tiêu thụ dầu cao nhất lịch sử 16 triệu thùng/ngày. Các nhà phân tích như FGE, IEA, Woodmac, ... ước tính sản lượng tiêu thụ dầu thô của Trung Quốc trong năm 2023 có thể tăng trưởng ~1 triệu thùng/ngày, chiếm 50%-60% tăng trưởng tiêu thụ dầu thô của thế giới trong năm 2023.



Do đó việc chênh lệch cung cầu dầu thô trên thế giới sẽ trở nên căng thẳng hơn kể từ Q2.2023 khi (1) các quyết định cắt giảm sản lượng bắt đầu có hiệu lực (2) sản lượng dầu mỏ tiêu thụ từ Trung Quốc tăng mạnh khi nền kinh tế dần hồi phục. Ước tính, chênh lệch cung cầu dầu thô có thể đạt tới 2 triệu thùng/ngày vào nửa sau của năm 2023.

Oil market demand/supply balance



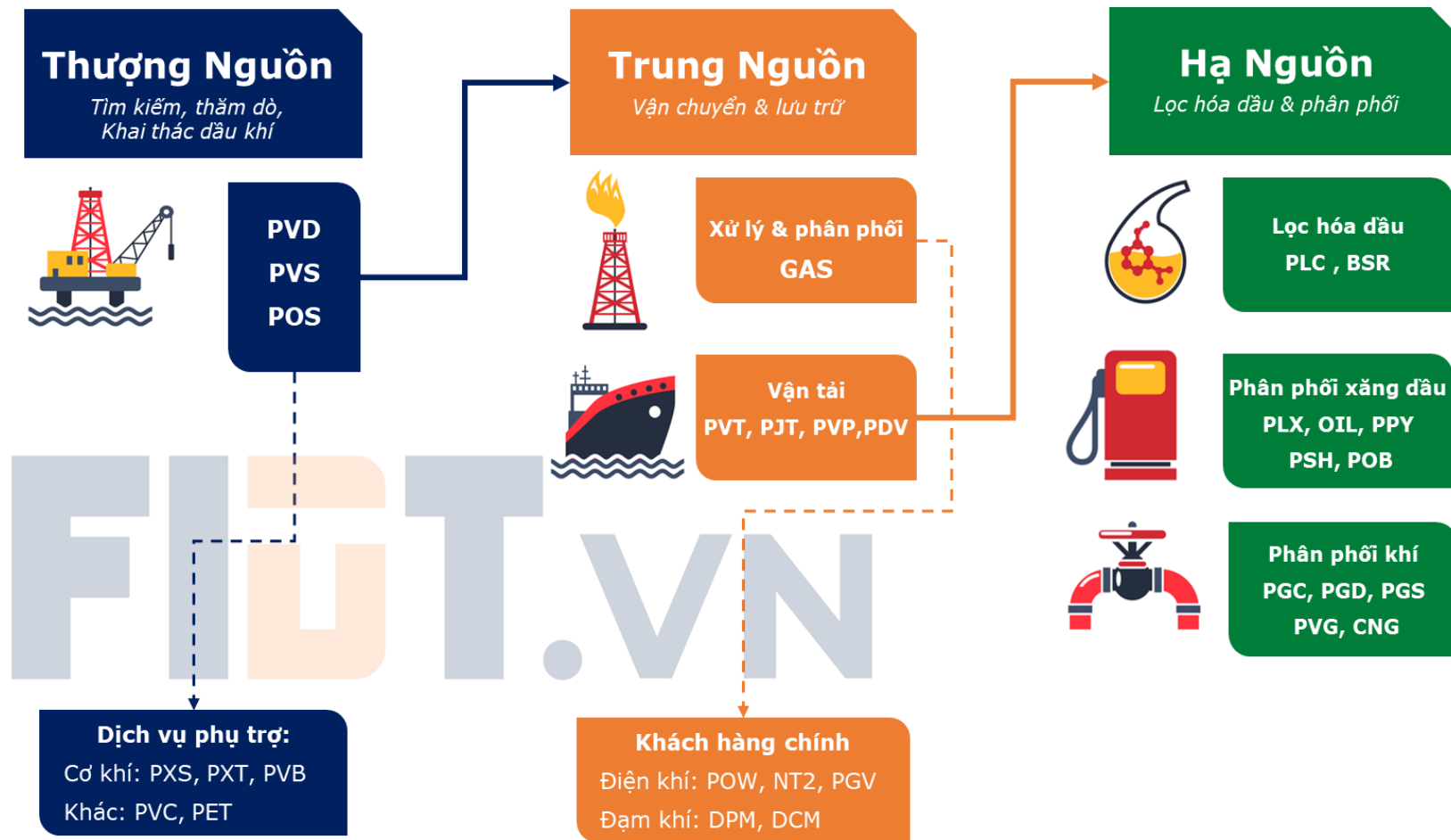
Note: Assumes OPEC+ maintains cuts through 2023. Iran remains under sanctions
Source: IEA's oil market report

Đánh giá triển vọng giá dầu khí nửa sau năm 2023

- Nguồn cung dầu mỏ sẽ siết chặt hơn trong nửa sau năm 2023 do nhóm (1) OPEC+ nhiều khả năng sẽ tăng mức cắt giảm sản lượng trong tháng 06.2023 (2) sản lượng dầu thô từ Mỹ sẽ khó tăng trưởng để bù đắp vào thiếu hụt hiện tại (3) Sản lượng dầu mỏ từ Nga bị ảnh hưởng bởi lệnh tự nguyện cắt giảm sản lượng sẽ phần nào ảnh hưởng nguồn cung dầu mỏ trên thế giới.
- Nhu cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu được kỳ vọng sẽ tăng trưởng ~ 2 triệu thùng/ngày với sự dẫn dắt đến từ nhu cầu tiêu thụ hồi phục từ Trung Quốc.
- IEA ước tính thâm hụt dầu mỏ có thể đạt 2 triệu thùng/ngày trong nửa sau năm 2023.
- Giá dầu Brent kỳ vọng sẽ đạt mức 83 – 85 US\$/thùng do sự chênh lệch cung cầu từ nửa sau năm 2023.

Chuỗi giá trị và triển vọng ngành dầu khí Việt Nam

Chuỗi giá trị ngành dầu khí của Việt Nam

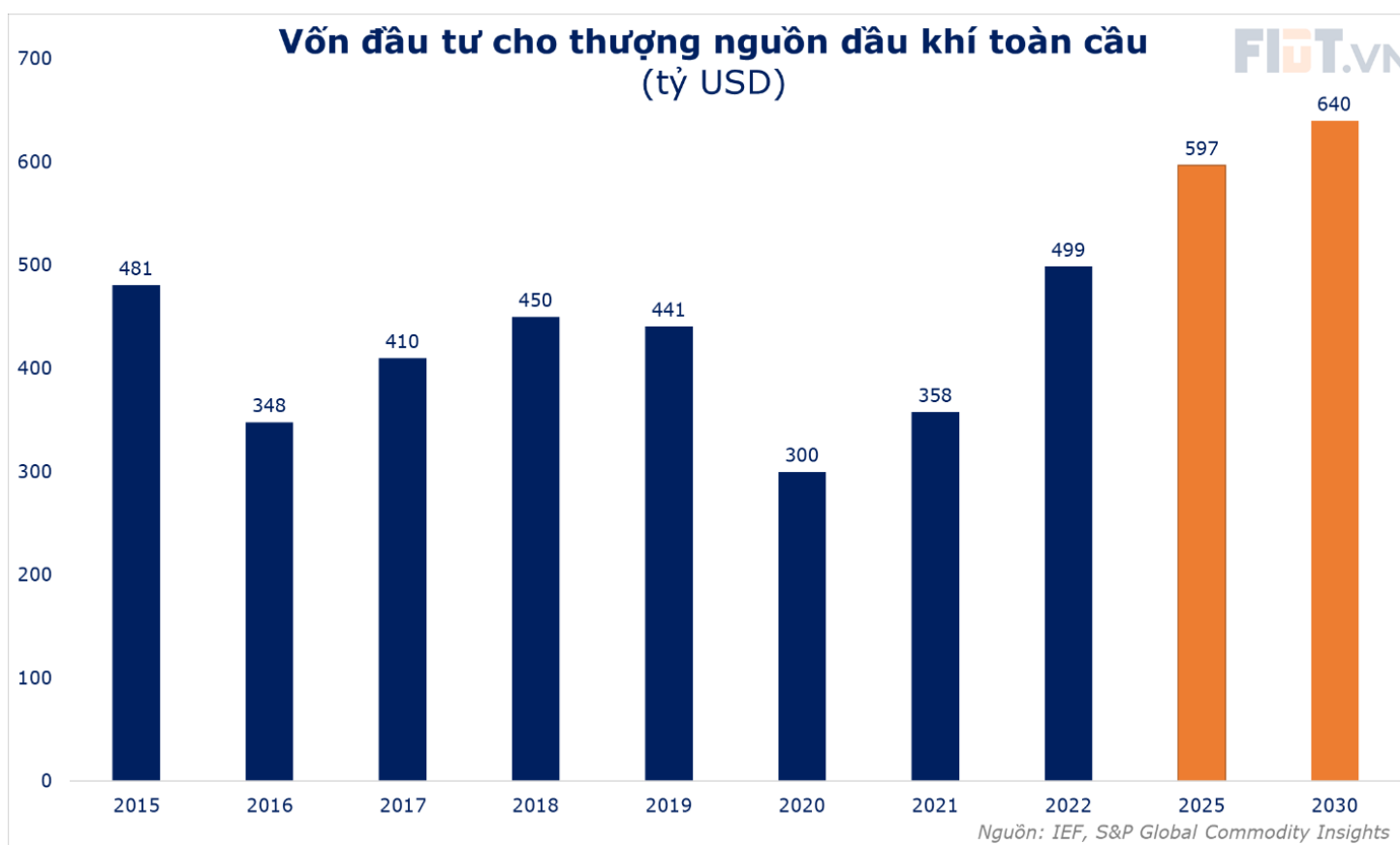
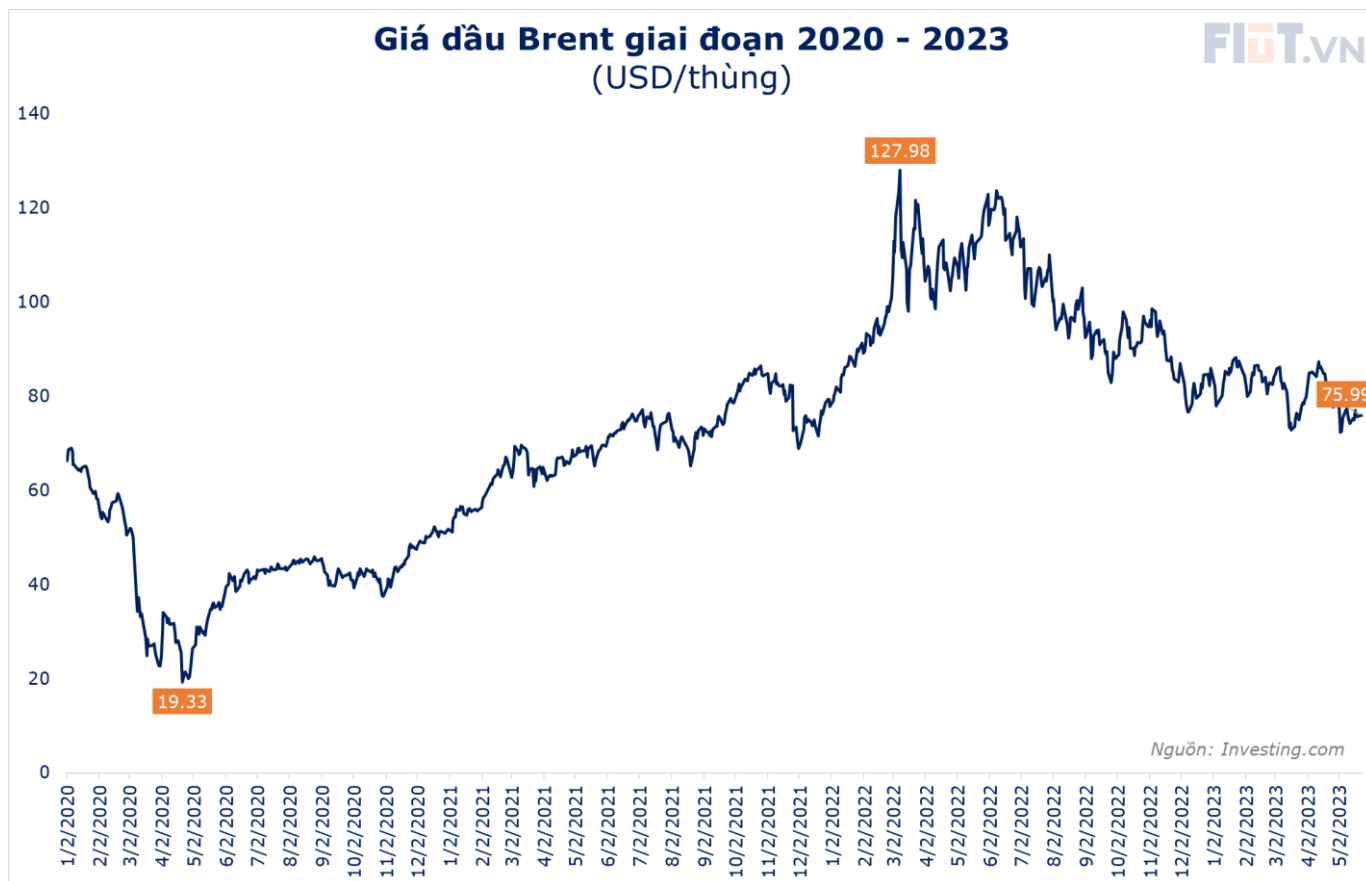


Đối với thị trường giàn khoan

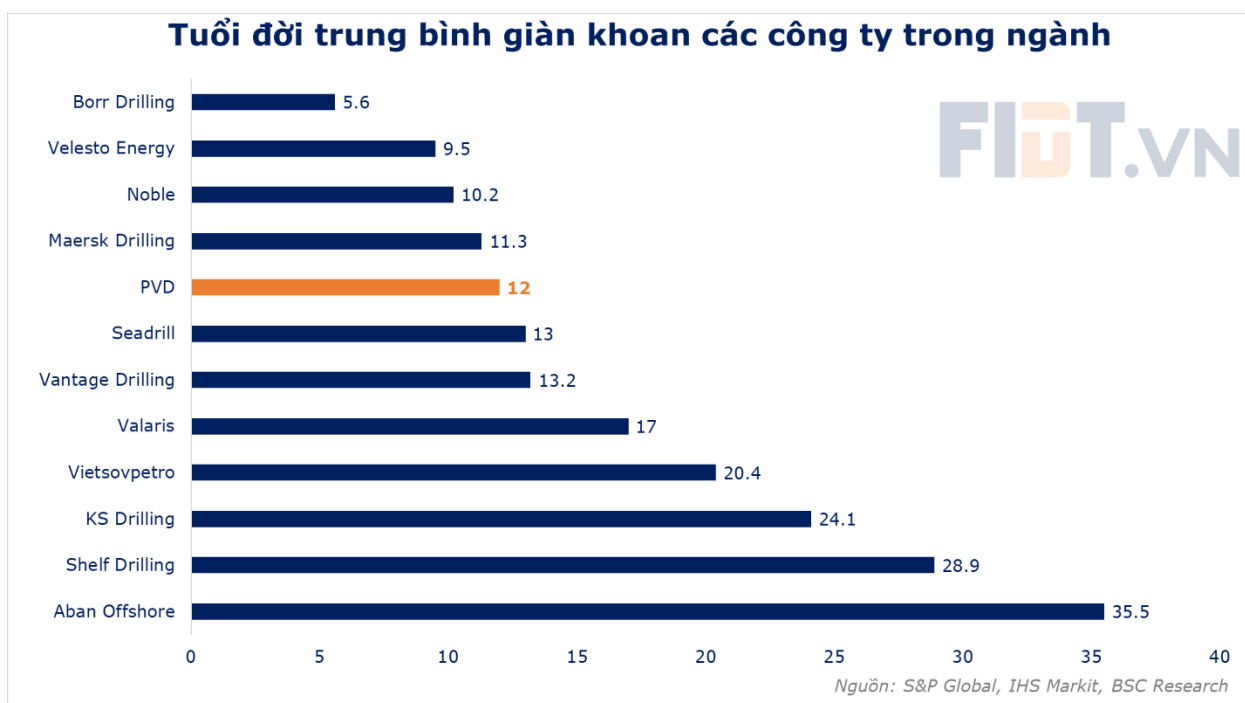
Tính đến cuối năm 2022, thị trường thế giới có khoảng 493 giàn khoan tự nâng, trong đó khoảng 430 giàn khoan đang có việc làm (hiệu suất > 87%). Khu vực Châu Á hiện đang có khoảng 90 giàn khoan tự nâng, trong đó có khoảng 70 giàn khoan đến từ khu vực Đông Nam Á. Nhu cầu giàn khoan tự nâng khu vực Châu Á cũng như Đông Nam Á dự kiến sẽ có sự tăng trưởng trong năm 2023.

Với phía cầu giàn khoan

Giá dầu thế giới đã đạt đỉnh vào năm 2022 với mức đỉnh 127.98 USD/thùng, mặc dù qua năm 2023, giá dầu đã ghi nhận sự suy giảm bởi các tác động từ suy thoái kinh tế làm giảm thiểu các hoạt động sản xuất, tuy nhiên giá dầu ở hiện tại vẫn được nhận định là cao so với trung bình trong lịch sử. Điều kiện thuận lợi này khiến cho nhiều công ty dầu khí lớn trên thế giới đẩy mạnh đầu tư cho lĩnh vực thượng nguồn, từ đó làm tăng nhu cầu giàn khoan trên toàn thế giới. Ở Đông Nam Á, cầu giàn khoan tự nâng trung bình ở khu vực được dự đoán sẽ tiếp tục tăng, từ 32 giàn năm 2022 lên 37 giàn cho năm 2023, và khoản 34 giàn cho năm 2024.



Với phía cung giàn khoan



Nhu cầu giàn khoan tự nâng ở Trung Đông dự kiến sẽ tăng trung bình từ 125 chiếc trong năm 2022 lên 169 chiếc vào năm 2023 và 183 chiếc vào năm 2024. Điều này đã khiến nguồn cung giàn khoan tăng lên cùng với sự di chuyển hàng loạt giàn khoan tự nâng vào Trung Đông. Ở Đông Nam Á, một số giàn khoan tự nâng đang hoạt động và đóng mới được xác nhận đã rời đi, nâng tổng số giàn tự nâng (nóng và không tải) di chuyển ra khỏi khu vực Châu Á – Thái Bình Dương đến Trung Đông trong giai đoạn vừa qua lên 28 giàn. Do đó, chúng tôi đánh giá nguồn cung giàn khoan tự nâng trong khu vực sẽ tiếp tục bị thắt chặt trong thời gian tới.

Ngoài ra, theo Westwood Energy, sẽ có ít nhất 87 giàn jackup hơn 30 tuổi và sẽ có thể ngừng hoạt động trong giai đoạn 2023-25F. Trong bối cảnh giàn khoan mới được bổ sung hạn chế do chi phí đầu tư ban đầu khá lớn (ít nhất 85 triệu USD), điều này sẽ càng làm gia tăng ã thắt chặt nguồn cung giàn khoan.

Tương quan cung cầu giàn khoan hiện tại là điều kiện khiến giá thuê giàn khoan có chiều hướng tăng mạnh trong năm 2023-2024, bên cạnh đó các giàn khoan trên thế giới sẽ được tận dụng tối đa và có hiệu suất sử dụng kỳ vọng >90% trong thời gian tới. Chúng tôi nhận định triển vọng tăng trưởng tốt cho các doanh nghiệp khoan thượng nguồn trong ngành.

Đổi với ngành dầu khí trong nước

Với việc giá dầu vẫn neo ở mức hấp dẫn và luật dầu khí được sửa đổi có hiệu lực từ cuối 2023, ngành công nghiệp dầu khí thượng nguồn của Việt Nam sẽ có những biến chuyển khởi sắc hơn.

Chúng tôi nhận thấy **một số dự án dầu khí đã bắt đầu có những dấu hiệu tích cực hơn**, và kỳ vọng sớm được khởi công trong thời gian tới. Trong đó, theo PVN công bố, dự án Lô B – Ô Môn với tổng vốn đầu tư ~ 8 tỷ USD kỳ vọng có thể được phê duyệt FID vào tháng 06.2023.

Dự án Lô B – Ô Môn được kỳ vọng sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho các doanh nghiệp dầu khí thượng nguồn và trung nguồn của ngành dầu khí Việt Nam. Chúng tôi ước tính sơ bộ về dự án khí Lô B phần thượng nguồn và trung nguồn dựa trên các thông tin tham khảo từ PVN và Bản thiết kế (FEED) dự án mỏ khí lô B:

Phần dự án	Vốn đầu tư (USDmn)	Chủ đầu tư	Phạm vi công việc	Hoạt động
Thượng nguồn: Dự án phát triển mỏ khí Lô B	6,700	PVN (42.9%) PVEP (26.8%) MOECO (22.6%) PTTEP (7.7%)	Dự án bao gồm một giàn xử lý trung tâm (CPP), 46 dàn dầu giếng (WHP), một giàn nhà ở, một tàu chứa condensate (FSO) và 750 giếng khai thác.	EPCI: PVS, PVX, PXS. Tàu FSO: PVS Khoan dịch vụ: PVD Dung dịch khoan: PVC
Trung nguồn: Đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn	1,300	PVGAS (51%) PVN (28.7%) MOECO & PTTEP (20.3%)	Dự án đường ống có tổng chiều dài 431km với công suất thiết kế 20.3 triệu m3/ngày, bao gồm: Đường ống biển dài 295km, đường kính 28 inches. Đường ống nhánh 37km kết nối với tuyến ống PM3 - Cà Mau Đường ống trên bờ dài 102km (đường kính 30 inches) cung cấp khí đến nhà máy Ô Môn. Hệ thống van ngắt và phân phối khí dọc theo tuyến đường ống.	Phân phối khí: GAS Bọc ống: PVB EPCI: PVS, POS, PVX, PXT

Nguồn: PVN, Bản thiết kế (FEED) dự án mỏ khí lô B, FIDT nghiên cứu và tổng hợp.

Cổ phiếu đáng chú ý


Quan điểm của FIDT đối với đầu tư các cổ phiếu ngành dầu khí

Các doanh nghiệp ngành dầu khí sẽ được **hưởng lợi trong trung hạn (2023 – 2025)** khi siêu dự án khí Lô B chính thức được triển khai. Đặc biệt là các doanh nghiệp thuộc nhóm thượng nguồn như **PVD, PVS, PXS, ...** và các doanh nghiệp trung nguồn như **GAS, PVB, ...** sẽ tham gia các gói thầu thi công cho dự án Lô B. Theo PVN, tổng mức đầu tư cho thượng nguồn là 6.7 tỷ USD và phần đường ống là 1.3 tỷ USD sẽ là động lực thúc đẩy tăng trưởng cho các doanh nghiệp dầu khí trực tiếp tham gia giai đoạn 2023 – 2028.

Tuy nhiên rủi ro đối với các doanh nghiệp dầu khí và dự án lô B đó là:

- (1) Nguy cơ chậm tiến độ do nhiều thủ tục cần giải quyết và sự chông chéo (EPCI có thể thể chậm hơn dự kiến)
- (2) Tỷ lệ tham gia vào dự án của các doanh nghiệp có sự thay đổi.
- (3) Các rủi ro hạ nguồn ảnh hưởng đến tiến độ phê duyệt dự án.

Do đó, câu chuyện đầu tư hiện tại vào nhóm dầu khí là câu chuyện của kỳ vọng tương lai. Hơn nữa, đặc thù nhóm P này là nhóm có yếu tố Beta (biến động) cao, yếu tố định giá mang tính tham khảo và hỗ trợ cho quyết định đầu tư. Do đó, chúng tôi đưa ra 2 mức giá hợp lý cho nhóm cổ phiếu này (khác nhau dựa vào tính kỳ vọng lô B). Nhà đầu tư trước khi đưa ra quyết định đầu tư cần cân nhắc đánh đổi lợi nhuận và rủi ro (risk-reward) và có thể dùng giá chưa tính kỳ vọng lô B để ra quyết định, giá có tính Lô B để dành cho kỳ vọng trung hạn.

 FOCUS ON PERFORMANCE	Mã CP	Giá đóng cửa 30/05/2023	Giá mục tiêu	*Giá kỳ vọng bao gồm Lô B	Upside
Nhóm cổ phiếu hưởng lợi	PVS	30,800	31,800	39,000	27%
	PVD	24,050	25,600	32,500	35%
	GAS	92,900	105,600	124,300	34%
Không đánh giá	PVB	19,500	20,000	25,200	29%

*: định giá bao gồm các kỳ vọng hưởng lợi từ dự án Lô B với rủi ro cao, chúng tôi sẽ thường xuyên cập nhật khi có thông tin mới nhất

DVT: VND/CP

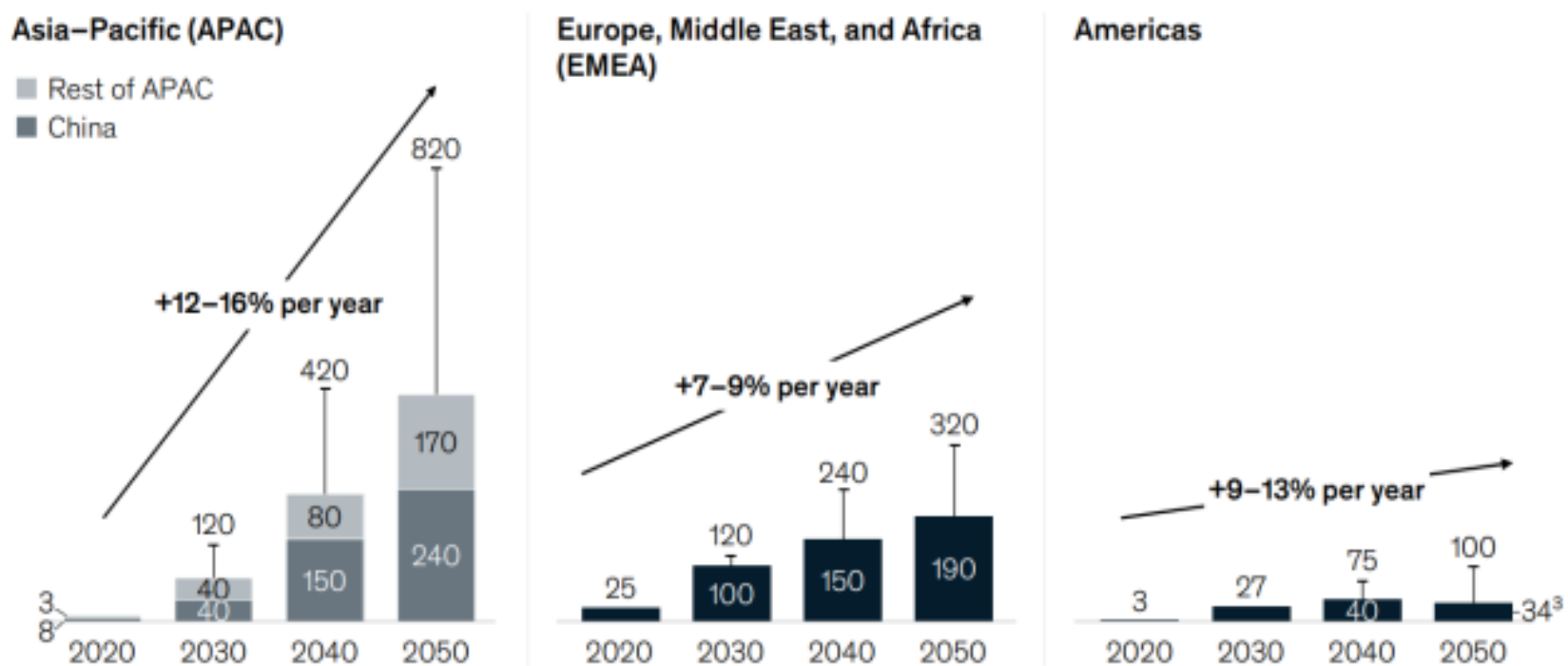
PVS – Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam

TRIỂN VỌNG NĂM 2023 VÀ DÀI HẠN

- **PVS là doanh nghiệp thi công xây lắp điện gió có năng lực tốt để tham gia vào xu thế toàn cầu về sự phát triển của điện gió ngoài khơi:**
 - McKinsey dự báo công suất điện gió ngoài khơi lắp đặt toàn cầu sẽ tăng từ 40 GW trong năm 2020 lên 630 GW trong năm 2050. Đáng chú ý, McKinsey kỳ vọng khu vực Châu Á – Thái Bình Dương sẽ có tiềm năng tăng trưởng điện gió lớn nhất trong dài hạn với công suất điện gió ngoài khơi tăng 37 lần đạt 410 GW vào năm 2050. Orsted – chủ đầu tư điện gió ngoài khơi lớn nhất thế giới – sở hữu các trang trại điện gió ngoài khơi đang vận hành & xây dựng với tổng công suất 1 GW, và đặt mục tiêu phát triển thêm 6,5 GW tại Đài Loan. *Chúng tôi cho rằng PVS – nhà thầu dầu khí ngoài khơi nổi tiếng tại Châu Á với các dịch vụ trọn gói – có tiềm năng lớn trong việc giành được các hợp đồng điện gió ngoài khơi.*
 - Trong năm 2023, chúng tôi ước tính backlog của PVS chủ yếu vẫn đến từ các dự án quốc tế như Gallaf Batch 3 (300mn USD) và trạm biến áp ngoài khơi cho dự án điện gió Hải Long tại Đài Loan.

Installed capacities, gigawatts (GW), 2021 base case¹

2021 accelerated case²

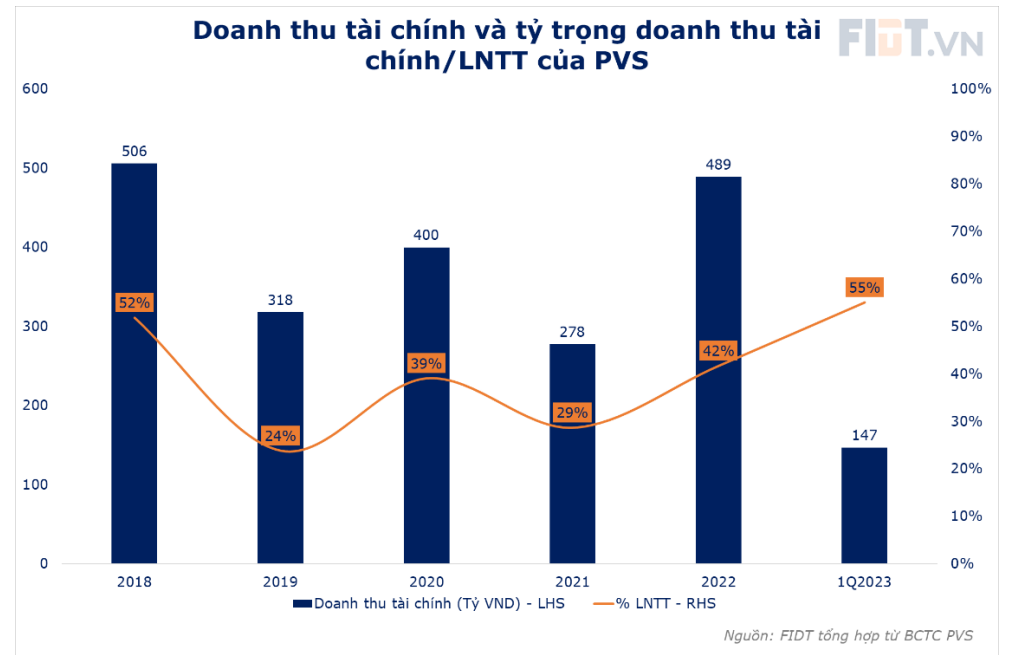
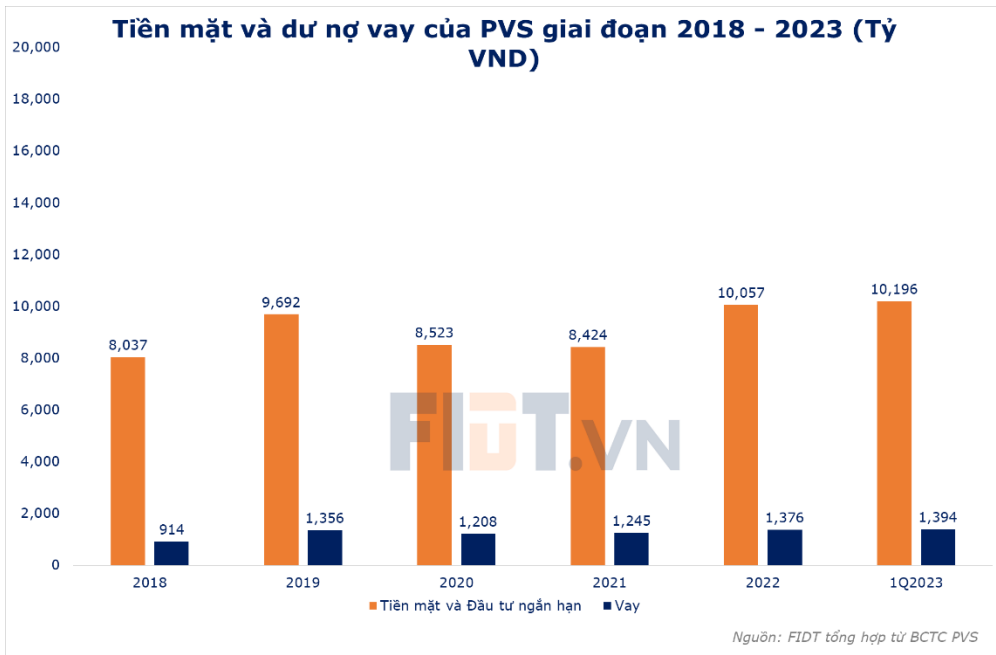


Source: McKinsey

- **Với kịch bản giá dầu vẫn duy trì ở mức cao trong năm 2023**, PVS sẽ được hưởng lợi từ việc thúc đẩy các hoạt động E&P (thăm dò và khai thác) dầu khí trên toàn thế giới.
- **PVS được hưởng lợi trực tiếp từ Quy hoạch điện VIII:** Trong dự thảo Quy hoạch điện VIII mới nhất, quy hoạch công suất cho điện gió tăng gấp 7 lần so với công suất hiện tại. Với vị thế là doanh nghiệp thi công dự án điện gió hàng đầu Việt Nam, PVS sẽ được hưởng lợi khi Quy hoạch điện VIII được phê duyệt.
- **Kỳ vọng vào siêu dự án Lô B – Ô Môn:** Chúng tôi kỳ vọng, khi dự án lô B – Ô Môn sẽ sớm được công bố trong năm 2023, PVS sẽ là một trong những doanh nghiệp được hưởng lợi nhất khi tham gia trực tiếp vào cả thượng nguồn và trung nguồn (EPCI) với năng lực thi công đã được chứng minh qua các dự án trong và ngoài nước như Gallaf, Sao Vàng – Đại Nguyệt, ...
- **Biên lợi nhuận gộp mảng M&C cải thiện** lên 4% trong Q4 2022 so với 0.5% trong 9T2022 do PVS đã ngày càng có kinh nghiệm hơn trong mảng xây lắp điện gió ngoài khơi. Hơn nữa giá nguyên vật liệu đã dần hạ nhiệt trong năm nay sẽ giúp biên lợi nhuận gộp của PVS được cải thiện. Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng M&C của PVS sẽ ngày càng cải thiện do danh tiến vốn có và kinh nghiệm thi công của PVS, chúng tôi kỳ vọng sự cạnh tranh thấp trong bối cảnh ít đối thủ cạnh tranh trong thị trường tương đối mới này.

TÀI CHÍNH, DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

- Chúng tôi ước tính, tổng giá trị hợp đồng M&C mà PVS đã ký còn lại ~ 780 triệu USD (Gallaf Batch 3 & Hải Long OSS). Ước tính trong năm nay, PVS có thêm hợp đồng từ xây dựng nền móng cho NMD gió ngoài khơi với Orsted trị giá 320 triệu USD kéo dài khoảng 1.5 năm. Do đó chúng tôi ước tính, doanh thu mảng M&C của PVS có thể đạt 13,771 tỷ VND trong năm 2023.
- PVS sở hữu lượng tiền mặt và các khoản đầu tư ngắn hạn (chủ yếu là tiền gửi có kỳ hạn) chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu tài sản (~35%), doanh thu từ lãi tiền gửi đều đặn mỗi năm đóng góp phần lớn vào LNTT của PVS.



- Trong năm 2023, chúng tôi dự phóng **doanh thu của PVS đạt 22.5 nghìn tỷ VND (+33.1% YoY)**, tăng trưởng chủ yếu đóng góp từ mảng M&C khi PVS tiếp tục thực hiện các dự án như Gallaf 3, Hải Long OSS, Shwe, Changhua (Đài Loan), ... và lợi nhuận sau thuế đạt **880 tỷ VND (+5.5% YoY)**.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá PVS dựa trên các giả định **(1)** các hợp đồng M&C PVS đã ký mới **(2)** giả định PVS sẽ tham gia Lô B với giá trị gói thầu theo ĐHCĐ chia sẻ là 1 tỷ USD kéo dài từ 2023 – 2025 **(3)** tham gia vào các công trình xây lắp điện gió trong khu vực do Orsted phát triển và các dự án điện gió ngoài khơi ở Việt Nam ước tính tổng giá trị hợp đồng M&C mà PVS sẽ nhận được là 1.7 tỷ USD giai đoạn 2023 – 2030 **(4)** PVS sẽ tiến hành đầu tư xây dựng các hạ tầng cơ sở phục vụ cho quá trình M&C các NMD gió với tổng mức đầu tư theo chia sẻ trong ĐHCĐ là 4,500 tỷ VND trong 3 năm từ 2023 – 2025.

FCF	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
EBIT	763	1,040	1,350	1,232	1,305
From PVS	113	390	700	582	655
From JVs	650	650	650	650	650
+ Depreciation	1,199	1,254	1,247	1,035	1,105
- Tax	-260	-324	-406	-380	-404
- Capex	-1,500	-1,100	-1,100	-1,100	-1,100
PVS facilities for Windfarm production	-1,200	-800	-800	-800	-800
FPSO/FPO JVs	-300	-300	-300	-300	-300
- Working capital change	788	968	1,366	-1,113	-1,122
FCF	-66	549	537	2,661	2,835
Discount factor	1.15	1.32	1.52	1.75	2.01
Present value of FCF	-58	415	353	1,521	1,410

Discounted Cash Flow Method (VNDb)	
PV of FCF	3,642
PV of Terminal value	8,775
PV of FCF & TV	12,417
+ Cash & ST Investments	10,196
- Debt	-2,893
- Minority Interest	-1,063
Equity value (EV)	18,657
Out standing shares (mn shares)	478
Fair value (VND/share)	39,033

Giá trị nội tại của cổ phiếu PVS ở mức **39,000 VND/cổ phiếu** với các kỳ vọng dài hạn tham gia vào các dự án điện gió ngoài khơi ở Việt Nam và khu vực như Đài Loan. Tuy nhiên, **các kỳ vọng của cổ phiếu dài hạn và khó dự báo nên chúng tôi đưa ra giá kỳ vọng ngắn hạn đối với cổ phiếu này ở mức 31,800 VND/cổ phiếu** (chưa phản ánh hết triển vọng về các dự án trong tương lai do chưa đầy đủ thông tin – FIDT sẽ update các định giá tương ứng các triển vọng rõ ràng hơn).

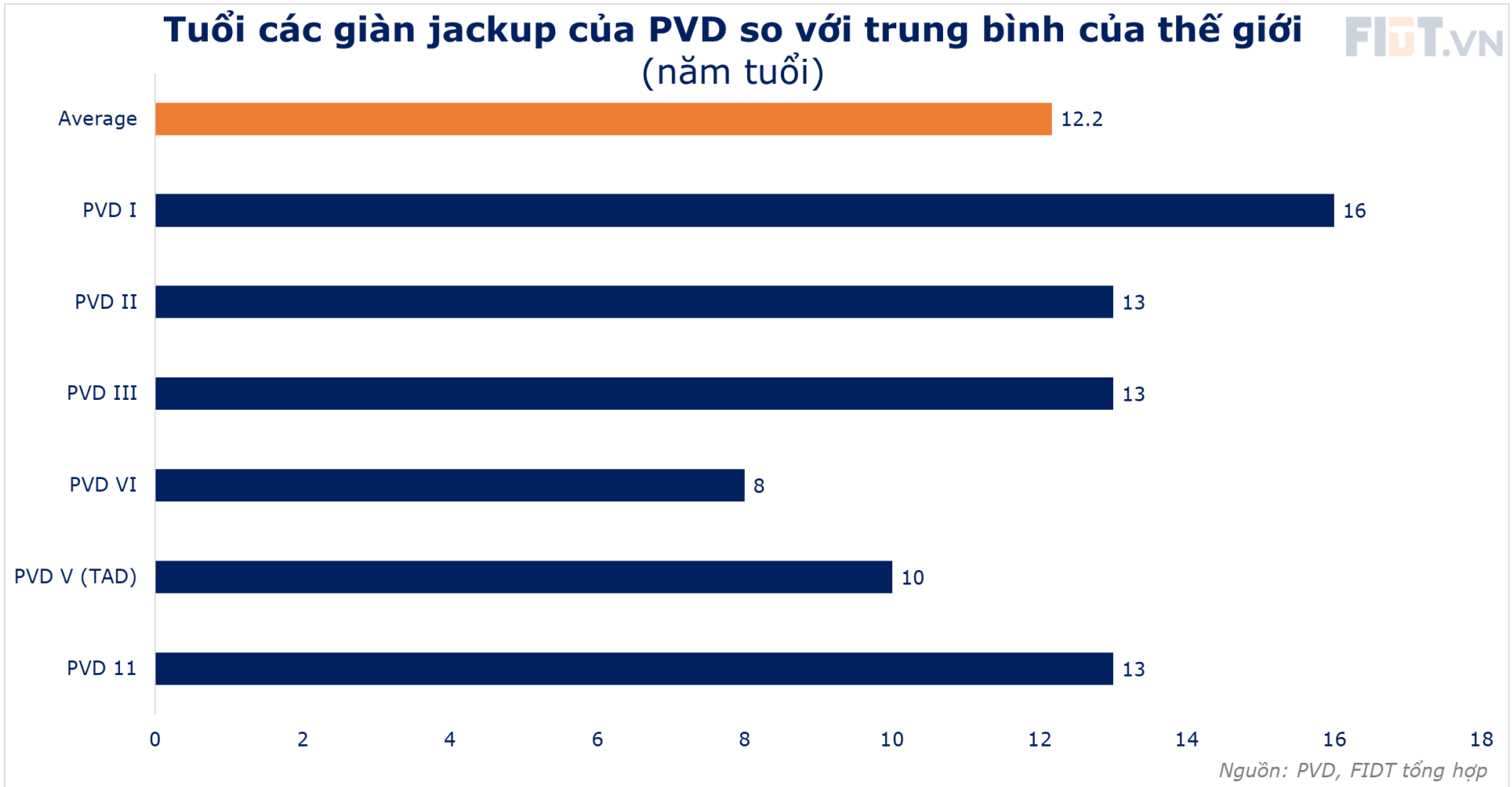
PVD - Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

PVD là công ty trực thuộc tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN) với tỷ lệ sở hữu là 50,41%. Công ty hoạt động chính trong lĩnh vực cung cấp giàn khoan và dịch vụ kỹ thuật khoan phục vụ hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí.

Với việc sở hữu 7 giàn khoan, PVD đã chi phối đến 80% thị phần dịch vụ khoan và 70% thị phần khoan trực tiếp ở Việt Nam. Không chỉ phục vụ nhu cầu khoan trong nước, PVD cũng triển khai cho thuê ở các thị trường quốc tế như Brunei, Malaysia, Algeria, Myanmar và Cambodia.

TRIỂN VỌNG NĂM 2023



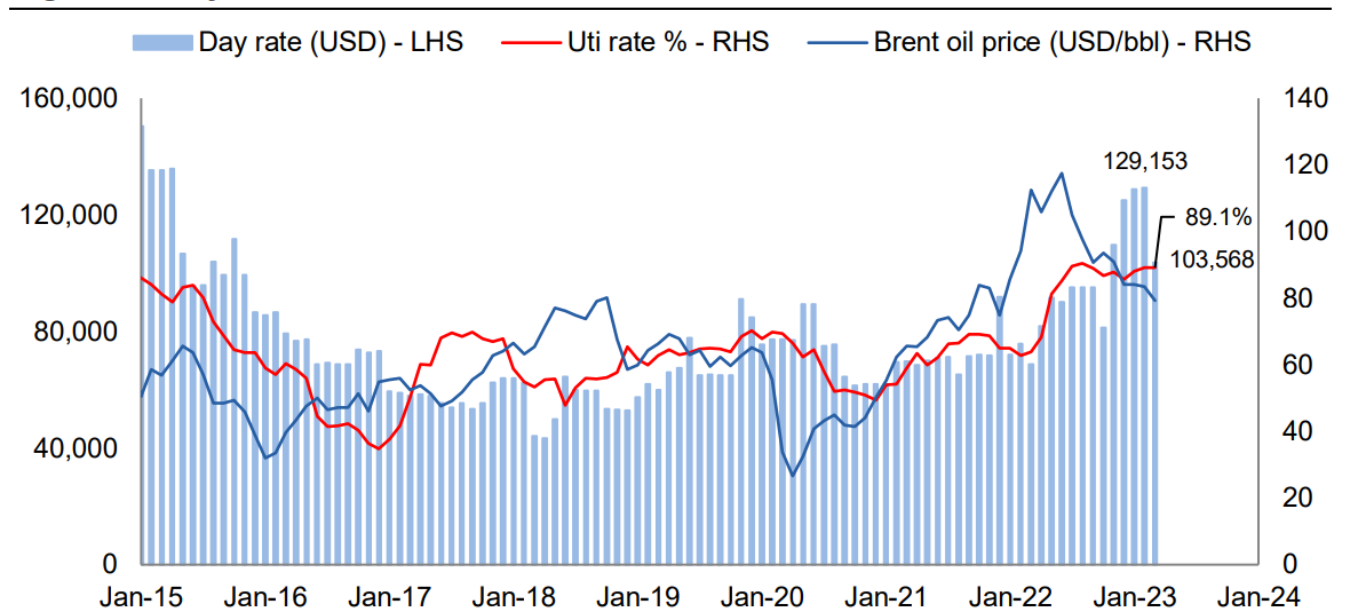
PVD hiện nằm trong danh sách các công ty sở hữu giàn khoan có độ tuổi khai thác trẻ nhất so với các đối thủ trong khu vực. Cụ thể, độ tuổi khai thác trung bình của các giàn khoan PVD hiện nay chỉ khoảng 12 năm (tuổi thọ trung bình các giàn khoan vào khoảng 35-40 năm), trong đó giàn khoan lớn tuổi nhất là PVD I được bắt đầu khai thác từ năm 2007.

Từ lợi thế về tuổi đời các giàn khoan, kết hợp triển vọng về cung cầu giàn khoan trong thời gian sắp tới, có thể thấy dư địa tăng trưởng của PVD sẽ còn lớn nhờ nhu cầu giàn khoan hồi phục và nguồn cung thắt chặt. Yếu tố cung cầu thuận lợi tạo nên những triển vọng tăng trưởng cho PVD:

Thứ nhất, giá thuê giàn khoan có xu hướng tăng tốt trong năm 2023-2024

Theo chia sẻ từ ban lãnh đạo, giá cho thuê của PVD trong năm 2023 sẽ không dưới 75.000 USD/ngày, cao hơn đáng kể so với mức trung bình 51.000 USD/ngày của năm 2022. Tại khu vực Đông Nam Á, giá cho thuê trung bình hiện đang dao động trong khoảng 100.000 – 135.000 USD/ngày, cao hơn 35% so với cùng kỳ, vì vậy giá cho thuê các giàn khoan của PVD khả năng cao sẽ còn tiếp tục tăng.

Figure 17: Day rate of JU 361-400 IC in Southeast Asia



Source: S&P Global, Vietcap

Với triển vọng cho năm 2024, PVD đã ký các hợp đồng cho PVD I và PVD VI với giá thuê ngày đạt ~100.000 USD – cao hơn 10% so với các hợp đồng trước đây. Theo PVD, đây là các hợp đồng có thời hạn 1 năm với tập đoàn năng lượng Petronas của Malaysia từ giữa tháng 11/2023 đến giữa tháng 11/2024. PVD cũng đang đàm phán gia hạn hợp đồng cho giàn PVD III JU với Hibiscus (Malaysia) cho 6 tháng cuối năm 2024 với giá thuê ngày cao hơn tương ứng với diễn biến khả quan của thị trường JU toàn cầu. Giá thuê cao sẽ giúp doanh thu từ các giàn khoan của PVD tăng trưởng đáng kể trong năm 2023-2024.

Thứ hai, kỳ vọng hiệu suất hoạt động đạt trên 90% trong năm 2023-2024

Theo dữ liệu của IHS Markit, tính đến tháng 1/2023 có tới 48 giàn khoan đã có hợp đồng trong tổng số 53 giàn khoan có thể làm việc tại khu vực Đông Nam Á, nâng hiệu suất hoạt động của các giàn khoan lên 90.6% (so với 73% cùng kỳ). Hiệu suất giàn của Đông Nam Á được dự báo sẽ ở mức cao trong năm 2023-24F khi các kế hoạch khoan sẽ đi vào thực tế và tình hình cung dàn khoan thắt chặt tại khu vực. Hiện tại, các giàn khoan của PVD đều đã có việc làm ổn định cho năm 2023 và có thể ghi nhận doanh thu từ cả 6 giàn khoan.

Thời gian vận hành	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
PVD I	Vietsovpetro		JVPC - Vietnam		Valeura - Thailand			PCSB - Malaysia				
PVD II	Pertamina											
PVD III	Repsol - Malaysia											
PVD VI	POVO - Vietnam		PVEP - Vietnam			SK - Vietnam			PCSB - Malaysia			
Landrig	Groupment Bir Seba (GBRS)			Groupment Bir Seba (GBRS)						Stack		
PVD V (TAD)	Brunei Shell Petroleum (BSP)											

Thứ ba, về mặt chi phí, năm 2022 PVD ghi nhận kết quả kinh doanh lỗ xuất phát từ khoản trích lập dự phòng lên đến 53 tỷ đồng cho KrisEnergy Cambodia. Đến cuối 2022, PVD đã trích lập khoảng 82% khoản phải thu khó đòi này. Trong năm 2023, dự kiến PVD sẽ trích lập dự phòng khoảng 16,5 tỷ còn lại – bằng 70% so với năm 2022, áp lực chi phí tài chính vì vậy mà cũng giảm đi đáng kể.

Thứ tư, hưởng lợi từ siêu dự án Lô B – Ô môn

Với vốn đầu tư cơ bản dự kiến là 10 tỷ USD, dự án khí Lô B được kỳ vọng sẽ thúc đẩy tăng trưởng ngành dịch vụ E&P của Việt Nam, và PVD kỳ vọng sẽ hưởng lợi từ dự án này. Ban lãnh đạo kỳ vọng Lô B sẽ nhận được quyết định đầu tư cuối cùng vào cuối năm 2023.

Trong kế hoạch khoan cho Lô B, PVD có thể lập liên doanh với các đối tác để mang giàn từ nước ngoài về và cung cấp dịch vụ. Trong trường hợp có sự cam kết của chủ mỏ, PVD có thể tự thực hiện đầu tư 1 giàn để cung cấp dịch vụ cho dự án. Dự án kéo dài 10 năm với 1000 giếng khoan và bắt đầu khoan từ 2026. Kế hoạch sơ bộ:

- Giai đoạn 1: PVD cung cấp 2 giàn (1 giàn tự nâng và 1 giàn tender barge)
- Giai đoạn 2: PVD cung cấp 1 giàn

Lô B – Ô môn sẽ là triển vọng lớn trong trung hạn sắp tới cho PVD.

ĐỊNH GIÁ



PVD đang được giao dịch ở mức P/B 0,93x (tại mức giá đóng cửa ngày 26/05/2023), ngang bằng so với trung bình 11 năm gần nhất (0,92). Xét theo lịch sử, 2014 là năm mà P/B của PVD tạo đỉnh khi đạt mức 2.92, đây cũng là thời điểm mà giá cổ phiếu PVD cao nhất.

Giá thuê giàn khoan 2023 đã có sự phục hồi tốt khoảng 20% so với 2022 và dự kiến giá còn có thể đạt mức 100,000-120,000 USD/ngày trong năm 2024, điều này giúp kỳ vọng vào giá cổ phiếu PVD sẽ tăng tốt và có thể đạt mức giá cũ **30,000-35,000 VND** trong năm tới – tương tự như thời điểm nửa đầu năm 2014.

Sử dụng phương pháp P/B trung bình trong lịch sử, **chúng tôi xác định giá trị hợp lý của PVD ở mức 25.600 VNĐ/CP**, với P/B trung bình 11 năm là 0.92 và BVPS 2023F là 27.800 VNĐ, dựa vào triển vọng lợi nhuận tốt của PVD trong năm 2023. Giá mục tiêu tương đương với 7.34% upside giá đóng cửa ngày 26/05.

GAS - Tổng Công ty Khí Việt Nam

TRIỂN VỌNG ĐẦU TƯ

Nhu cầu điện khí tăng: Trong thời kỳ nhu cầu sử dụng điện tăng cao nhưng cả thủy điện và năng lượng tái tạo đều không mấy thuận lợi, thì nhóm nhiệt điện - đặc biệt là điện khí LNG sẽ là nhóm hưởng lợi trong khoảng 3 năm tới. FIDT kỳ vọng nhu cầu của các nhà máy điện khí tăng cao sẽ đảm bảo doanh thu bền vững cho mảng khí LNG nhập về của GAS trong thời gian tới.

Kỳ vọng đẩy mạnh phát triển các dự án, đặc biệt dự án Lô B – Ô Môn: Đây là một trong các dự án dầu khí lớn nhất tại Việt Nam (Tổng đầu tư hơn 10 tỷ USD). Trong hạng mục đầu tư trung nguồn của dự án Lô B – Ô Môn, GAS dự kiến góp vốn với tỷ lệ khoảng 51%, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ được hưởng lợi ở các mặt:

- Nhận nguồn khí bổ sung từ Lô B để kinh doanh.
- Thu lợi nhuận từ chi phí vận chuyển khí.

Bắt đầu vận hành thử kho cảng LNG Thị Vải và kỳ vọng Sơn Mỹ: với việc được nhận giấy phép xuất nhập khẩu LNG đầu tiên ở nước ta từ bộ Công Thương (9/5), GAS sẽ tiến hành nhận và vận hành thử lô LNG đầu tiên tại kho LNG Thị Vải vào tháng 6. FIDT nhận định đây là bước đệm cần thiết để có thể đưa kho vào chính thức vận hành ở Q1.2024. Thêm vào đó, kho cảng Sơn Mỹ cũng được chúng tôi kỳ vọng sẽ sớm được tiến hành xây dựng và đưa vào hoạt động ròng giai đoạn 2023 –2027, giúp mở rộng sản lượng khí bán ra khoảng 50% cho GAS. Đây sẽ là động lực thúc đẩy chính cho công ty ở trung và dài hạn.

Kế hoạch đầu tư của GAS (2023 - 2030F)			
Dự án	Tiến độ	Công suất (MTPA)	Ước tính đầu tư (Triệu USD)
Kho LNG Thị Vải	GĐ1: 2023 GD2: 2023 - 2024	GĐ1: 1 MT GD2: 3 - 6 MT	600
Kho LNG Sơn Mỹ	GĐ1: 2025 - 2026 GD2: NA	GĐ1: 3.6 MT GD2: 6 MT	1,300
Đường ống Nam Côn Sơn 2 - GĐ 2	2019 - 2024	7 bcm p.a	900
Đường ống Block B - O Môn	2024 - 2026	7 bcm p.a	640

Nguồn: GAS

Định giá đủ hấp dẫn: GAS hiện tại đang ở mức định giá đủ hấp dẫn khi cổ phiếu đã chiết khấu 16% từ đầu năm tới nay, đẩy PE của công ty về mức thấp trong khoảng 3 năm qua.

RỦI RO CẦN CHÚ Ý

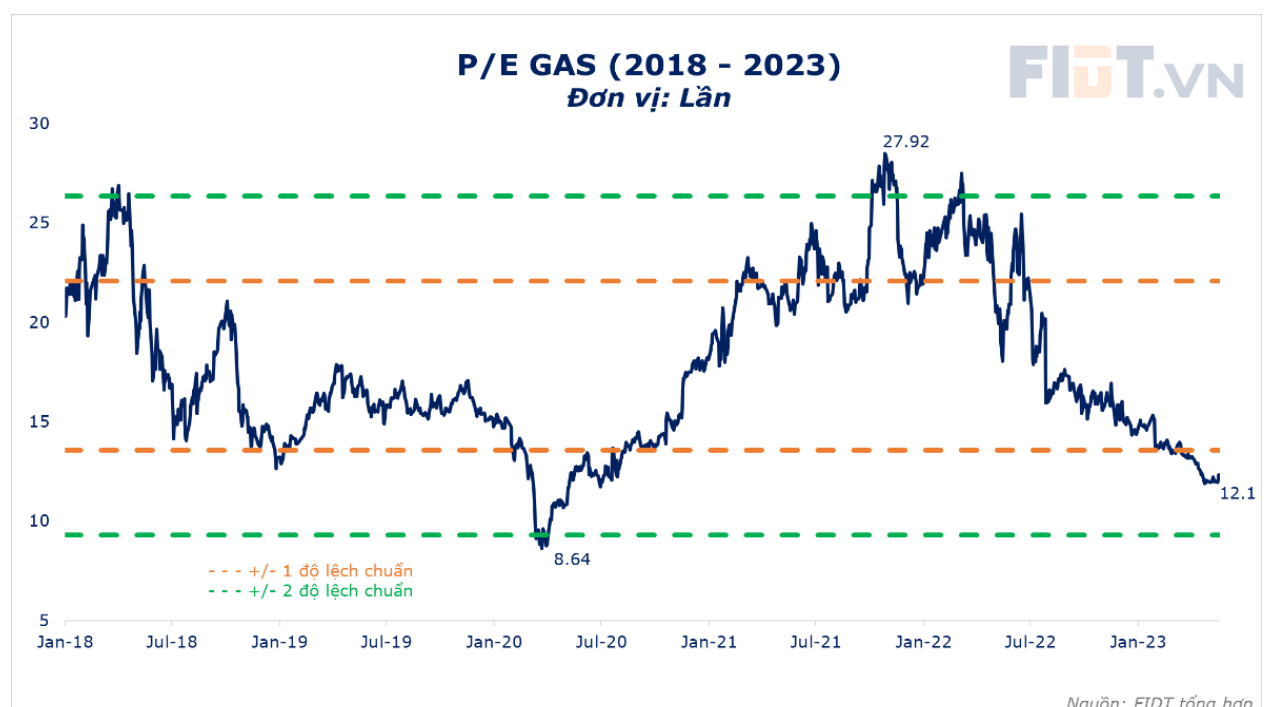
KQKD 2023 dự kiến âm đậm do mức nền cao 2022: Cơ chế mua bán giá khí của GAS giúp công ty hưởng lợi trong giai đoạn giá dầu Brent và giá FO cao. Tuy nhiên, với việc cả Brent và FO đều đã giảm sâu so với cùng kỳ (-28% và -30%) cộng mức nền KQKD cao của năm trước, thì việc doanh thu lẫn lợi nhuận của công ty giảm trong 2023 là điều khó tránh khỏi.

ĐỊNH GIÁ

Kết hợp giữa phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và P/E trung bình ngành, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của GAS ở mức 105,600 VNĐ/CP, tương đương với 12.70% upside.

Tỷ VNĐ	2022	2023F
Doanh Thu	100,723.55	84,607.78
Lợi nhuận gộp	21,314.54	16,625.34
LNST	14,798.32	11,542.69
EPS (VNĐ)	7,576.99	5,949.30

Phương pháp	Định giá	Tỷ trọng
P/E Trung bình (15 lần)	113,655	40%
DCF	100,230	60%
Định giá	105,600	



PVB - CTCP Bọc ống dầu khí Việt Nam

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

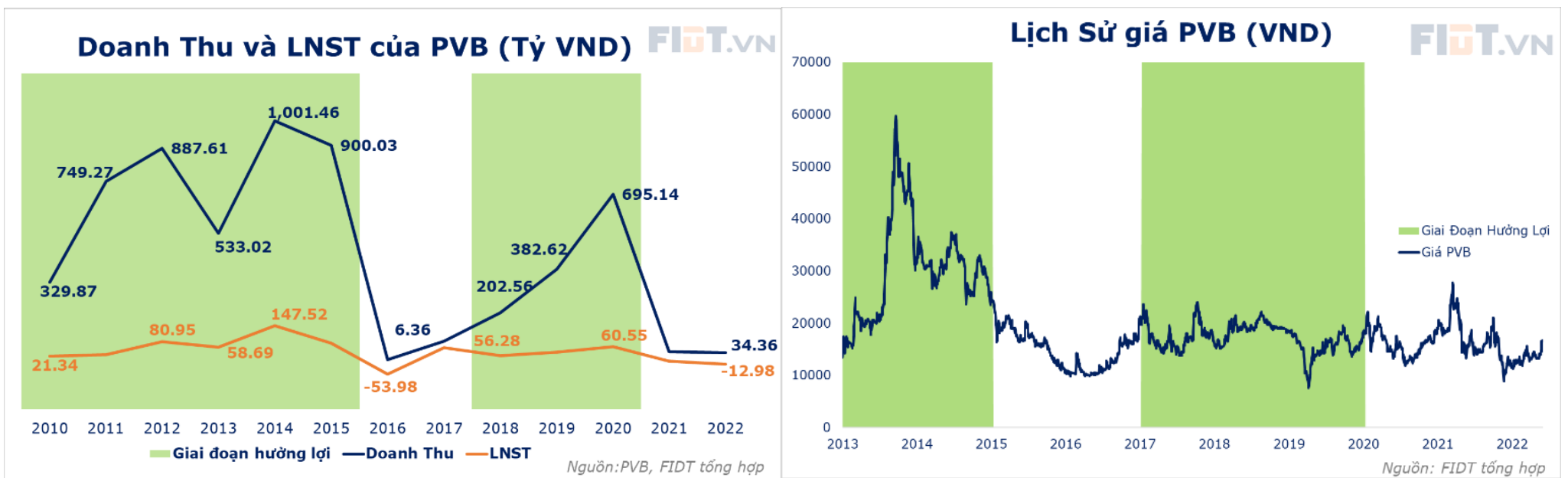
Vị thế đầu ngành: PVB là doanh nghiệp có vị thế độc quyền trong dịch vụ bọc ống, hỗ trợ chính cho Tập Đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và Tổng công ty khí Việt Nam (GAS) trong lĩnh vực thi công công trình khai thác dầu khí ngoài khơi và xây dựng hệ thống đường ống khí nối các mỏ và các nhà máy.

Phụ thuộc vào Cty Mẹ: Với việc khoảng 52.94% cổ phần của PVB do GAS sở hữu, nên lượng công việc chính của doanh nghiệp này gần như phụ thuộc hoàn toàn vào công ty mẹ. Đây là con dao hai lưỡi cho PVB vì:

- Trong thời kỳ GAS không triển khai các dự án lớn, KQKD PVB sẽ cực kỳ ảm đạm.
- Nhưng một khi GAS đẩy mạnh đầu tư, cả doanh thu và lợi nhuận PVB đều sẽ có đột biến rõ rệt, dẫn đến giá cổ phiếu lẫn cổ tức thu về cho nhà đầu tư tăng mạnh.

Triển vọng dự án đường ống Lô B – Ô Môn: Hiện tại, triển vọng mở rộng các dự án khai thác dầu khí đang cực kỳ tích cực khi nhu cầu trong nước tăng mạnh, với tâm điểm chính là siêu dự án Lô B – Ô Môn. Chúng tôi kỳ vọng, PVB sẽ tham gia chính trong gói thầu trung nguồn liên quan đến đường ống cho dự án Lô B.

So sánh với KQKD quá khứ của công ty cũng như quy mô dự án từng triển khai thì **dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn (tổng chiều dài tuyến ống 431km)** được chúng tôi đánh giá sẽ giúp PVB có đột biến lớn về doanh thu cũng như lợi nhuận.



Năm	2011	2012	2013	2014	2015
Giai Đoạn	Hưởng lợi				
Dự án bọc ống hoàn thành	- Tê Giác Trắng - Mỏ Rồng - Biển Đông 1	- Biển Đông 1 - GTC1 - BK14 & MTC1 - Sư Tử Trắng - Sư Tử Trắng - Hải Sư Đen - Mỏ Dừa	- Sư Tử Nâu - Mỏ Rồng - Đồi mối - Thỏ Trắng - Thăng Long - Đông Đô - Sư Tử Vàng North East - Diamond	- BK16-BK14 & FSO3-FSO6 - Sư Tử Nâu - Sư Tử Vàng - Southwest	- Thỏ Trắng - Nam Côn Sơn 2 - GD1 - Tiền Hải - Thái Bình - Tê Giác Trắng - Thái Bình - Hàm Rồng - Nam Côn Sơn 2 - Bạch Hổ
Dự án fieldjoint hoàn thành	- Giàn WHP-HT1	- Hải Sư Trắng - Hải Sư Đen - Giàn WHP-HT1	- Thăng Long - Đông Đô	- Tê Giác Trắng - Sư Tử Nâu	- Nhà Máy lọc hóa dầu Nghi Sơn
Chia cổ tức	8% (Cổ phiếu)		20% (Tiền)	20% (Tiền)	20% (Tiền)

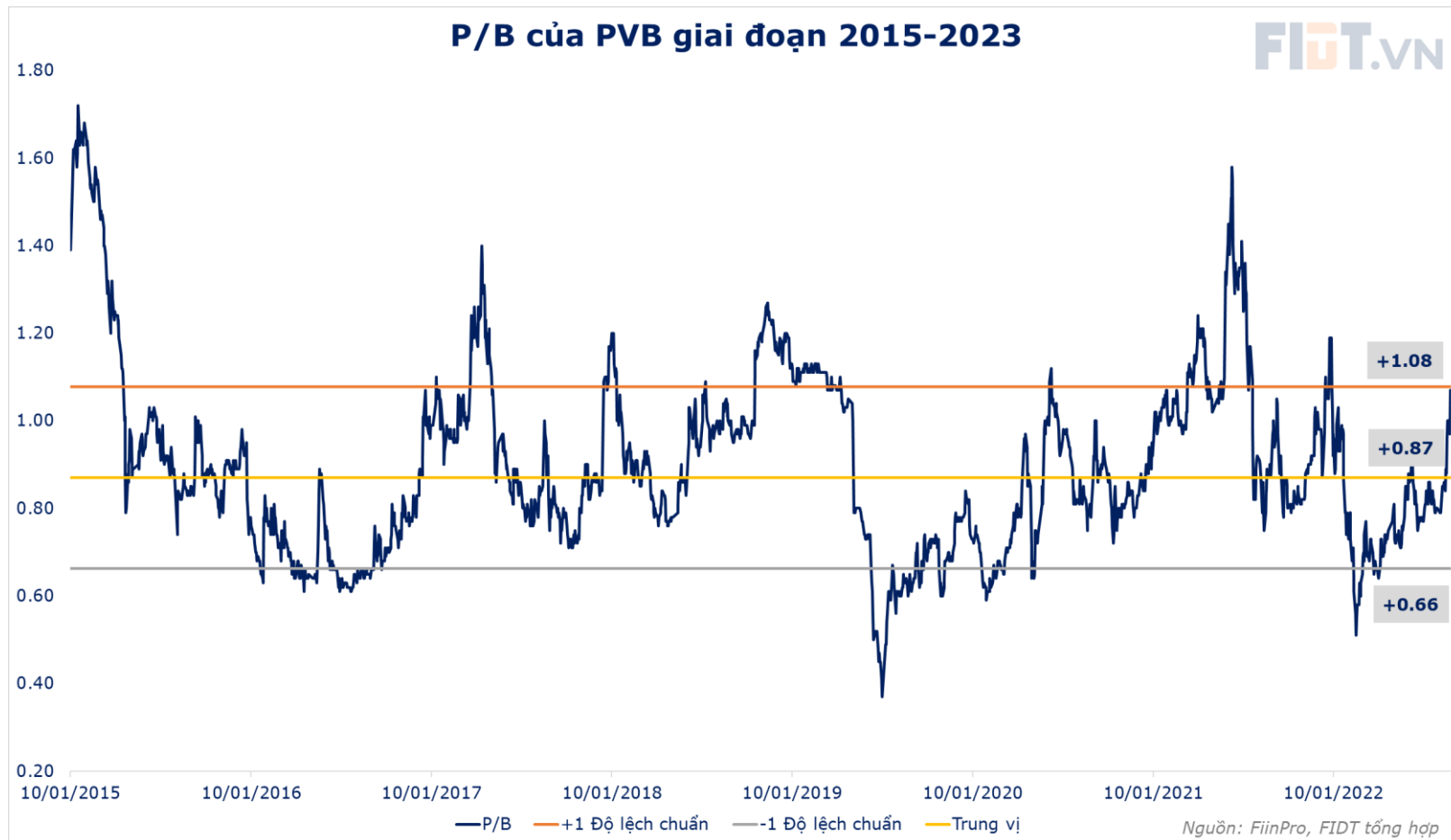
Năm	2016 -2017	2018	2019	2020	2021 - 2022
Giai Đoạn	Ảm đạm	Hưởng lợi			Ảm đạm
Dự án bọc ống hoàn thành			- Cá Tầm - Nối Trung Tâm Bạch Hổ	- Nam Côn Sơn 2 - GD 3 - Sao Vàng Đại Nguyệt	
Dự án fieldjoint hoàn thành					
Chia cổ tức			7% (Tiền)	10% (Tiền)	10% (Tiền)

Nguồn: PVB, FIDT Tổng Hợp

ĐỊNH GIÁ

Trong giai đoạn ổn định từ 2015 trở đi sau khi niêm yết, P/B của PVB thường dao động quanh mức 1.0x – 1.1x. Các năm PVB có dự án và cải thiện KQKD như giai đoạn 2018 – 2020, PVB thường có P/B trong vùng 1.2x – 1.4x.

Giá trị nội tại của cổ phiếu PVB ở mức **25,200 VND/cổ phiếu** với các kỳ vọng dài hạn sẽ tham gia vào trung nguồn của dự án Lô B – Ô Môn các gói thầu EPC liên quan đến đường ống khí. Tuy nhiên, **các kỳ vọng của cổ phiếu dài hạn và khó dự báo nên chúng tôi đưa ra giá kỳ vọng ngắn hạn đối với cổ phiếu này ở mức 20,000 VND/cổ phiếu** (chưa phản ánh hết triển vọng về các dự án trong tương lai do chưa đầy đủ thông tin – FIDT sẽ update các định giá tương ứng các triển vọng rõ ràng hơn).



PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH FIDT

Huỳnh Hoàng Phương - Trưởng bộ phậnEmail: phuong.huynh@fidt.vnFacebook: <https://www.facebook.com/huynhhoangphuongDFI>**Phạm Hoàng Quang Kiệt** – Chuyên viên phân tíchEmail: kiet.pham@fidt.vnFacebook: <https://www.facebook.com/hoangquangkiet>

Số điện thoại: 096.143.4058

Tạ Đoàn Long – Chuyên viên phân tíchEmail: long.ta@fidt.vnFacebook: <https://www.facebook.com/tdlong5112/>Tiktok: <https://www.tiktok.com/@overthemoon5112>**Th.S Đoàn Tuấn** – Chuyên viên phân tíchEmail: tuan.doan@fidt.vn**Bùi Văn Hoài Trung** – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 037.833.0670

Nguyễn Kim Dũng – Chuyên viên phân tích

Số điện thoại: 038.991.3349

LƯU Ý NHÀ ĐẦU TƯ

Quý khách nên đọc kỹ các rủi ro mà chúng tôi có dự phòng và đề cập trong báo cáo cũng như nhận diện về rủi ro thị trường để có lựa chọn đầu tư hiệu quả.

Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố.

Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này phản ánh đánh giá của FIDT tại thời điểm phát hành và có thể thay đổi theo tình hình doanh nghiệp và thị trường từng thời kỳ.

Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt của nhà đầu tư. Các thành viên Phòng nghiên cứu và phân tích FIDT có thể sở hữu hay giao dịch liên quan đến các cổ phiếu trong báo cáo này mà không cần thông báo.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi FIDT.

*Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của FIDT.
Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.*

Chúng tôi xin chân thành cảm ơn quý khách hàng!

