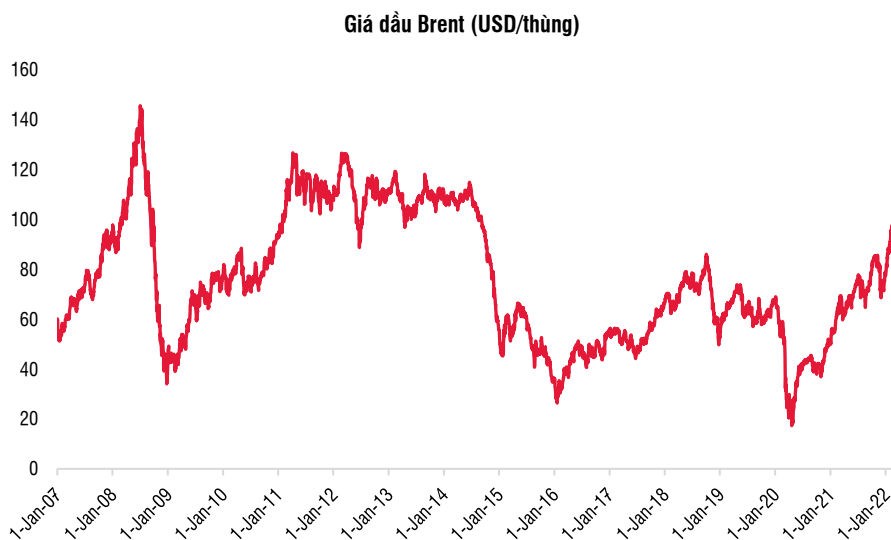


CẬP NHẬT NGÀNH DẦU KHÍ:

Giá dầu đạt đỉnh 14 năm

1. Giá dầu đạt đỉnh 14 năm

- Giá dầu Brent đạt 131 USD/thùng vào ngày 7/3/2022, đánh dấu mức cao nhất kể từ tháng 7/2008, và đạt mức tăng 69% so với đầu năm. Sự tăng mạnh của giá dầu được cho là kết hợp của nhiều nguyên nhân, nhưng yếu tố chính phải kể đến đó là căng thẳng leo thang giữa Nga và Ukraine, theo sau bởi lệnh cấm vận đối với dầu của Nga và việc Nga đe dọa ngừng cung cấp khí đốt cho châu Âu. Thêm vào đó, nhu cầu đang phục hồi mạnh mẽ sau dịch Covid-19 trong khi nguồn cung đang được kiểm soát một cách thận trọng (OPEC+ bám sát với kế hoạch sản lượng dầu theo cuộc họp gần đây trong tháng 3) trong khi sản lượng dầu bổ sung từ Iran có thể phải mất vài tháng để đưa ra thị trường.

Biểu đồ: Giá dầu Brent đạt đỉnh 14 năm

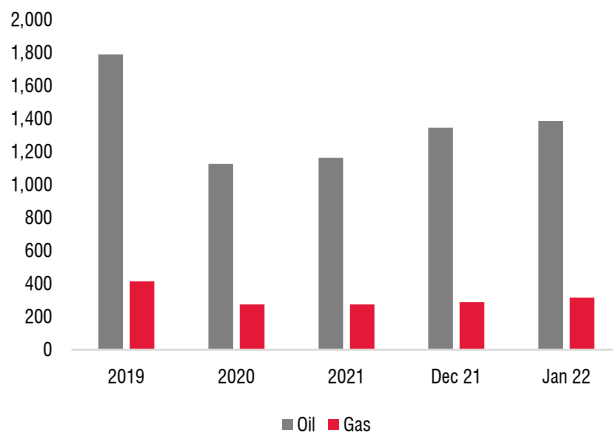
Nguồn: Bloomberg

- Các tổ chức lớn trên thế giới đều có dự báo khá lạc quan về triển vọng của giá dầu năm 2022.** Nguồn cung dầu khí trong những năm gần đây đã không tăng mạnh do chiến lược giảm đầu tư vào nhiên liệu hóa thạch và tăng đầu tư cho năng lượng tái tạo trong khi nhu cầu nhiên liệu tăng mạnh. Theo OPEC, tổng số giếng khoan đang hoạt động trong 2021 đã vượt năm 2020 nhưng thấp hơn nhiều so với năm 2019. Do các hoạt động đầu tư đã chuyển hướng sang nhiên liệu xanh, đầu tư vào nhiên liệu hóa thạch đã giảm trong những năm gần đây. Do đó, tình trạng dư cung có thể không xảy ra trong ngắn hạn, điều này sẽ tiếp tục hỗ trợ cho giá dầu.
- Trong một số báo cáo gần đây, Goldman Sachs đưa ra dự báo giá dầu trung bình có thể đạt 100 USD/thùng trong năm 2022 và 105 USD/thùng trong năm 2023. Theo JP Morgan, nếu thị trường bắt đầu phản ứng về khả năng Nga có thể trả đũa bằng việc cách giảm

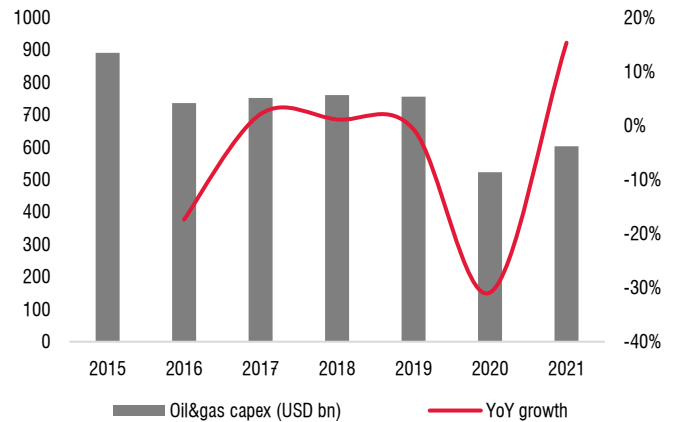
lượng xuất khẩu, dầu Brent có thể đạt mức trung bình là 115 USD/thùng trong Quý 2, 105 USD/thùng trong Quý 3 và 95 USD/thùng trong Quý 4.

- **Rủi ro:** Giá dầu luôn nhạy cảm với tin tức chính trị hay dịch bệnh. Yếu tố hỗ trợ dài hạn cho giá dầu là nhu cầu tăng, đặc biệt là từ ngành hàng không (từ việc các quốc gia khác phục hồi/ mở cửa trở lại). Trong khi yếu tố hỗ trợ ngắn hạn cho giá dầu là xung đột giữa Nga-Ukraine.

Số lượng giàn khoan thế giới



Đầu tư dầu khí toàn cầu (tỷ USD)



Nguồn: OPEC, IEA

- Chúng tôi nâng giá định giá dầu lên mức **95 USD/thùng, +34% so với cùng kỳ (từ mức 80 USD/thùng trong báo cáo gần đây của chúng tôi)** sau khi tính đến đợt tăng giá gần đây của giá dầu. Giá trung bình được tính từ giá giả định theo quý như sau: Q1: 100 USD; Q2: 100 USD; Q3: 95 USD và Q4: 85 USD. Chúng tôi cho rằng chu kỳ tăng của giá dầu đã bắt đầu, mở ra triển vọng lạc quan hơn cho ngành dầu khí.

2. Chuỗi giá trị ngành dầu khí Việt Nam

Thượng nguồn



- PVEP, Vietsov, Bien Dong POC, Thang Long JOC,...
- PVS, PXS
- PVD

Trung nguồn



- GAS (PGD, PGS, PVG, CNG)
- PVT
- PVB

Hạ nguồn



- BSR, NSRP
- OIL, PLX, PLC
- DCM, DPM
- NT2, POW, PGV

Theo quan điểm của chúng tôi, môi trường giá dầu ổn định và duy trì trên 60-70 USD/thùng sẽ là điều kiện thuận lợi để Việt Nam khai thác các mỏ dầu khí hiện tại cũng như triển khai các dự án dầu khí mới.

Trong giai đoạn 2016-2021, hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí (E&P) của Việt Nam không sôi động, nguyên nhân chính là do các mỏ gần bờ có trữ lượng lớn như Bạch Hổ (mỏ dầu), Block 6.1 (Lan Tây, Lan Đỏ), Block 11.2 và Chim sáo đang đến những năm cuối của vòng đời khai thác. Dịch Covid-19 cũng ảnh hưởng nhiều đến việc triển khai các hoạt động sản xuất kinh doanh của PVN cũng như các đơn vị thành viên.

Mặc dù giá dầu tăng mạnh trong 2021, đây không phải là năm bận rộn của hoạt động E&P tại Việt Nam. Về sản lượng tiêu thụ khí, đợt bùng phát Covid-19 và giãn cách xã hội khiến nhu cầu từ nhà máy điện khí cũng như khu công nghiệp giảm. Do đó, sản lượng khí chỉ ở mức 7,1 tỷ m³ trong năm 2021, giảm -20% so với cùng kỳ. **Thị trường khí tự nhiên trong nước chuyển từ thiếu cung sang thừa cung trong 2020-2021 do dịch bệnh.**

Năm 2021, tổng sản lượng khai thác dầu thô đạt 10,97 triệu tấn, giảm -5% so với cùng kỳ, khi các mỏ trữ lượng cao hiện tại dần cạn kiệt. Về hoạt động khai thác, không có hoạt động thăm dò lớn trong năm 2021 (năm 2020, Việt Nam đã thăm dò thành công mỏ Kèn Bầu 2x – đây là tìm kiếm có sản lượng lớn nhất Đông Nam Á trong 2 thập kỷ qua, theo Wood Mackenzie).

PVN: Các chỉ số chính (2016-2021E)

PetroVietnam	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022P
Giá dầu thô (USD/ thùng)	43,7	55,2	71,8	64	42,4	70,5	60
Tăng trừ lượng (triệu tấn)	16,66	4	12	13,38	16,4	4,6	10-18
Khai thác dầu thô (triệu tấn)	17,23	15,52	13,97	13,11	11,47	10,97	8,74
Khai thác khí khô (tỷ m ³)	10,61	9,89	10,01	10,22	8,9	7,1	9,1

Nguồn: PVN, SSI Research

Cập nhật các dự án lớn:

- Dự án LNG Thị Vải – dự án LNG đầu tiên tại Việt Nam** – đã hoàn thành trên 90% tiến độ xây dựng kho chứa LNG trong giai đoạn 1. Với GAS đóng vai trò là nhà đầu tư kho chứa và đường ống, Việt Nam có thể nhập khẩu LNG lần đầu tiên vào tháng 11/2022 để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn. LNG sẽ là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến bắt đầu từ 2023.
- Mỏ Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2A:** Dòng khí đầu tiên khai thác từ mỏ Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2A (ở Block 15.1) đã vào bờ ngày 18/6/2021. Mỏ Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2A bao gồm 3 giếng với tổng trữ lượng khí là 5,5 tỷ m³ và 63 triệu thùng condensate sẽ được khai thác từ 2021-2025. Hợp đồng thăm dò dầu khí tại Block 15.1 đã được ký kết bởi PetroVietnam, PVEP, Perenco, KNOC, SK, Geopetrol và do Cửu Long JOC vận hành. Nguồn khí từ mỏ Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2, Sao Vàng - Đại Nguyệt, Thiên Ưng, Đại Hùng được thiết kế để dẫn qua đường ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2 với tổng công suất đường ống đạt 7 tỷ m³/năm. Dự kiến Sư Tử Trắng - Giai đoạn 2B sẽ đi vào hoạt động vào năm 2024 với sản lượng khí hàng năm đạt 2 tỷ m³ trong vòng 10 năm.
- Block B:** Chúng tôi thấy một số tín hiệu cho thấy Chính phủ vẫn ưu tiên siêu dự án này. Một trong những động thái tích cực là tài trợ dự án Nhà máy điện Ô Môn III qua nguồn vốn ODA, theo Nghị định 114/2021/NĐ-CP và Luật Đầu tư 2020. Quyết định tài trợ dự án nhà máy điện này có thể mở đường cho dự án Block B và Ô Môn nhận quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào cuối năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng dự án sẽ khởi công trong 2022-2023 để cho dòng khí đầu tiên vào 2025. Chúng tôi ước tính dự án khởi công vào 2022-2023 và cho dòng khí đầu tiên vào 2025. Tổng vốn đầu tư là 10 tỷ USD, trong đó giá trị backlog mảng EPC là 4,6 tỷ USD. Ở khâu thượng nguồn (upstream), có 911 giếng khai thác, 1 giàn xử lý trung tâm, 1 giàn nhà ở, 52 giàn đầu giếng và 1 tàu FSO. Đường ống ngoài khơi và trên bờ tương ứng dài 292 km và 102 km. Có 4 nhà máy điện khí bao gồm Ô Môn 1 (660 MW), Ô Môn 2,3,4 (3x1050 MW). ***GAS, PVD và PVS là những công ty hưởng lợi từ siêu dự án từ 2023 theo quan điểm của chúng tôi.***
- Các dự án LNG:** theo quy hoạch ngành công nghiệp khí đến năm 2035, nhu cầu tiêu thụ khí ở Việt Nam sẽ đạt 23-31 tỷ m³, trong đó nguồn cung khí thiên nhiên là khoảng 17-21 tỷ m³, phần còn lại sẽ được đáp ứng bằng LNG nhập khẩu. Chính phủ đặt mục tiêu nâng tỉ trọng nguồn điện khí để đạt được mục tiêu giảm khí thải. Trong dự thảo quy hoạch điện 8 được công bố vào tháng 11/2021, công suất điện khí sẽ được nâng lên gần 55 GW trong năm 2035 (trong đó điện khí từ LNG là 40 GW), tăng rất mạnh so với tổng công suất điện khí ở mức hiện tại là 9 GW vào cuối năm 2021. ***GAS và PVS sẽ là các công ty được hưởng lợi từ xu hướng đầu tư vào các khu phức hợp LNG.***

3. Tác động của giá dầu đến dự báo lợi nhuận của các công ty dầu khí

Biến động giá dầu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến GAS (tăng/giảm doanh thu & biên lợi nhuận, và nhu cầu khí khô từ nhà máy điện do giá khí ở mức cao), cũng như PLX & OIL (tăng/giảm doanh thu & lãi/lỗ hàng tồn kho) và BSR (tăng/giảm biên lợi nhuận lọc hóa dầu, lãi/lỗ hàng tồn kho). Trong khi đó, đối với các công ty dầu khí upstream (PVD & PVS), giá dầu không ảnh hưởng ngay đến lợi nhuận ròng của công ty trong ngắn hạn do các công ty này dựa vào các dự án mang tính chất dài hạn hơn. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng ước tính mảng khoan của PVD đã quay đầu hồi phục từ Q2/2021 và ghi nhận lợi nhuận từ năm 2022 nhờ hiệu suất sử dụng và giá thuê tăng. Giá dầu duy trì tích cực sẽ giúp đẩy mạnh các hoạt động đầu tư thăm dò khai thác, đặc biệt là việc triển khai các dự án lớn, giúp đem lại khối lượng công việc tiềm năng cho PVD, PVS trong dài hạn.

Đối với các công ty sử dụng khí làm nguyên liệu đầu vào như điện khí, đạm, giá dầu tăng sẽ làm tăng giá thành sản phẩm. Tuy nhiên, các công ty đạm vẫn có khả năng tăng giá bán do nguồn cung tại Trung Quốc vẫn còn hạn chế. Đối với điện khí, giá khí tăng có thể chuyển ngang 1 phần vào sản lượng hợp đồng PPA với tỷ lệ sản lượng hợp đồng năm 2022 là 80% theo kế hoạch của EVN/AO. Tuy nhiên giá khí cao sẽ làm các nhà máy điện khí kém cạnh tranh hơn và sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến phần sản lượng chào bán trên thị trường điện cạnh tranh.

VND/kWh	Giá
Điện khí	2.003
Điện than	1.367
Nhiệt điện	857
Điện mặt trời	1.642-2.165
Điện gió	1.969-2.270

Nguồn: SSI estimates ước tính

Tương quan của giá cổ phiếu ngành dầu khí và giá dầu: Dù có sự khác nhau về các yếu tố cơ bản, giá cổ phiếu ngành dầu khí đều có tương quan rất chặt chẽ với giá dầu, hay nói cách khác độ “nhạy” của giá cổ phiếu với giá dầu là rất cao. Chúng tôi cho rằng giá dầu tăng đem lại cơ hội đầu tư cả ngắn và dài hạn. Với chiến lược đầu tư ngắn hạn, nhà đầu tư có thể xem xét các cổ phiếu có mức độ tương quan lớn nhất với giá dầu như BSR, PVD, PVS và OIL.

Bảng: Hệ số tương quan của giá cổ phiếu và giá dầu Brent từ 2/1/2020

Ticker	BRENT	BSR	GAS	OIL	PLX	PVD	PVS
BRENT	1	0,93	0,93	0,90	0,84	0,92	0,95

Nguồn: Bloomberg

Khuyến nghị: Giá định giá dầu Brent ở mức 95 USD/thùng năm 2022 (+34% so với cùng kỳ)

Mã CP	Tăng trưởng LNST 2021	Tăng trưởng LNST 2022	Giá mục tiêu	Khuyến nghị; Tiềm năng tăng giá	Diễn giải
GAS	+6,5%	+41,9%	139.500	KHẢ QUAN; 12,3%	Với giá định giá dầu mới cho năm 2022 (FO ở mức 490 USD/tấn, +26% so với cùng kỳ), theo đó, chúng tôi tăng ước tính đối với GAS. Mặc dù giá dầu cao hơn khiến điện khí kém cạnh tranh hơn so với các loại điện khác, chúng tôi ước tính nhu cầu từ các nhà máy điện khí sẽ phục hồi trong năm. Tăng trưởng sản lượng ước tính đạt 16% do mức so sánh thấp trong năm 2021 nhưng vẫn thấp hơn mức trước Covid. LNST năm 2022 ước tính tăng mạnh do giá bán tăng.
PLX	148%	28%	67.000	KHẢ QUAN; 9%	Lợi nhuận có thể tăng 28% trong 2022, nhờ sự phục hồi của sản lượng tiêu thụ xăng dầu, nhiên liệu máy bay cũng như các mảng kinh doanh khác. Ước tính lợi nhuận này chưa bao gồm việc thoái vốn khỏi PGB có thể đem lại khoản thu nhập bất thường đáng kể cho PLX.
PVS	-3,5%	+22%	36.000	TRUNG LẬP; -6,4%	Giá dầu cao sẽ kích hoạt các dự án mới cũng như cải thiện nhu cầu và giá cả cho các dịch vụ của PVS (tàu chuyên dụng, M&C, cảng & cơ sở cung ứng, O&M, FSO/FPSO...). Chúng tôi nâng ước tính biên lợi nhuận gộp và các giá định về công việc trong giai đoạn 2022-2024. Tăng trưởng lợi nhuận có thể không mạnh trong ngắn hạn do việc khởi động lại dự án dầu khí bị trì hoãn so với giá dầu, tuy nhiên, chúng tôi ước tính CAGR lợi nhuận 2022-2025 là 23% so với cùng kỳ. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá DCF để phân tích đầy đủ triển vọng tăng trưởng lợi nhuận trong dài hạn của PVS.
PVD	-80%	637%	39.300	TRUNG LẬP; 4,6%	Với điều kiện giá dầu tăng cao hỗ trợ các dự án E&P bắt đầu tái khởi động, chúng tôi quan sát thấy công suất và giá cho thuê duy trì ở mức cao trên thị trường giàn khoan toàn cầu. Việt Nam đang phản ứng chậm hơn, nhưng chúng tôi kỳ vọng rằng Việt Nam cũng sẽ bắt kịp các nước khác trên thế giới. Do đó, chúng tôi nâng giá định về giá thuê ngày và công suất hoạt động trong giai đoạn 2022-2024 phản ánh triển vọng dài hạn được cải thiện. Lợi nhuận ngắn hạn có thể vẫn yếu do thời gian bắt đầu dự án khoan có thể mất khoảng 4-6 tháng.
PVT	1%	22,4%	32.500	KHẢ QUAN; +11%	PVT có một đội tàu chở dầu lớn ở tất cả các phân khúc hoạt động (tàu chở dầu thô, dầu sản phẩm và khí), và được hưởng lợi từ chu kỳ đi lên của ngành vận tải hàng lỏng, do thiếu nguồn cung từ cảng thẳng Nga - Ukraine hiện nay và đầu tư mới ở mức thấp trong 3-4 năm qua, trong khi nhu cầu toàn cầu đang phục hồi tốt và đã đạt về mức trước dịch Covid. Theo quan điểm của chúng tôi, mức tăng trưởng được thể hiện rõ hơn bởi nhu cầu của Châu Âu nhập khẩu dầu khí từ các thị trường xa hơn như Châu Mỹ, Vùng Vịnh Ả Rập hay Châu Á, điều này có thể khiến giá giao ngay và giá thuê tàu duy trì ở mức cao trong một thời gian. Cơ cấu hợp đồng của PVT cũng không bị ảnh hưởng bởi tác động tiêu cực của giá tăng. Chúng tôi cho rằng lợi nhuận không tăng ngay từ xu hướng này mà đây là câu chuyện trung hạn, do đó chúng tôi nâng P/E mục tiêu cho 2022F cao hơn là 15x và đưa ra khuyến nghị KHẢ QUAN đối với cổ phiếu.
OIL	N.a	N.a	N.a	N.a	OIL là công ty bán lẻ xăng dầu, do vậy giá dầu tăng giúp Công ty có thể hưởng lợi từ giá dầu tăng nhờ hàng tồn kho giá thấp. Sản lượng tiêu thụ có thể hồi phục trong 2022 so với mức thấp trong 2021.
BSR	N.a	15,5%	32.500	KHẢ QUAN: +10%	BSR ước tính duy trì tăng trưởng lợi nhuận tích cực 15,5% trong năm 2022 nhờ sản lượng tiêu thụ tăng 6% trong khi nhà máy lọc dầu Nghi Sơn bị gián đoạn hoạt động. Ngoài ra, giá dầu cũng như mức chênh lệch giữa giá xăng dầu và giá đầu vào (crack spread) tăng cũng giúp hỗ trợ biên lợi nhuận của công ty.

Rủi ro: Các biến động giảm của giá dầu sẽ là rủi ro chính với các ước tính của chúng tôi.

KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư
phuonghv@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

Vĩ mô

Phạm Lưu Hưng

Phó Giám đốc
hungpl@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8711

Thái Thị Việt Trinh

Chuyên viên phân tích Vĩ mô
trinhhtt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8720

Phân tích kỹ thuật

Lương Biện Nhân Quyền

Trưởng phòng Chiến lược Đầu tư
quyenlbn@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng
kientt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

Dữ liệu

Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ
tanntk@ssi.com.vn
Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715

Chiến lược thị trường

Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp
nganlt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích cao cấp
tamntd@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

Phân tích cổ phiếu KHCN

Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp
thanhtk@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp
tuntt@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp
tranglh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

Phân tích Ngành Dầu khí

Phạm Huyền Trang

Phó Giám đốc
trangph@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8712

Đào Minh Châu, CFA

Trưởng phòng phân tích cổ phiếu
chaudm@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3052

Nguyễn Hoàng Giang, CFA

Trưởng phòng phân tích cổ phiếu
giangnh@ssi.com.vn
SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8703