



24/03/2020

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp

Ngô Thùy Trâm
Chuyên viên cao cấp

Lê Phước Đức
Chuyên viên

Nguyễn Tường Huy
Chuyên viên

Thẩm định lại cho diễn biến giá dầu thô giảm mạnh năm 2020

Chúng tôi điều chỉnh giảm khoảng 42% giá định giá dầu thô cơ sở của năm 2020 và giảm khoảng 8% trong giai đoạn 2021-2024. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá định giá dầu Brent trung bình từ 60 USD/thùng còn 35 USD/thùng trong năm 2020. Ngoài ra, chúng tôi cũng giảm giá định từ 65 USD/thùng còn 60 USD/thùng trong giai đoạn 2021-2024. Hạn chế đi lại, các lệnh phong tỏa nhằm kiểm soát dịch virus corona có thể dẫn đến mức giảm 10% trong nhu cầu dầu thô. Ngoài ra, cuộc chiến giá dầu thô giữa Ả Rập Saudi và Nga có thể sẽ vẫn còn kéo dài.

Chúng tôi cho rằng mức giá dầu thô thấp hơn sẽ ảnh hưởng đến hoạt động Thăm dò & Khai thác (E&P) của Việt Nam. Hoạt động khai thác dầu thô của Việt Nam hiện đang gặp nhiều rủi ro với mức chi phí sản xuất 30-37 USD/thùng tại các mỏ dầu thô hiện hữu. Tuy nhiên, chúng tôi giả định các dự án khí sẽ tiếp tục hoạt động, dù có thể có tiến độ chậm hơn dự kiến. Chúng tôi điều chỉnh dự báo của chúng tôi là 2 dự án khí lớn của ngành, dự án Cá Voi Xanh sẽ trì hoãn 1 năm và khởi động từ năm 2021, và dự án Lô B sẽ hoãn lại 2 năm, bắt đầu khởi động từ năm 2024.

Chúng tôi điều chỉnh giảm 24% giá mục tiêu của GAS nhưng nâng khuyến nghị từ KHẢ QUAN lên MUA khi giá cổ phiếu đã giảm khoảng 35% trong tháng qua, cũng như mức giá sàn áp dụng cho giá khí đầu ra giúp GAS có thể ghi nhận mức lợi nhuận dù thấp nhưng duy trì ổn định. Chúng tôi điều chỉnh giảm 41% dự báo lợi nhuận 2020 của GAS còn 5,6 nghìn tỷ đồng và giảm ~20% cho lợi nhuận trung bình giai đoạn 2021-2030 do giá khí thấp hơn và dự án Lô B trì hoãn.

Chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 30% cho giá trị hợp lý của các công ty dầu khí khác trong bối cảnh giá dầu thô biến động lớn và tâm lý kém tích cực đối với cổ phiếu dầu khí. Chúng tôi giảm giá mục tiêu của BSR 42% cho biên xăng dầu giảm mạnh và sản lượng thấp hơn 9% dẫn đến mức giảm mạnh 55% trong LNST 2020. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của một số công ty cung cấp dịch vụ, PVD và PVS, lần lượt 41% và 37%. Giá dầu thô thấp hơn có thể làm hoạt động E&P chững lại tại các khu vực Đông Nam Á và dẫn đến hiệu suất hoạt động cũng như giá thuê ngày giàn khoan tự nâng (JU) thấp hơn. Chúng tôi lưu ý rằng PVS có rủi ro thấp hơn so với PVD nhờ các mảng kinh doanh đa dạng (tàu biển, cảng, kho dầu thô nổi và Cơ khí Dầu khí)

Giảm nhẹ giá mục tiêu cho PLX và PVT trong khi nâng giá mục tiêu cho DPM. Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu PLX khoảng 9% khi chúng tôi cho rằng đây vẫn là cổ phiếu phòng thủ. PLX thường hưởng lợi nhuận cố định cho mỗi lít xăng khi là một nhà phân phối xăng dầu. Chúng tôi kỳ vọng PLX có tăng trưởng lợi nhuận mạnh mẽ trong năm 2021 sau khi kết thúc dịch corona. Đối với PVT, tác động đến sản lượng vận chuyển là thấp khi 1) sản lượng thấp hơn từ BSR sẽ ảnh hưởng đến sản lượng nhập khẩu, trong khi sản lượng vận chuyển trong nước vẫn duy trì và 2) sản lượng thấp hơn từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR) cũng có tác động hạn chế đến PVT khi chúng tôi kỳ vọng đóng góp thấp từ NSR, khi PVT hiện vẫn thuê một tàu chở dầu thô lớn để vận chuyển dầu thô cho NSR trong năm 2020. Trong khi đó, đối với DPM, giá dầu thô ảnh hưởng trực tiếp đến chi phí khí đầu vào, do đó, chúng tôi nâng giá mục tiêu cho DPM thêm 16%.

Các cổ phiếu ngành điện có tác động tích cực nhẹ từ giá khí thấp hơn. Các nhà máy điện khí có thể có lợi nhuận cao hơn cho sản lượng ngoài hợp đồng khi chi phí khí (có ảnh hưởng từ giá dầu thô) trở nên thấp hơn. Dù vậy, vẫn có mức sàn đối với giá khí tương ứng với giá dầu Brent khoảng 45 USD/thùng (ước tính của chúng tôi) sẽ hạn chế tác động tích cực từ việc giá dầu thô giảm mạnh xuống dưới mức này. Chúng tôi nâng giá mục tiêu của POW và NT2 thêm 3,7% và 2,6%, trong khi giá mục tiêu của các cổ phiếu điện khác duy trì không đổi.

Chúng tôi ưa chuộng các cổ phiếu điện so với các cổ phiếu dầu khí nhờ tính chất phòng thủ của các cổ phiếu này, lợi suất cổ tức hấp dẫn và quan trọng hơn, tác động không đáng kể từ bùng phát dịch corona dù tăng trưởng kinh tế thấp hơn. Tiêu thụ điện trong 2 tháng đầu

tiền là khá ổn định với mức tăng trưởng 7,5% YoY. Chúng tôi giả định độ trễ từ tác động của dịch corona đối với nhu cầu điện trong quý 2 do tăng trưởng kinh tế thấp hơn. Chúng tôi ghi nhận rủi ro giảm cho kế hoạch tăng trưởng tiêu thụ điện 9% của Tập đoàn Điện lực Việt Nam đề ra vào đầu năm nay. Tuy nhiên, chúng tôi rằng PPC, NT2 và POW có thể có tác động không đáng kể từ bùng phát dịch corona khi: 1) tiêu thụ điện thấp hơn sẽ dẫn đến sản lượng thấp hơn từ các nhà máy điện dầu, qua đó sẽ ảnh hưởng không đáng kể đến sản lượng của các nhà máy điện khí và điện than; b) các công ty điện này nằm ở các khu vực có tình hình thiếu hụt điện trầm trọng nhất; và c) các hoạt động công nghiệp xung quanh các nhà máy này chưa bị ảnh hưởng đáng kể (dựa theo trao đổi của chúng tôi với công ty).

Hình 1: Tác động của thay đổi dự báo giá dầu thô trong danh mục cổ phiếu theo dõi

| Mã | Tác động của giá dầu thô thấp | EPS 2020 trước đây (VND) | EPS 2020 mới (VND) | Giá mục tiêu trước đây | Giá mục tiêu mới | Thay đổi % | Tổng mức sinh lời dự phóng % | TL tăng % | Lợi suất cổ tức % | Khuyến nghị trước đây | Khuyến nghị mới | Giá cổ phiếu (VND) |
|----------------------|-------------------------------|--------------------------|--------------------|------------------------|------------------|------------|------------------------------|-----------|-------------------|-----------------------|-----------------|--------------------|
| Ngành dầu khí | | | | | | | | | | | | |
| BSR | Tiêu cực | 696 | 334 | 9.800 | 5.700 | -41,8% | 5,3% | 0,0% | 5,3% | MUA | PHTT | 5.700 |
| PVD | Tiêu cực | 496 | 382 | 16.000 | 9.500 | -40,6% | 16,1% | 16,1% | 0,0% | KQ | KQ | 8.180 |
| PVS | Tiêu cực | 1,925 | 1,730 | 23.800 | 15.100 | -36,6% | 54,9% | 48,0% | 6,9% | MUA | MUA | 10.200 |
| GAS | Tiêu cực | 4,868 | 2,875 | 91.500 | 69.600 | -23,9% | 31,0% | 23,8% | 7,1% | KQ | MUA | 56.200 |
| PLX | Tiêu cực nhẹ | 3,378 | 2,874 | 65.900 | 60.100 | -8,8% | 68,3% | 60,3% | 8,0% | MUA | MUA | 37.500 |
| PVT | Tiêu cực nhẹ | 1,772 | 1,659 | 15.300 | 14.500 | -5,2% | 90,8% | 90,8% | 0,0% | KQ | MUA | 7.600 |
| DPM | Tích cực | 1,449 | 1,710 | 14.700 | 17.000 | 15,6% | 57,9% | 49,1% | 8,8% | MUA | MUA | 11.400 |
| Ngành điện | | | | | | | | | | | | |
| POW | Tích cực nhẹ | 1,120 | 1,242 | 16.300 | 16.900 | 3,7% | 128,4% | 124,4% | 4,0% | MUA | MUA | 7.530 |
| NT2 | Tích cực nhẹ | 2,176 | 2,351 | 27.200 | 27.900 | 2,6% | 83,6% | 69,6% | 14,0% | MUA | MUA | 16.450 |
| PPC | NM | 3,091 | 3,091 | 32.000 | 32.000 | 0,0% | 78,3% | 63,8% | 14,5% | MUA | MUA | 20.700 |
| GEX | NM | 1,706 | 1,706 | 22.600 | 22.600 | 0,0% | 60,9% | 60,9% | 0,0% | MUA | MUA | 14.050 |
| REE | NM | 5,372 | 5,372 | 45.800 | 45.800 | 0,0% | 71,8% | 68,8% | 6,4% | MUA | MUA | 28.200 |
| PC1 | NM | 2,037 | 2,037 | 21.600 | 21.600 | 0,0% | 95,5% | 95,5% | 0,0% | MUA | MUA | 11.050 |
| TDM* | NM | 2,087 | 2,087 | 30.900 | 30.900 | 0,0% | 102,5% | 95,6% | 7,0% | MUA | MUA | 15.800 |

Nguồn: VCSC. Ghi chú: Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa theo lợi nhuận cốt lõi. (*) Công ty nước

Hình 2: Cổ phiếu năng lượng – tổng hợp định giá, sắp xếp theo thứ tự tỷ suất lợi nhuận từ cao đến thấp

| Mã | Giá CP VND/CP | EPS g 2020F % | EPS g 2021F % | EPS g 2022F % | P/E trượt (x) | P/E 2020F (x) | P/E 2021F (x) | P/E 2022F (x) | EV/ EBITDA 2020 (x) | P/B quý gần nhất (x) | Nợ ròng/Vốn CSH quý gần nhất (x) | ROE 2020F % |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------------|----------------------|----------------------------------|-------------|
| Ngành dầu khí | | | | | | | | | | | | |
| PVT | 7.600 | -23,0% | 21,0% | 15,6% | 3,5 | 4,6 | 3,8 | 3,3 | 3,5 | 0,5 | 0,2 | 11,0% |
| PLX | 37.500 | -9,8% | 22,6% | 14,2% | 11,8 | 13,0 | 10,6 | 9,3 | 6,8 | 1,9 | (0,1) | 16,7% |
| DPM | 11.400 | 114,6% | -4,3% | 0,7% | 14,3 | 6,7 | 7,0 | 6,9 | 1,5 | 0,6 | (0,4) | 9,7% |
| PVS | 10.200 | -16,7% | -2,2% | 22,1% | 4,9 | 5,9 | 6,0 | 4,9 | (1,7) | 0,4 | (0,7) | 8,6% |
| GAS | 56.200 | -53,0% | 68,7% | -2,7% | 9,3 | 19,5 | 11,6 | 11,9 | 12,7 | 2,2 | (0,6) | 11,8% |
| PVD | 8.180 | 242,9% | 157,7% | 54,8% | 73,5 | 21,4 | 8,3 | 5,4 | 4,9 | 0,2 | 0,1 | 2,0% |
| BSR | 5.700 | -62,9% | 218,9% | -5,3% | 6,3 | 17,0 | 5,3 | 5,6 | 3,5 | 0,5 | (0,1) | 2,8% |
| Ngành Điện | | | | | | | | | | | | |
| POW | 7.530 | 5,3% | 4,9% | 7,7% | 6,2 | 5,9 | 5,6 | 5,2 | 4,4 | 0,6 | 0,3 | 9,9% |
| TDM* | 15.800 | 5,3% | 36,7% | 19,2% | 8,0 | 7,6 | 5,5 | 4,6 | 5,2 | 0,9 | 0,2 | 14,5% |
| PC1 | 11.050 | 38,5% | -0,4% | 33,5% | 7,0 | 5,1 | 5,1 | 3,8 | 5,6 | 0,6 | 0,7 | 13,4% |
| NT2 | 16.450 | -1,7% | 22,9% | 2,1% | 6,9 | 7,0 | 5,7 | 5,6 | 3,5 | 1,1 | 0,3 | 16,3% |
| PPC | 20.700 | 1,0% | 4,4% | 0,4% | 6,8 | 6,7 | 6,4 | 6,4 | 5,7 | 1,1 | (0,3) | 16,8% |
| REE | 28.200 | 3,9% | 22,9% | 8,2% | 5,5 | 5,3 | 4,3 | 4,0 | 7,9 | 0,8 | 0,2 | 14,2% |
| GEX | 14.050 | 35,5% | 33,7% | 14,7% | 11,4 | 8,2 | 6,2 | 5,4 | 5,6 | 1,1 | 0,9 | 9,6% |

Nguồn: VCSC. Ghi chú: Tăng trưởng lợi nhuận và P/E dựa theo lợi nhuận cốt lõi. (*) Công ty nước

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, các tác giả, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

| Các khuyến nghị | Định nghĩa |
|----------------------|--|
| MUA | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20% |
| KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20% |
| PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10% |
| KÉM KHẢ QUAN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20% |
| BÁN | Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20% |
| KHÔNG ĐÁNH GIÁ | Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó. |
| KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN | Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này. |

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh & Hà Nội

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Tường Huy, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.