

Chuỗi webinar_Sóng ngành cùng VCSC

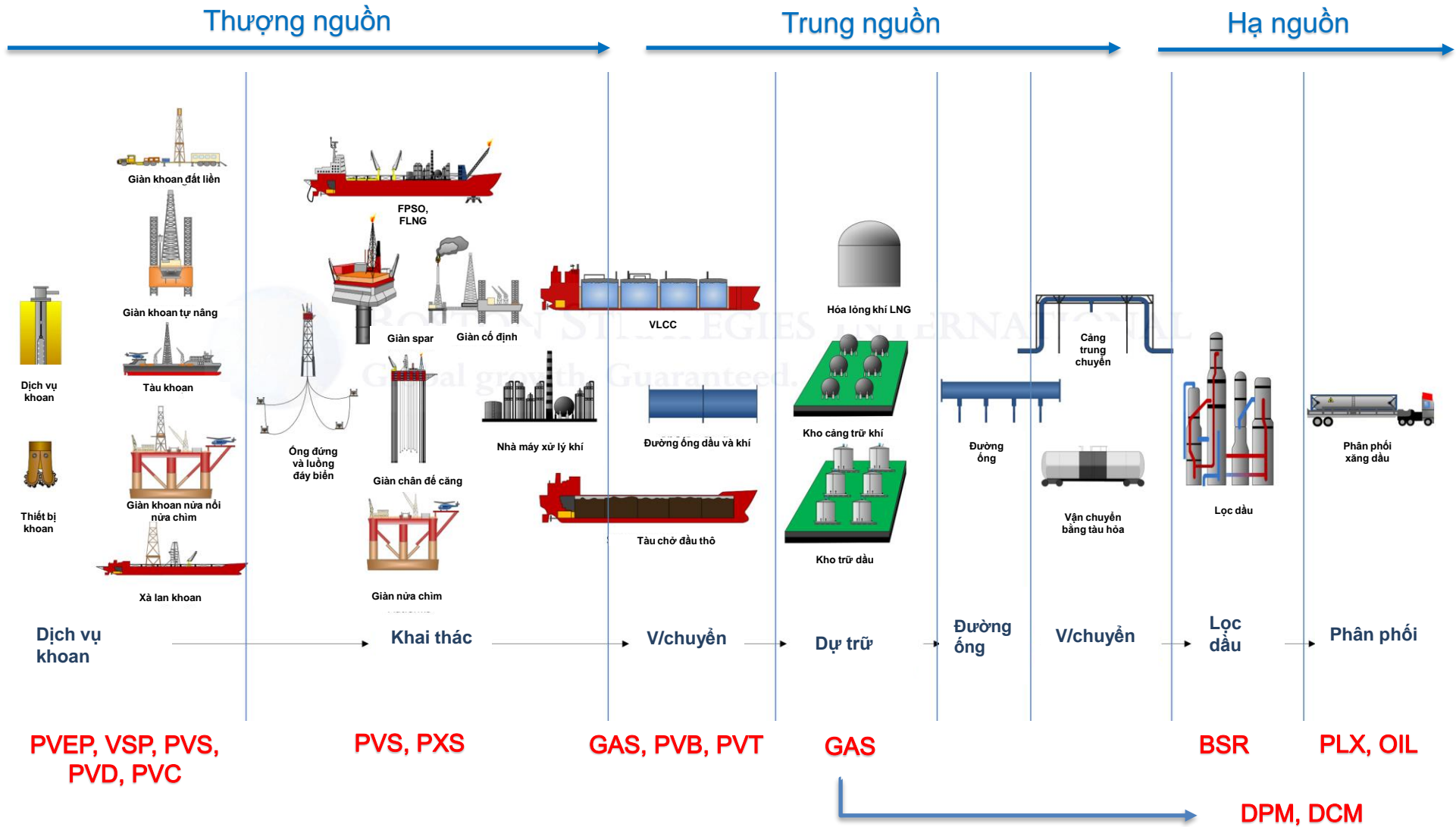
Ngành dầu khí

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng cao cấp
Nghiên Cứu & Phân Tích

Ngô Thùy Trâm
Trưởng phòng
Nghiên Cứu & Phân Tích

Tháng 10/2022

Chuỗi giá trị ngành dầu khí



Nguồn: VCSC

Ngành dầu khí: Tổng hợp định giá

Các số liệu chính

Mã	Khuyến nghị	GTVH (triệu USD)	Cổ phần nhà nước	Room KN %	Room KN còn trống (triệu USD)	GTGD trung bình 30n (triệu USD)	Giá cổ phiếu (VND)	Giá mục tiêu (VND)	Ngày cập nhật giá mục tiêu	TL tăng %	Lợi suất cổ tức	Tổng mức sinh lời 12T
Dịch vụ kỹ thuật dầu khí												
PVS	KQ	461,6	51,4%	49,0%	184,8	10,1	22.500	31.100	29/08/2022	38,2%	4,4%	42,7%
PVD	PHTT	454,7	50,5%	49,0%	184,8	11,4	18.800	21.000	31/08/2022	11,7%	0,0%	11,7%
Vận chuyển, phân phối và nhập khẩu khí												
GAS	MUA	8.735,8	96,0%	49,0%	169,4	2,1	105.000	141.900	05/08/2022	35,1%	2,9%	38,0%
Lọc hóa dầu, vận tải và phân phối xăng dầu												
BSR	MUA	2.736,5	92,0%	49,0%	191,8	7,8	20.300	32.100	11/08/2022	58,1%	4,9%	63,1%
PVT	MUA	268,8	51,0%	49,0%	95,3	2,4	19.100	26.000	25/08/2022	36,1%	5,2%	41,4%
PLX	MUA	1.897,7	75,9%	20,0%	52,0	2,0	34.350	50.200	22/08/2022	46,1%	3,5%	49,6%
Sản xuất phân bón												
DCM	MUA	742,6	75,6%	49,0%	295,6	11,1	32.250	39.200	24/08/2022	21,6%	5,6%	27,1%
DPM	MUA	766,6	59,6%	100,0%	644,5	8,0	45.050	57.000	24/08/2022	26,5%	11,1%	37,6%

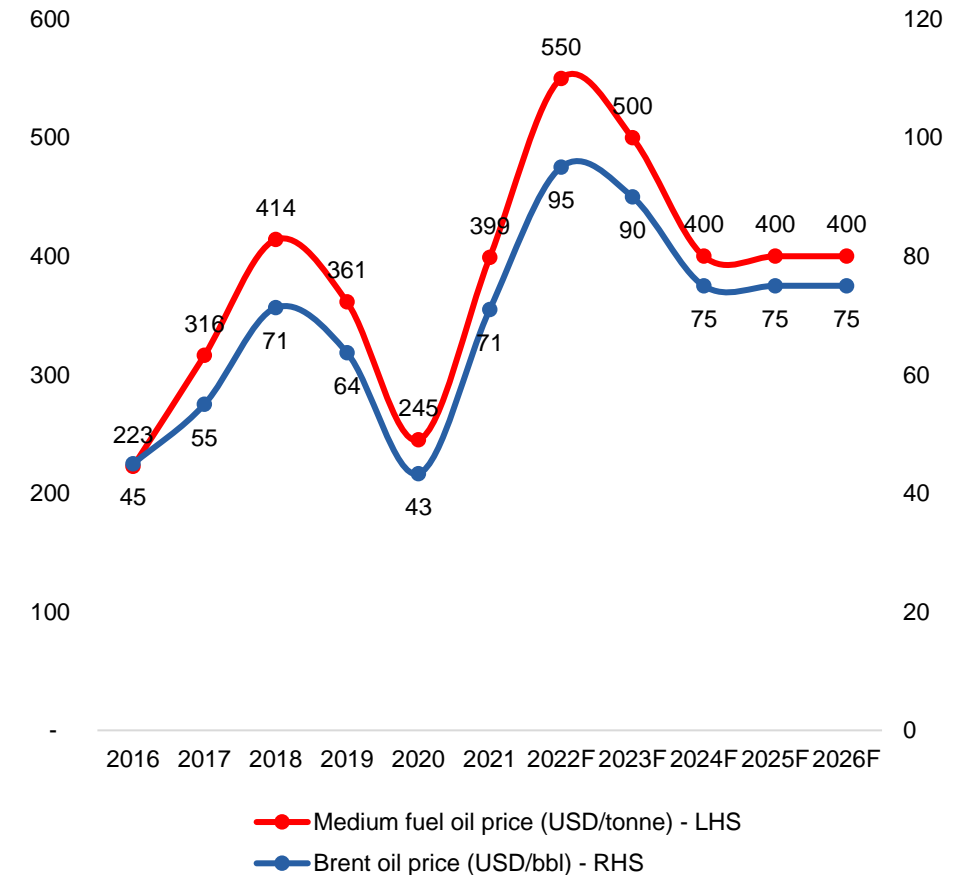
Nguồn: Bloomberg, VCSC. Ghi chú: dữ liệu tính đến ngày 29/09/2022

Chúng tôi giả định giá dầu Brent trung bình đạt 95 USD/thùng trong năm 2022, tiếp theo đạt 90 USD/thùng trong năm 2023 và 75 USD/thùng trong năm 2023 và 75 USD/thùng trong giai đoạn 2024-2026

Diễn biến giá dầu Brent (USD/thùng)



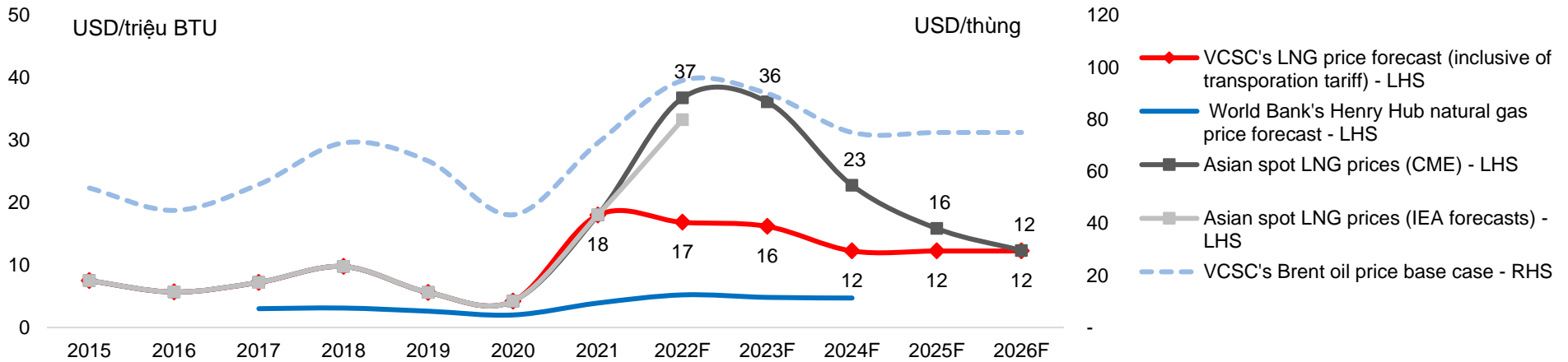
Các giả định dầu Brent và dầu nhiên liệu của VCSC



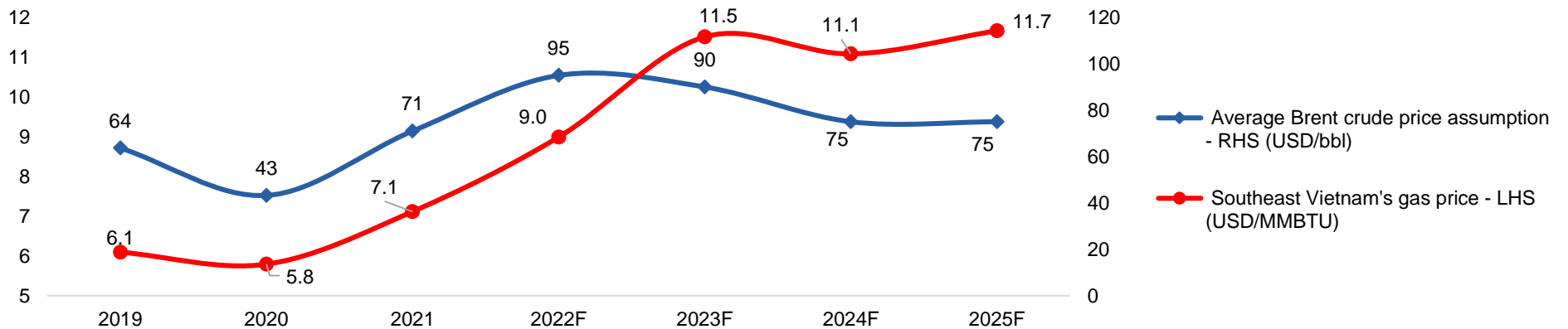
Nguồn: Bloomberg, VCSC ước tính

Chúng tôi dự báo giá khí của Việt Nam sẽ tăng do giá dầu cao và nhập khẩu LNG từ năm 2023

Dự báo giá dầu Brent của VCSC và giá LNG trên thế giới



Dự báo giá khí khu vực đông nam bộ của Việt Nam



Nguồn: Bloomberg, ước tính của VCSC. Lưu ý: Dầu nhiên liệu trung bình (MFO) là giá trung bình của giá HSO 380 cst và HSO 180 cst; Dự báo giá LNG của VCSC được tính toán dựa trên 13% giá dầu Brent, bao gồm cước phí vận chuyển và chênh lệch 2 USD/triệu BTU, theo thông tin từ các chuyên gia trong ngành.

Chiến lược đầu tư

1. Giá dầu dài hạn ở mức USD75/thùng sẽ hỗ trợ sự phát triển của các dự án khí mới trong nước
2. Hưởng lợi từ sự chuyển đổi cơ cấu của ngành sang nhập khẩu khí hóa lỏng (LNG)
3. Nhu cầu xăng dầu hồi phục thúc đẩy sản lượng tiêu thụ và biên xăng dầu
4. Các nhà sản xuất phân bón với tiềm lực tài chính mạnh và cổ tức hấp dẫn, trong khi giá khí quốc tế cao giúp giá urê duy trì ở mức cao



1. Giá dầu dài hạn ở mức USD75/thùng sẽ hỗ trợ sự phát triển của các dự án khí mới trong nước

Trữ lượng dầu và khí của Việt Nam so với các nước khác trong khu vực

Trung Quốc:

- Dầu: 26,0
- Khí: 8.400

Ấn Độ:

- Dầu: 4,5
- Khí: 1.300

Thái Lan:

- Dầu: 0,3
- Khí: 100

Úc:

- Dầu: 2,4
- Khí: 2.400

Đơn vị:

Trữ lượng dầu: tỷ thùng dầu
Trữ lượng khí: tỷ mét khối khí

Việt Nam:

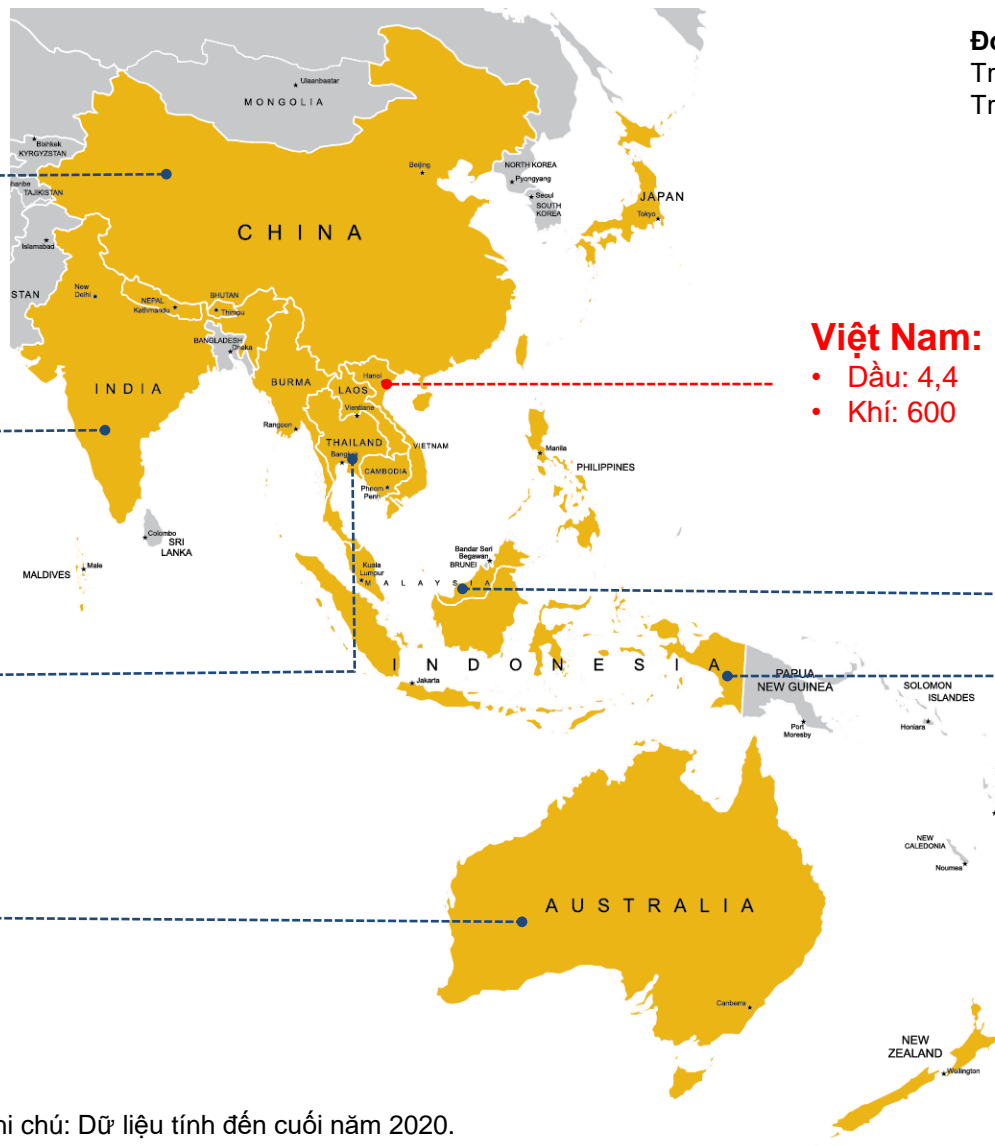
- Dầu: 4,4
- Khí: 600

Malaysia:

- Dầu: 2,7
- Khí: 900

Indonesia:

- Dầu: 2,4
- Khí: 1,300



Nguồn: BP Statistics, VCSC. Ghi chú: Dữ liệu tính đến cuối năm 2020.

Triển vọng sản lượng khai thác dầu và khí tại Việt Nam

- Theo kế hoạch của Chính phủ, **sản lượng khai thác dầu của Việt Nam sẽ giảm** từ 10-12 triệu tấn/năm trong giai đoạn 2016-2020 xuống ~9 triệu tấn/năm trong 2022-2025 do sản lượng các mỏ cũ suy giảm và chậm đầu tư vào các dự án mỏ dầu mới
- Triển vọng sản lượng khí lại rất khả quan.** Trong giai đoạn 2022-2026, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khai thác khí ở mức 8-8.5 tỷ m³ khí/năm trước khi tăng lên 10 tỷ m³ khí/năm vào năm 2027 nhờ vào sản lượng khí từ mỏ khí Lô B và Cá Voi Xanh.

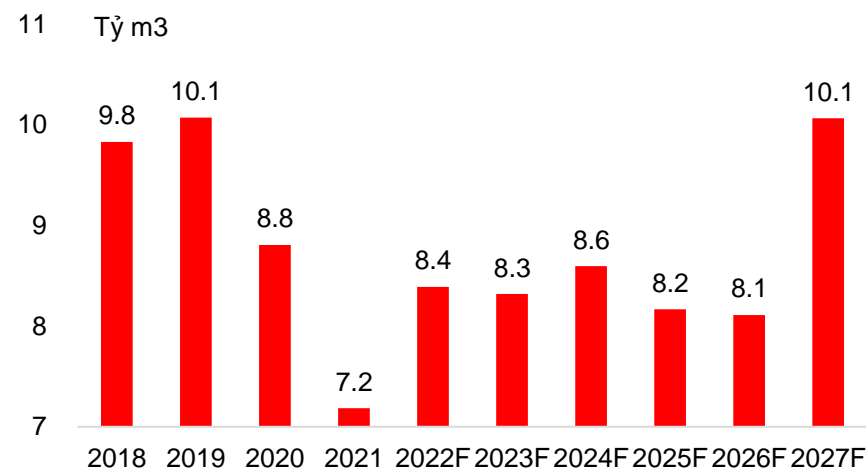
Sản lượng dầu thô của Việt Nam

triệu tấn (*)	2021-2025G (**)
Tổng sản lượng dầu thô trong kỳ	30-60
Sản lượng dầu thô hàng năm	6-12

Ghi chú: (*) 1 tấn dầu thô tương đương 7,33 thùng dầu (**) Mục tiêu sơ bộ của Chính phủ trong dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia

Nguồn: Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia 2021-2030 của Bộ Công Thương.

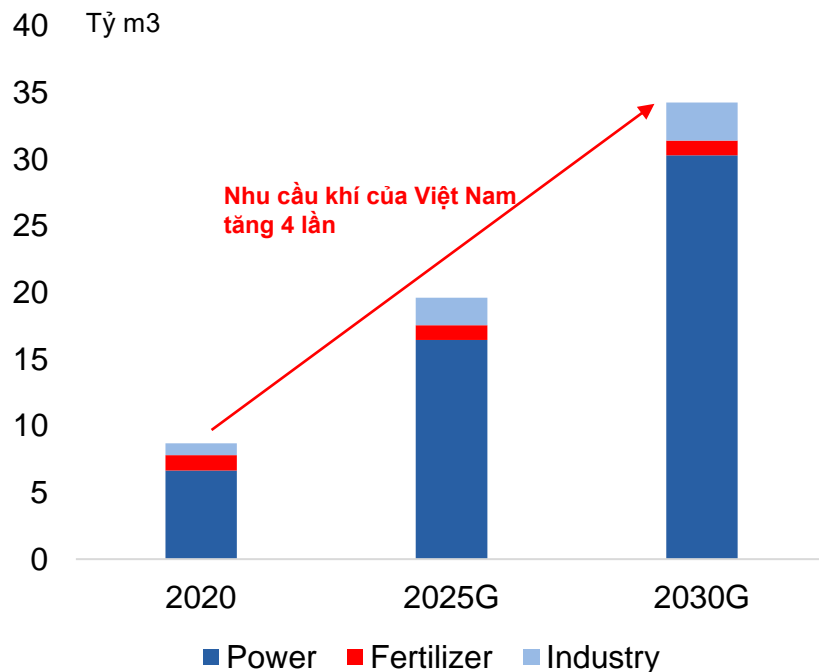
Triển vọng sản lượng khí của Việt Nam



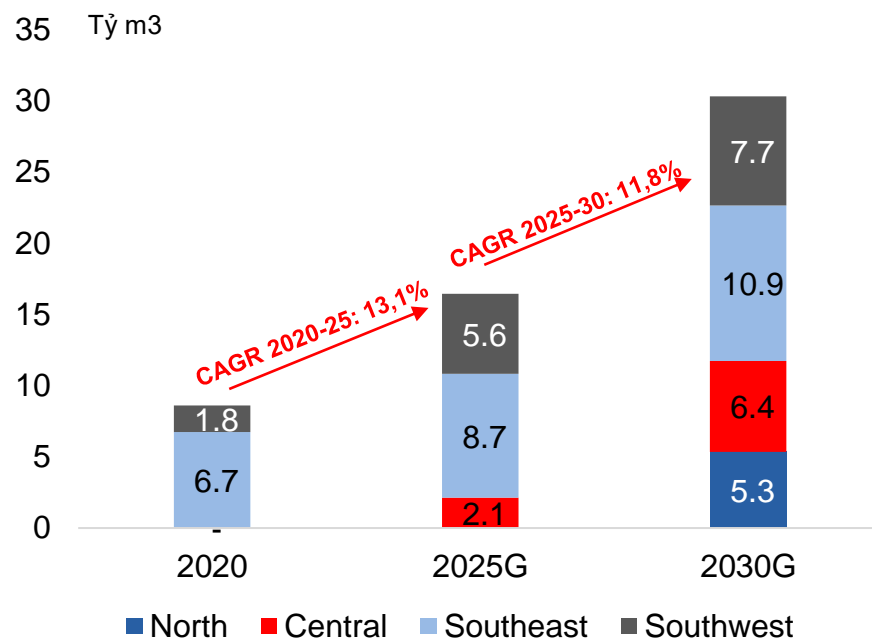
Nguồn: Dự báo của VCSC

Nhu cầu khí đốt trong tương lai của Việt Nam sẽ được thúc đẩy bởi nhu cầu mạnh mẽ từ các nhà máy điện

Nhu cầu khí đốt của Việt Nam theo ngành



Nhu cầu khí đốt của Việt Nam từ các nhà máy điện, theo khu vực



Nguồn: GAS, Dự thảo Kế hoạch Phát triển Năng lượng Quốc gia 2021-2030, VCSC

Giá dầu & giá khí LNG cao thuận lợi cho việc phát triển các dự án khí trong nước

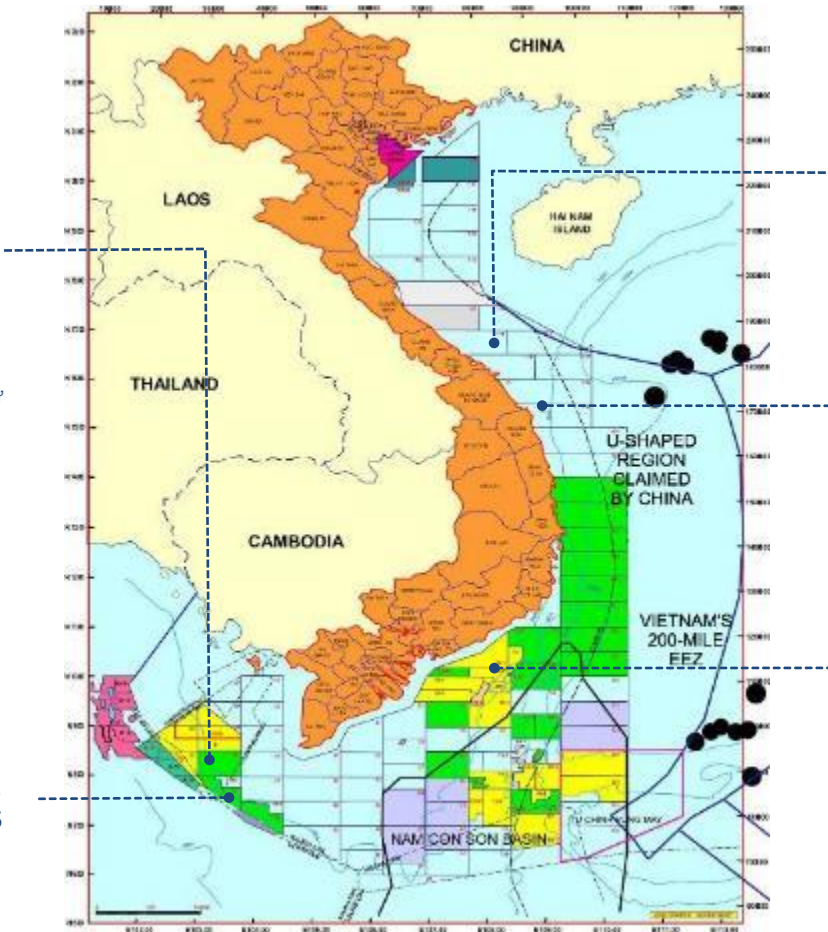
- Chính phủ đang xây dựng Luật dầu khí mới của Việt Nam nhằm khuyến khích đầu tư vào các dự án mới.
- Tại ĐHCĐ của GAS diễn ra vào tháng 4/2022, Tổng Giám đốc PVN cho biết ông kỳ vọng Lô B sẽ có quyết định đầu tư chính thức vào năm 2022. Chúng tôi kỳ vọng cả 2 dự án Lô B và Cá Voi Xanh sẽ bắt đầu triển khai vào năm 2023/24 và đón dòng khí đầu tiên vào năm 2027.
- Giả định giá dầu dài hạn của chúng tôi là 75 USD/thùng và triển vọng giá LNG nhập khẩu cao hơn sẽ thuận lợi cho việc phát triển các dự án khí tại Việt Nam. Chúng tôi ước tính tổng vốn đầu tư khoảng 12 tỷ USD cho việc xây dựng cơ sở hạ tầng ngoài khơi của các dự án khí trong nước tại Việt Nam.
- GAS, PVS và PVD được hưởng lợi từ các dự án khí mới

Lô B:

- NĐT: PVN
- Trữ lượng khí: 170 tỷ m³
- Vốn: 10 tỷ USD **
- Dòng khí đầu tiên: 2027
- Bắt đầu EPC: 2023/2024
- Các diễn biến mới:
 1. Chính phủ đã ban hành Nghị định 114/2021/NĐ-CP mở đường cho nhà máy điện Ô Môn III nhận vốn ODA.
 2. Đơn vị vận hành dự án dự kiến kết thúc đấu thầu EPC đường ống trên đất liền vào tháng 6/2022 và bắt đầu triển khai vào tháng 11/2022, kết thúc đấu thầu EPC đường ống ngoài khơi vào tháng 7/2022 và bắt đầu triển khai vào tháng 1/2023.

Nam Du – U Minh:

- NĐT: Jadestone
- Trữ lượng khí: 21 tỷ m³
- Dòng khí đầu tiên: 2025
- Bắt đầu EPC: 2023



Kèn Bàu:

- NĐT: Eni Vietnam B.V.
- Trữ lượng khí: 200-250 tỷ m³
- Vốn: 5 tỷ USD*

Cá Voi Xanh:

- NĐT: ExxonMobil
- Trữ lượng khí: 150 tỷ m³
- Vốn: 10 tỷ USD **
- Dòng khí đầu tiên: 2027
- Bắt đầu EPC: 2023

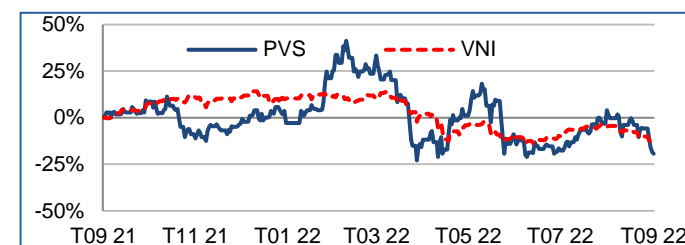
Sự Tử Trắng giai đoạn 2B:

- NĐT: PVEP
- Trữ lượng khí: 24 tỷ m³
- Vốn: 2 tỷ USD
- Dòng khí đầu tiên: 2024-2025
- Bắt đầu EPC: 2023

PVS – Chi phí tăng ảnh hưởng biên lợi nhuận mảng Cơ khí dầu khí

Khuyến nghị*:	KHẢ QUAN		2021	2022F	2023F	2024F
Giá CP (29/09):	22.500 VND	TT DT	-28,3%	12,9%	41,1%	27,8%
Giá mục tiêu*:	31.100 VND	TT EPS**	-17,7%	-12,1%	52,0%	44,8%
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 29/08/2022		TT EPS***	-7,2%	12,1%	52,0%	44,8%
		LNST (tỷ VND)***	602	675	1.026	1.486
TL tăng:	+38,2%	EV/EBITDA	8,5x	4,4x	2,8x	1,5x
LS cổ tức:	4,4%	P/E**	15,9x	18,1x	11,9x	8,2x
TSR:	+42,7%	P/E***	20,3x	18,1x	11,9x	8,2x

Ngành:	Dầu khí		PVS	Peers	VNI
GT vốn hóa:	461,6tr USD	P/E (trượt)**	18,8x	15,6x	12,3x
Room NN:	184,8tr USD	P/B (hiện tại)	0,9x	0,8x	1,9x
ADTV30D:	10,1tr USD	Nợ/Vốn CSH	-75,3%	11,0%	N/A
CP Nhà nước:	51,4%	ROE	4,5%	2,8%	15,4%
CP lưu hành:	478,0 tr	ROA	2,1%	0,4%	2,5%
Pha loãng:	478,0 tr	**cốt lõi, ***báo cáo			



Tổng quan công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp tất cả các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (trừ dịch vụ khoan). PVS chiếm thị phần áp đảo ở mảng dịch vụ, như mảng Tàu kỹ thuật dầu khí (97%), cơ khí dầu khí, dịch vụ căn cứ cảng (100%), và dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO, 60%). PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 18 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 FPSO.

Doanh thu chưa thực hiện (backlog) của mảng Cơ khí Dầu khí (M&C) cuối năm 2022 đạt 3,2 tỷ USD đảm bảo cho chu kỳ phục hồi của PVS. Backlog mảng M&C chủ yếu bao gồm các dự án khí lớn như Lô B và Cá Voi Xanh và dự án quy mô trung bình như Gallaf, Sư Tử Trắng giai đoạn 2 và cảng LNG Thị Vải. Mỏ khí Lô B là một trong những mỏ khí lớn nhất Việt Nam và có thể mang lại cho PVS một khối lượng công việc khổng lồ nếu được triển khai. Tổng Giám đốc của PVN kỳ vọng Lô B sẽ nhận được quyết định đầu tư trong năm 2022, trong khi triển vọng giá khí LNG nhập khẩu cao khiến cho dự án này khả thi hơn.

PVS có tiềm năng rất lớn từ các dự án cảng LNG. PVS đang xây dựng cảng LNG Thị Vải - giai đoạn 1. PVS hiện cũng đang tìm kiếm cơ hội việc làm cho các dự án cảng LNG Thị Vải - giai đoạn 2, cảng LNG Sơn Mỹ và Cà Mau.

PVS cũng có tiềm năng dài hạn từ các dự án điện gió ngoài khơi. PVS lên kế hoạch mở rộng kinh doanh vào mảng điện gió ngoài khơi với vai trò là nhà đầu tư và nhà thầu M&C. Mặc dù chúng tôi chưa đưa tiềm năng từ đầu tư điện gió vào mô hình định giá, chúng tôi đã ghi nhận tiềm năng từ khối lượng công việc M&C cho các dự án điện gió trong dài hạn nhờ vào lợi thế của PVS về hạ tầng (nhân công, tàu và cảng) và năng lực tài chính.

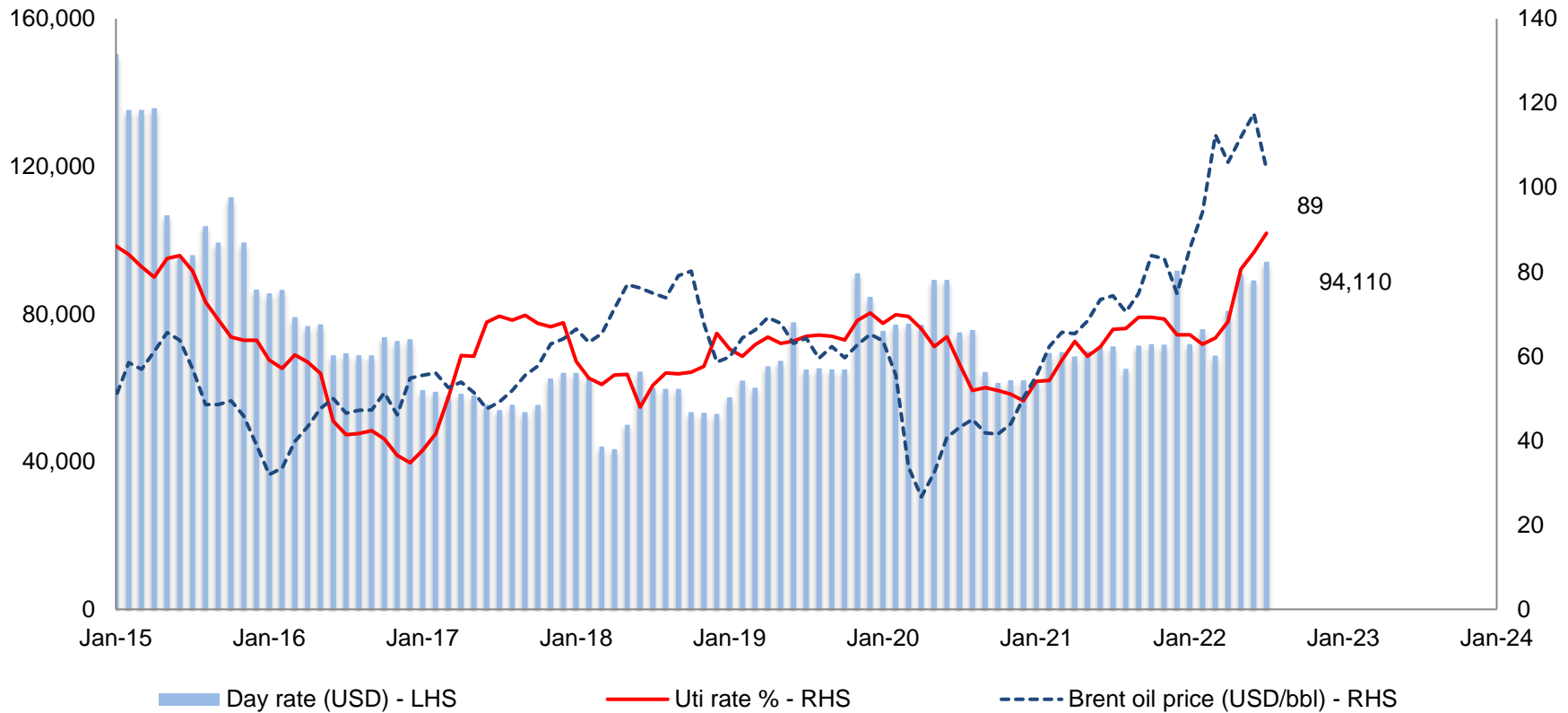
Mảng FSO/FPSO mang lại dòng tiền/lợi nhuận ổn định. PVS có 6 FSO/FPSO với hợp đồng dài hạn và giá thuê ngày ổn định tạo ra dòng tiền. Chúng tôi kỳ vọng đóng góp lợi nhuận ròng hàng năm đạt khoảng 350 tỷ đồng từ mảng này trong giai đoạn 2022-2026.

Năng lực tài chính mạnh. PVS vượt trội hơn so với các công ty cùng ngành về chỉ số ROE và lợi nhuận ròng. PVS có năng lực tài chính mạnh với 9 nghìn tỷ đồng tiền mặt vào cuối quý 2/2022, dễ dàng hỗ trợ mở rộng công suất và trả cổ tức tiền mặt giai đoạn 2022-2026 là 1.000 đồng/CP.

Yếu tố hỗ trợ: Dự án Lô B khởi công nhanh hơn dự kiến; Chốt giá thuê ngày dài hạn cho FPSO Ruby II và Lam Sơn. **Rủi ro:** Khối lượng công việc M&C thấp hơn dự kiến trong năm 2023

Giá thuê giàn và hiệu suất hoạt động giàn khoan của khu vực Đông Nam Á

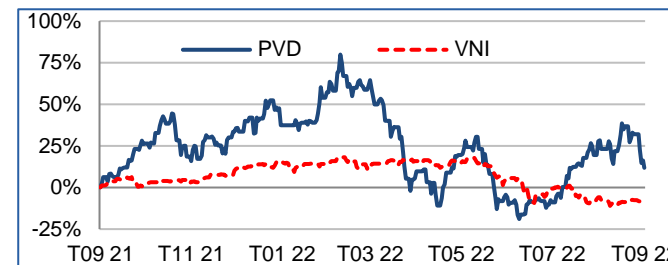
Giá thuê giàn và hiệu suất hoạt động giàn khoan trong khu vực Đông Nam Á



Nguồn: Dữ liệu từ IHS Petrodata loại giàn khoan tự nâng 361-400 IC, VCSC.

PVD – Kỳ vọng giá thuê ngày cao hơn trong năm 2023

Khuyến nghị*:	PHTT		<u>2021</u>	<u>2022F</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>
Giá CP (29/09):	18.800 VND	TT DT	-22,7%	31,0%	36,5%	20,1%
Giá mục tiêu*:	21.000 VND	LNST-CĐT\$ (tr USD)**	1,8	3,9	23,2	41,1
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 31/08/2022		LNST-CĐT\$ (tr USD)***	0,8	3,5	23,2	41,1
		TT EPS***	-50,9%	123,3%	490,8%	76,8%
TL tăng:	+11,7%	EV/EBITDA	23,6x	13,0x	7,2x	4,8x
LS cổ tức:	0,0%	P/E**	295,6x	132,4x	22,4x	12,7x
TSR:	+11,7%	P/E***	617,7x	147,3x	22,4x	12,7x



Ngành:	Dầu khí		<u>PVD</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	454,7tr USD	P/E (trượt)	N.M.	N.M.	12,3x
Room NN:	184,8tr USD	P/B (hiện tại)	17,5x	45,4x	N/A
ADTV30D:	11,4tr USD	Nợ/Vốn CSH	12,0%	25,5%	N/A
CP Nhà nước:	50,5%	ROE	0,0%	-3,4%	15,4%
CP lưu hành:	556,3 tr	ROA	0,0%	-2,4%	2,5%
Pha loãng:	556,3 tr	**cốt lõi, ***báo cáo			

Tổng quan về công ty

PVD là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty hàng đầu Việt Nam về cung cấp các dịch vụ khoan dầu khí. PVD có thị phần lớn trong tất cả các mảng kinh doanh chính như 64% trong mảng dịch vụ khoan và 55%-100% dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Đội tàu của PVD bao gồm 4 giàn tự nâng, 1 giàn tiếp trợ khoan và 1 giàn khoan trên đất liền.

PVD sở hữu đội khoan dầu trẻ và hiện đại, đạt tiêu chuẩn quốc tế. Tính trung bình, các giàn khoan tự nâng (JU) của PVD có tuổi thọ 11 năm (so với tuổi thọ trung bình của giàn JU khoảng 30-35 năm), trong khi giàn TAD của công ty chỉ mới 9 năm tuổi. Các giàn khoan hiện đang hoạt động với hiệu suất hoạt động cao 80%-90%, có hệ số hiệu quả cao là 97% và cạnh tranh trực tiếp với các công ty khoan dầu của Mỹ như Transocean và Seadrill

Chúng tôi tin rằng PVD có triển vọng tích cực hơn từ năm 2023. Chúng tôi kỳ vọng sự phục hồi mạnh mẽ vào năm 2023 với LNST sau lợi ích CĐT\$ cốt lõi tăng 6,6 lần YoY do giá thuê ngày của giàn JU tăng 15% YoY và đội giàn khoan hoạt động gần 100% công suất.

Giàn TAD đóng góp vào dòng tiền từ năm 2022. Giàn TAD đã bắt đầu thực hiện hợp đồng khoan kéo dài 10 năm cho Shell tại Brunei vào đầu năm 2022, và bắt đầu đóng góp dòng tiền sau 5 năm không hoạt động. Chúng tôi dự báo giàn TAD sẽ đóng góp trung bình ~15% EBITDA của PVD trong giai đoạn 2022-2026.

Năng lực tài chính mạnh. Tính đến cuối quý 2/2022, PVD có số dư tiền mặt là 98 triệu USD và tỷ lệ đòn bẩy ròng đạt 12,0%. Chúng tôi dự phóng PVD sẽ trở thành công ty có tiền mặt ròng từ năm 2023 (tỷ lệ đòn bẩy ròng là -1,4%).

Định giá của PVD đang ở mức hợp lý với P/E dự phóng năm 2023 là 22,4 lần và P/B quý gần nhất là 0,8 lần, với ROE dự kiến dưới 10% trong 3 năm tới. Ngoài ra, P/B của PVD cao gấp đôi con số của các công ty cùng ngành trong khu vực là 0,4 lần.

Yếu tố hỗ trợ: Thị trường khoan dầu Đông Nam Á phục hồi nhanh hơn dự kiến.

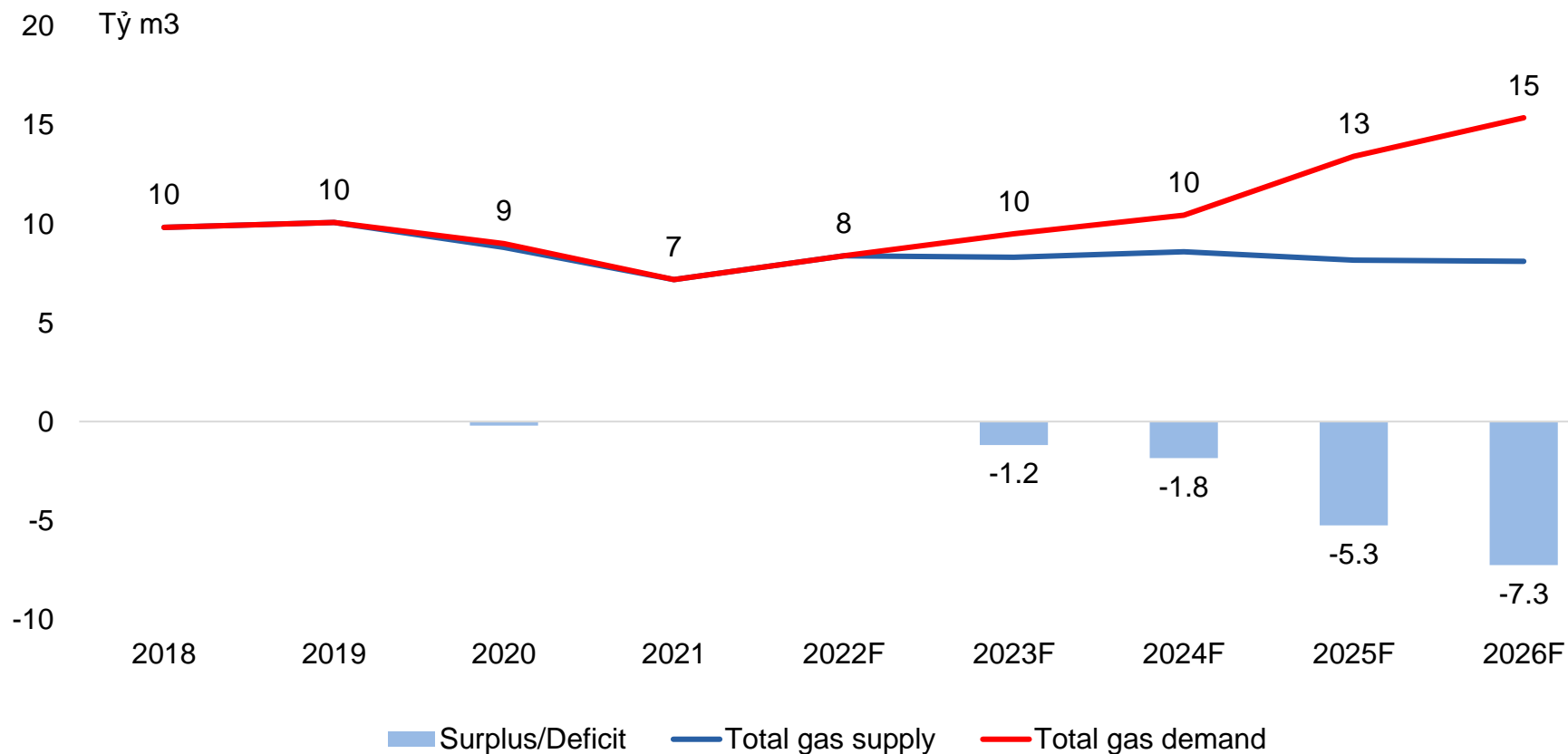
Rủi ro: Chi phí vận hành cao hơn khi các giàn khoan hoạt động trên thị trường quốc tế.



2. Hưởng lợi từ sự chuyển đổi cơ cấu của ngành sang nhập khẩu khí tự nhiên hóa lỏng (LNG)

Triển vọng thiếu khí tự nhiên tại Việt Nam

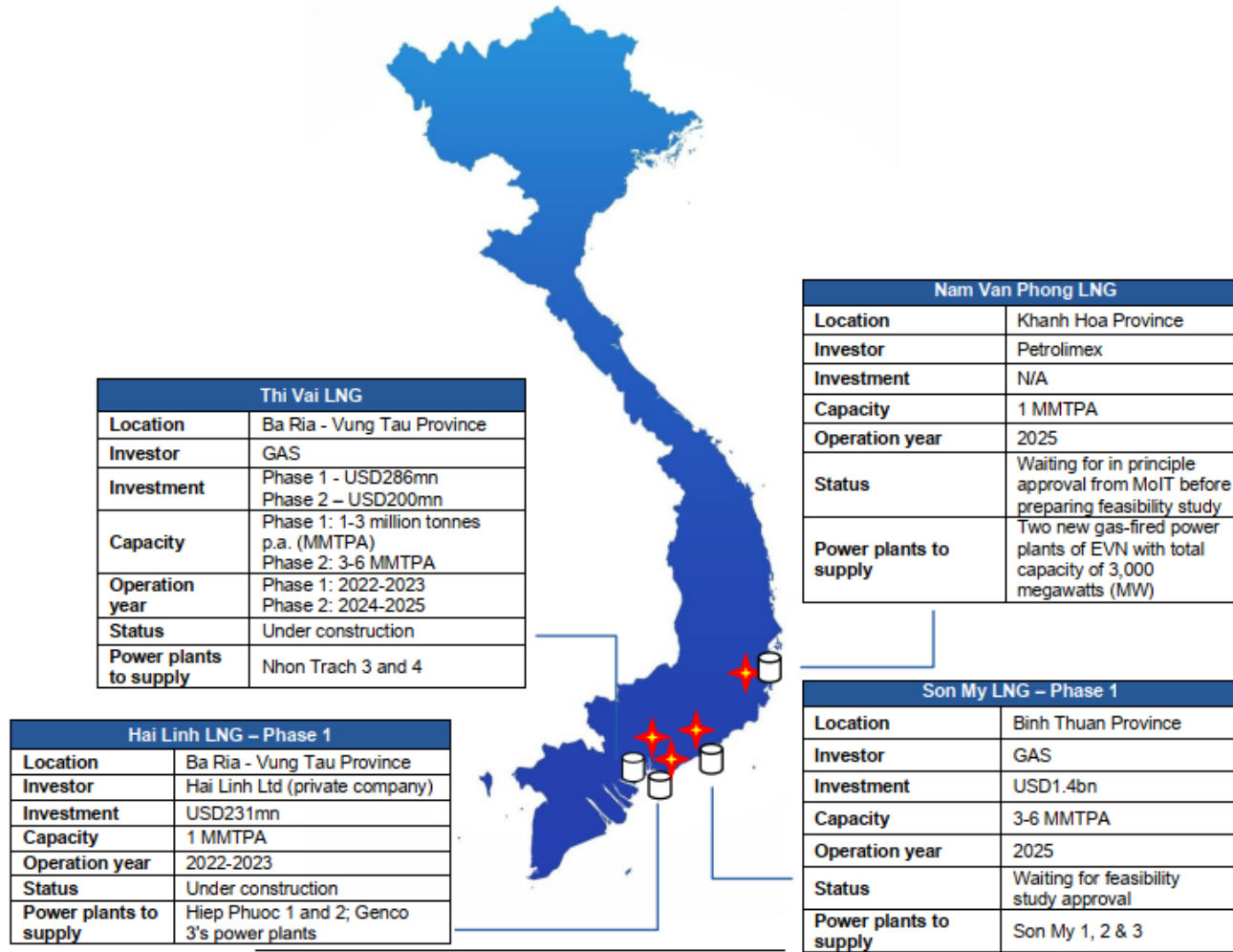
Triển vọng thiếu khí tự nhiên tại Việt Nam (VCSC ước tính)



Nguồn: GAS, VCSC ước tính.

GAS đặt mục tiêu hoàn thành xây dựng dự án LNG Thị Vải vào cuối năm 2022; PLX vẫn đang chờ dự án LNG được phê duyệt

Các dự án LNG tại Việt Nam trong tương lai gần



Nguồn: VCSC, GAS, PLX

Các dự án LNG trong quy hoạch

Các dự án LNG trong quy hoạch tổng thể ngành khí (tháng 1/2017) và những dự án gần đây đã được phê duyệt để đưa vào quy hoạch tổng thể

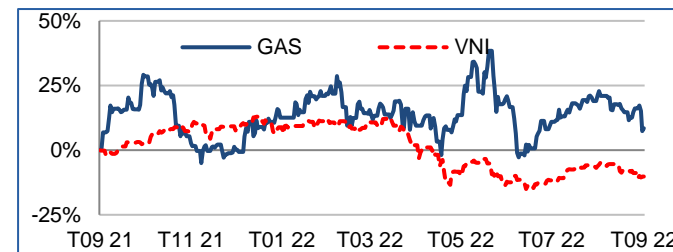
Khu vực	Tên dự án	Công suất theo kế hoạch (triệu tấn/năm)	Vốn XDCB (trUSD) (*)	Thời gian thực hiện	NĐT tiềm năng
Đông Nam	LNG Hải Linh	1 đến 3	234	2020-2021	Công ty tư nhân Hải Linh
	LNG Thị Vải	1 đến 3	286	2020-2022	GAS & Đối tác nước ngoài
	Sơn Mỹ 1, 2, 3	1 đến 6	1,400	2023-2035	GAS & Đối tác nước ngoài
	LNG Long Sơn	3.5-6.5	1,000	2024-2026	EVN GENCO3 & Đối tác nước ngoài
Tây Nam	LNG Long An	1 đến 3	N/A	2024-2025	VinaCapital GS Energy Pte.Ltd
	LNG Tiền Giang	4 đến 6	N/A	2022-2025	EVN
	LNG Cà Mau 1, 2, 3	1 đến 3	N/A	2022-2025	PVN/Công ty nước ngoài (có thể là POW)
	LNG Bạc Liêu	2	1,000	2022-2025	Delta Offshore Energy
Miền Trung	LNG Khánh Hòa	3	N/A	2030-2035	
Miền Bắc	FSRU Thái Bình	0.2 đến 0.5	N/A	2026-2030	
	LNG Hải Phòng	1 đến 3	N/A	2030-2035	
Tổng cộng		18 đến 38	ít nhất 4,000		

Các dự án LNG được đề xuất đưa vào quy hoạch tổng thể

Khu vực	Tên dự án	Công suất theo kế hoạch (triệu tấn/năm)	Vốn XDCB (trUSD) (*)	Thời gian thực hiện	NĐT tiềm năng
Đông Nam	LNG Cái Mép	lên đến 9	1,000-2,000	2024-2030	Gen X Energy and T&T Group
Tây Nam	LNG Phú Quốc	N/A	N/A	N/A	POW
	LNG Nam Vân Phong	1 đến 3	700	2025	PLX
Miền Trung	LNG Kê Gà	1 đến 3	1,800	2021-2030	Energy Capital Vietnam, Kogas (South Korea) and Exceletrate Energy (US)
	LNG Hà Tĩnh	1.5	2,100	N/A	VIC
Miền Bắc	LNG Quảng Ninh	N/A	N/A	N/A	POW
	LNG Hải Phòng	6	5,050	2025-2030	Exxon Mobil
	LNG Cái Tráp (Hải Phòng)	1 đến 3	1,900	2023-2028	VIC

GAS – Giá dầu cao thúc đẩy lợi nhuận 2022-23, câu chuyện tăng trưởng dài hạn từ LNG

Khuyến nghị*:	MUA		2021	2022F	2023F	2024F
Giá CP (29/09):	105.000VND	Tăng trưởng DT	23,1%	16,3%	14,1%	9,3%
Giá mục tiêu*:	141.900VND	TT EPS	11,0%	56,3%	1,7%	6,6%
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 05/08/2022		LNST (nghìn tỷ đồng)	8,7	13,6	13,8	14,7
		Biên LN ròng	11,0%	14,8%	13,1%	12,8%
TL tăng:	+35,1%	EV/EBITDA	15,1x	10,2x	9,7x	8,9x
LS cổ tức:	2,9%	Giá CP/DTHĐ	27,5x	15,9x	12,4x	10,1x
Tổng mức sinh lời:	+38,0%	P/E**	23,6x	15,1x	14,9x	14,0x



Ngành:	Tiện ích		<u>GAS</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	8,7 tỷ USD	P/E (trượt)	15,9x	17,7x	12,3x
Room KN:	169,4tr USD	P/B (hiện tại)	3,4x	2,4x	1,9x
GTGD/ngày (30n):	2,1tr USD	Net D/E	-47,9%	-0,1%	N/A
CP Nhà nước:	96%	ROE	23,3%	19,9%	15,4%
CP lưu hành:	1.914tr	ROA	15,4%	10,8%	2,5%
Pha loãng:	1.914tr				

Tổng quan công ty:

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất ure và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG. Công ty là thành viên của PetroVietnam (PVN).

GAS được hưởng lợi từ giá dầu cao. Vì giá khí của Việt Nam được tính theo giá dầu nhiên liệu (FO), chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ được hưởng lợi từ giá FO tăng mạnh và dự phóng lợi nhuận tăng trưởng 56,3% YoY trong năm 2022.

Chính phủ đặt kế hoạch nhu cầu từ các nhà máy nhiệt điện khí tăng gấp 4 lần trong 10 năm tới, điều này sẽ thúc đẩy sản lượng của GAS. Ngoài ra, chúng tôi cho rằng nguồn cung khí từ các dự án khổng lồ trong nước sẽ không đủ để đáp ứng nhu cầu khí mạnh sắp tới. Chúng tôi ước tính thâm hụt 1,2 tỷ m³ (bcm) khí vào năm 2023, sau đó tăng lên khoảng 7 tỷ m³ vào năm 2026. Do đó, nhập khẩu LNG là cần thiết và GAS sẽ hưởng lợi từ phí lưu kho LNG, phí tái hóa khí và phí vận chuyển. Tiến độ xây dựng cảng LNG Thị Vải giai đoạn 1 (1 MMTPA) hiện đang đi đúng tiến độ để hoạt động thương mại từ năm 2023. Trong khi đó, GAS đang tăng tốc phát triển trạm khí Thị Vải giai đoạn 2 (nâng cấp công suất lên 3 MMTPA) và giai đoạn 3 (6 MMTPA) trong giai đoạn 2024-2025.

Chính phủ đặt kế hoạch tiêu thụ khí từ các khu công nghiệp tăng gấp đôi trong 10 năm tiếp theo do nhu cầu khí tăng mạnh từ các KCN thúc đẩy bởi nhu cầu khí đốt từ các khu công nghiệp mới và xu hướng tiếp tục thay thế khí khô cho than (để hạn chế ô nhiễm) và khí nén tự nhiên (CNG) cho LPG (để giảm chi phí sản xuất).

Lợi nhuận từ mảng vận chuyển khí (do nhập khẩu LNG thúc đẩy) bù đắp cho việc các mỏ khí giá rẻ hết trữ lượng. Chúng tôi dự báo CAGR EPS đạt 23,5% trong giai đoạn 2021-2026. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ mảng vận tải sẽ tăng gấp đôi và đóng góp ~70% vào lợi nhuận ròng của GAS vào năm 2026 so với mức ~40% trong năm 2021.

GAS có năng lực tài chính mạnh mẽ với tiền mặt ròng trị giá 1.2 tỷ USD và tỷ lệ đòn bẩy là -47,9%, vượt trội so với các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Giá dầu Brent/FO/LPG cao hơn dự kiến.

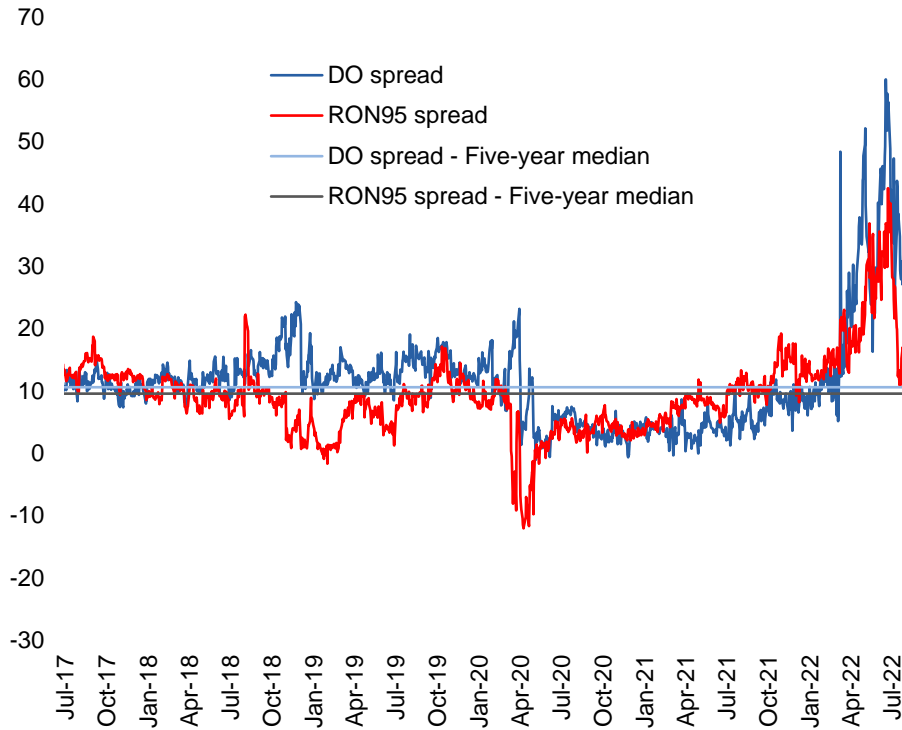
Rủi ro: Giá LNG tăng cao có thể ảnh hưởng đến nhu cầu nhập khẩu LNG vào năm 2023.



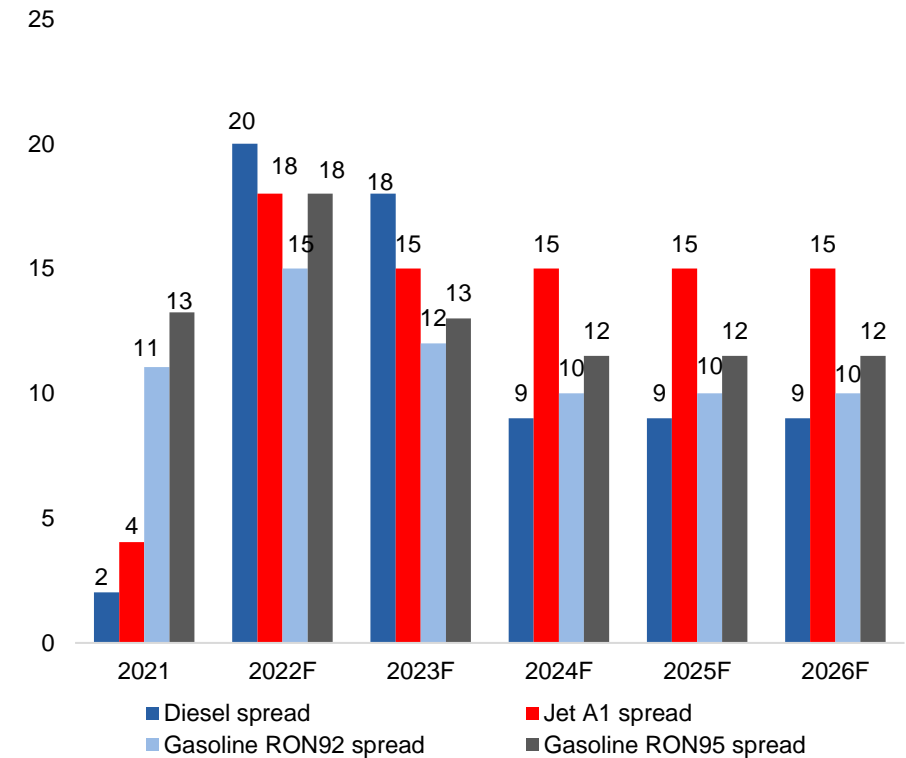
3. Nhu cầu xăng dầu hồi phục thúc đẩy sản lượng và biên xăng dầu

Biên xăng dầu ở mức cao do nguồn cung thắt chặt hơn trong bối cảnh nhu cầu tiếp tục phục hồi

Biên DO của Platts Singapore và biên xăng RON95 (USD/thùng)



Dự báo của VCSC về biên DO và biên xăng (USD/thùng) cho BSR

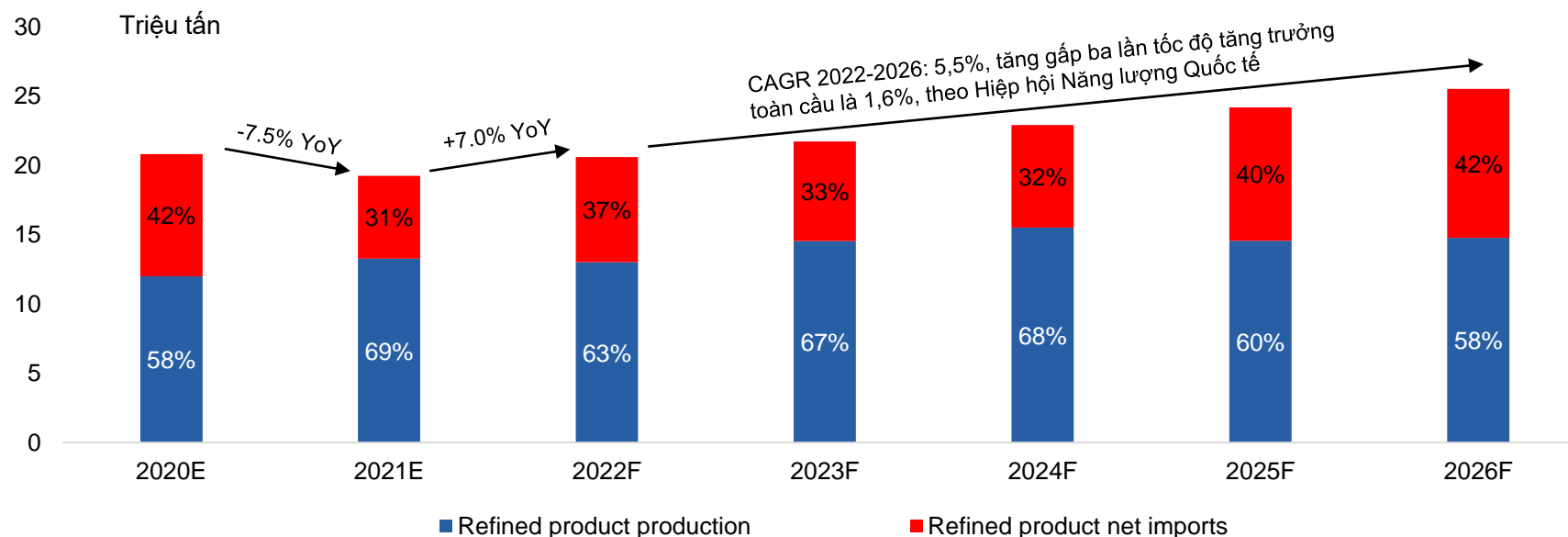


Nguồn: Bloomberg, VCSC

Tiêu thụ xăng dầu phục hồi mạnh sau dịch COVID-19; Bộ Công Thương đang chuẩn bị các kế hoạch dự phòng để đối phó với những bất ổn về nguồn cung của NSR

- Chúng tôi ước tính tiêu thụ xăng dầu tại Việt Nam sẽ tăng trưởng 7,0% YoY vào năm 2022 sau tác động tiêu cực của dịch COVID-19 vào năm 2021. Trong kế hoạch giai đoạn 2021-2025, Chính phủ đặt kế hoạch Việt Nam ghi nhận tăng trưởng tiêu thụ xăng dầu đạt 5,5%/năm trong giai đoạn 2021-2030, gần gấp ba lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu dự kiến là 1,6% (theo dự báo của Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA)).
- Theo Bộ Công Thương, nhà máy lọc dầu Bình Sơn (BSR) và nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR) hiện đang hoạt động 100% công suất. Bộ Công Thương đang lên kế hoạch cho nguồn cung trong nước là 3,9 triệu tấn trong quý 3 (chiếm khoảng 72% nhu cầu) và 4,4 triệu tấn vào quý 4/2022 (khoảng 80% nhu cầu) so với khoảng 60% trong 6 tháng đầu năm 2022.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng trong nước sẽ đáp ứng 60%-65% tổng nhu cầu của Việt Nam trong dài hạn.

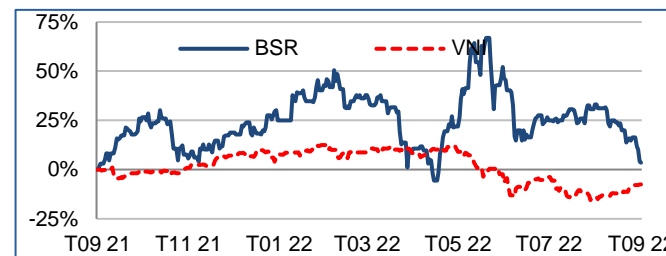
Tiêu thụ xăng dầu của Việt Nam (VCSC ước tính)



Nguồn: Bộ Công Thương, BSR, ước tính của VCSC

BSR – Định giá hấp dẫn khi lợi nhuận đạt mức cao kỷ lục

Khuyến nghị*:	MUA		<u>2021</u>	<u>2022F</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>
Giá CP (29/09):	20.300VND	Tăng trưởng DT	74,4%	46,9%	-17,1%	8,8%
Giá mục tiêu*:	32.100VND	TT LNST sau CĐTS	N.M.	122,0%	-34,1%	-28,1%
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 11/08/2022		LNST (nghìn tỷ đồng)	6,7	14,9	9,8	7,0
		Biên LN ròng	6,4%	10,0%	8,0%	5,3%
TL tăng:	+58,1%	P/E	9,4x	4,2x	6,4x	8,9x
LS cổ tức:	4,9%	P/B	1,7x	1,2x	1,1x	1,0x
Tổng mức sinh lời:	+63,1%	EV/EBITDA	6,5x	2,3x	3,3x	4,3x



Ngành:	Hóa dầu		<u>BSR</u>	<u>Peers**</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	2,74 tỷ USD	P/E (trượt)	4,1x	10,2x	12,3x
Room KN:	191,8tr USD	EV/EBITDA	2,3x	9,8x	N/A
GTGD/ngày (30n):	7,8tr USD	Nợ vay ròng/VCSH	-44,3%	116,1%	N/A
CP Nhà nước:	92%	ROE	31,6%	26,2%	15,4%
CP lưu hành:	3.100tr	ROA	19,3%	7,7%	2,5%
Pha loãng:	3.100tr	** Giá trị trung bình của các công ty cùng ngành (P/E và EV/EBITDA trung bình sáu năm)			

Tổng quan về công ty

Được thành lập năm 2008, CTCP Lọc Hóa dầu Bình Sơn là đơn vị điều hành Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu đầu tiên của Việt Nam. Nhà máy đi vào hoạt động năm 2009, công suất 6,5 triệu tấn/năm và đáp ứng 30% nhu cầu trong nước

Nhà máy lọc dầu trẻ và thị phần thống trị trong khi Việt Nam đang có nhu cầu cao cho các sản phẩm lọc dầu. BSR (14 năm tuổi) là nhà máy lọc dầu đầu tiên tại Việt Nam với 33% thị phần dầu sản phẩm (xăng & dầu diesel) và 15% đối với các sản phẩm hóa dầu. BSR sẽ được hưởng lợi từ mức tăng trưởng mạnh mẽ trong tiêu thụ sản phẩm lọc dầu của Việt Nam ở mức 5,5%/năm trong giai đoạn 2021-2030 (theo kế hoạch của Chính phủ) - gấp 3 lần tỷ lệ tăng trưởng trung bình toàn cầu dự kiến (theo dự báo của IEA). Với 2 nhà máy lọc dầu tại Việt Nam, chúng tôi kỳ vọng sản lượng trong nước chỉ đáp ứng 60-65% tổng nhu cầu xăng dầu của Việt Nam trong dài hạn.

Chúng tôi kỳ vọng biên xăng/dầu diesel dài hạn sẽ trở lại mức trung bình trong giai đoạn 2015-2019. Việc nối lại các hoạt động đi lại, vận tải và công nghiệp sẽ tiếp tục thúc đẩy nhu cầu đối với các sản phẩm xăng dầu trong dài hạn, chúng tôi kỳ vọng giá xăng dầu sẽ tiếp tục tăng nhanh hơn giá dầu thô. Chúng tôi dự báo biên xăng dài hạn sẽ phục hồi lên mức 10-12 USD/thùng - tương đương mức trung bình trong giai đoạn 2015-2019 - và biên dầu diesel ở mức 9 USD/thùng - thấp hơn 25% so với mức trung bình trong giai đoạn 2015-2019.

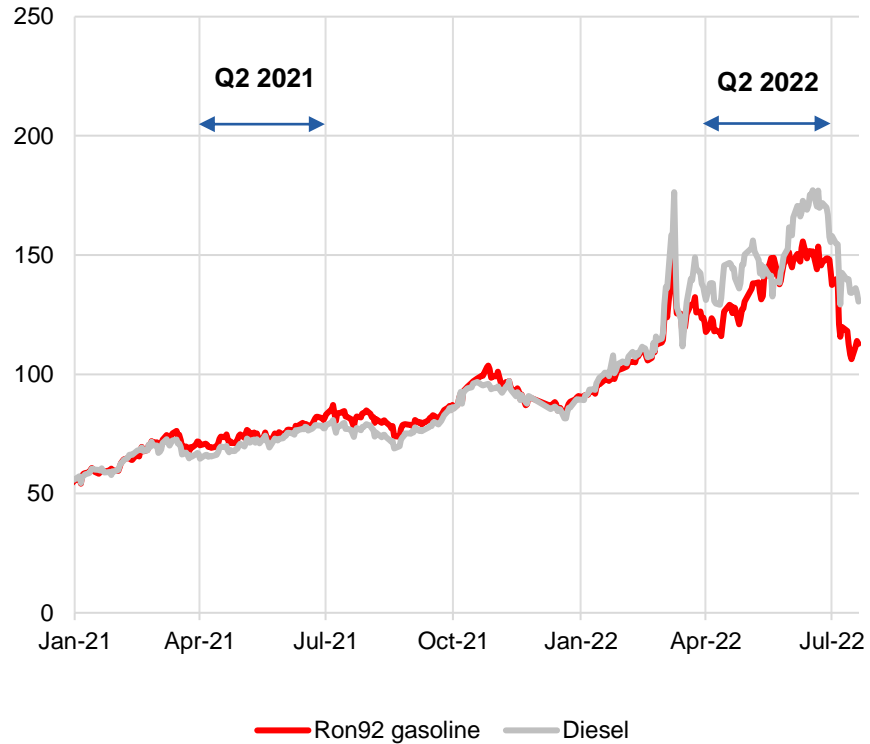
Việc điều chỉnh kế hoạch đầu tư nâng cấp & mở rộng trị giá 1,8 tỷ USD của BSR là một yếu tố tích cực. BSR đang tiến hành nghiên cứu khả thi cho kế hoạch nâng cấp & mở rộng sửa đổi với vốn đầu tư liên quan có khả năng giảm từ 1,8 tỷ USD còn 1,2 tỷ USD. BSR dự kiến sẽ hoàn thành kế hoạch này vào năm 2022 và đặt mục tiêu dự án có thể đi vào hoạt động vào đầu năm 2026.. Kế hoạch chi đầu tư hiệu quả và cập nhật hơn sẽ cho phép BSR đáp ứng các tiêu chuẩn cao hơn (EURO 5) và đa dạng hóa sang mảng hóa dầu có biên lợi nhuận cao.

Yếu tố hỗ trợ: BSR hoàn thành kế hoạch vốn đầu tư thấp hơn cho dự án nâng cấp và mở rộng; chuyển niêm yết sang sàn HOSE.

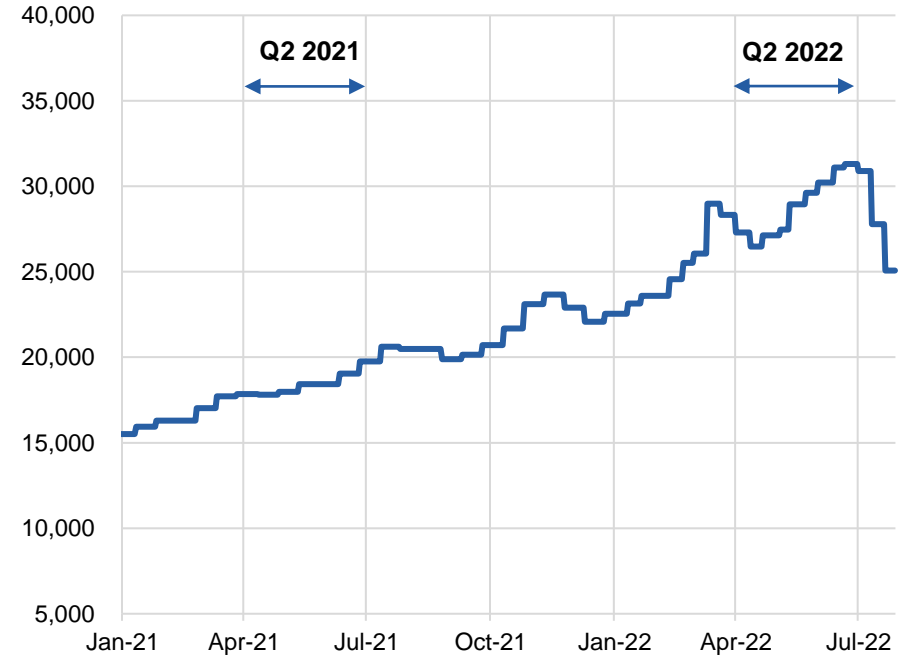
Rủi ro: Giá dầu biến động mạnh dẫn đến sự biến động lớn của biên xăng dầu và dự phòng hàng tồn kho.

Diễn biến giá xăng dầu

Giá xăng dầu Platts Singapore (USD/thùng)



Giá xăng E5 bán lẻ tại Việt Nam (VND/lít)

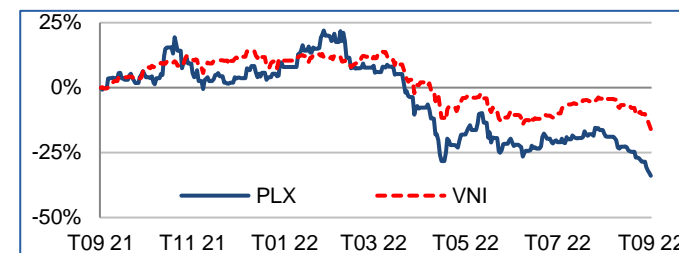


Source: Bộ Công Thương, VCSC

PLX – Nguồn cung trong nước sẽ cải thiện trong năm 2023

Khuyến nghị*:	MUA		<u>2021</u>	<u>2022F</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>
Giá CP (29/09):	34.350 VND	TT DT	36,5%	30,2%	6,4%	0,7%
Giá mục tiêu*:	50.200 VND	TT EPS**	177,7%	-37,2%	97,7%	26,3%
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 22/08/2022		LNST (nghìn tỷ VND)	2,8	1,8	3,6	4,6
		NPM	1,7%	0,8%	1,5%	1,9%
TL tăng:	+46.1%	EV/EBITDA	8,7x	9,6x	6,3x	5,3x
LS cổ tức:	<u>3.5%</u>	Giá CP/DTHĐ	169,7x	8,5x	8,8x	7,5x
TSR:	+49.6%	P/E	17,1x	27,2x	13,7x	10,9x

Ngành:	Xăng dầu		<u>PLX</u>	<u>Peers***</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	1,9 tỷ USD	P/E (trượt)	55,4x	14,0x	12,3x
Room NN:	52,0tr USD	P/B (hiện tại)	1,9x	3,0x	1,9x
ADTV30D:	2,0tr USD	EV/EBITDA	18,5x	9,3x	N/A
CP Nhà nước:	75,9%	Nợ/VỐN CSH	6,5%	-20,7%	N/A
CP lưu hành:	1.271 tr	ROE	3,8%	30,4%	15,4%
Pha loãng:	1.271 tr	** EPS điều chỉnh cho cổ phiếu quỹ bán trong năm 2021*** trung vị của các nhà phân phối dầu thô (trung vị 5 năm cho P/E và EV/EBITDA)			



Tổng quan công ty:

Petrolimex (PLX) là công ty hàng đầu trong mảng phân phối sản phẩm xăng dầu với 50% thị phần. PLX có 2.700 trạm COCO (do chính công ty sở hữu và vận hành, bán lẻ) và 2.800 trạm DODO (do đại lý sở hữu và vận hành, bán buôn). Các mảng kinh doanh khác bao gồm hóa dầu (dầu nhờn, nhựa đường), khí hóa lỏng (LPG), vận chuyển xăng dầu, bảo hiểm và ngân hàng.

Chúng tôi kỳ vọng triển vọng phục hồi tích cực từ năm 2023. Chúng tôi dự báo lợi nhuận giảm 37,2% YoY trong năm 2022 do nguồn cung trong nước không ổn định trong quý 1/2022, giá nhập khẩu cao làm ảnh hưởng đến lợi nhuận/lít của mảng phân phối xăng dầu và dự phòng giảm giá hàng tồn kho. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PLX sẽ phục hồi 97,7% YoY vào năm 2023 với nguồn cung trong nước và nhập khẩu ổn định và phù hợp kế hoạch.

PLX được hưởng lợi từ mức tăng trưởng nhu cầu xăng dầu dài hạn dự kiến của Việt Nam là 5,5% trong giai đoạn 2021-2026. Theo Chiến lược phát triển năng lượng quốc gia đến năm 2030, kế hoạch của Chính phủ đối với tăng trưởng mức tiêu thụ xăng dầu Việt Nam là 5,5%/năm - gấp 3 lần tốc độ tăng trưởng toàn cầu dự kiến là 1,6% (theo IEA). Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS đạt 15,0% trong giai đoạn 2021-2026.

Mô hình cửa hàng bán lẻ tích hợp và hoạt động kinh doanh LNG có thể là động lực tăng trưởng trong dài hạn. PLX có thể tạo ra tăng trưởng dài hạn từ các dịch vụ ngoài xăng dầu (cửa hàng tiện lợi/dịch vụ rửa xe) tại 2.700 trạm xăng dầu hiện hữu. PLX đang thử nghiệm mô hình rửa xe/bảo dưỡng xe tự động dưới sự tư vấn của đối tác chiến lược ENEOS Corporation (Nhật Bản). Trong khi đó, PLX đặt mục tiêu đầu tư 700 triệu USD vào kho LNG Nam Vân Phong trong giai đoạn 2022-2025.

Năng lực tài chính mạnh và cổ tức tiền mặt ổn định. PLX cũng có năng lực tài chính mạnh có thể cho phép công ty trả cổ tức tiền mặt ở mức 1.200/2.000 đồng/CP cho trong các năm 2022/2023 và 3.000 đồng/CP cho giai đoạn 2024-2026 (lợi suất cổ tức 7%).

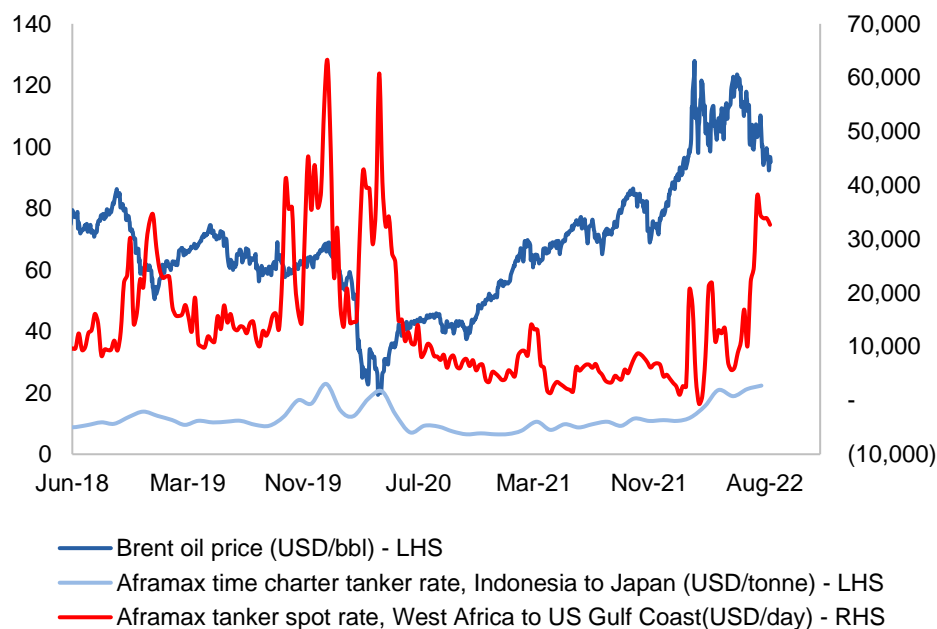
Định giá của PLX là hấp dẫn với EV/EBITDA năm 2023 là 6,3 lần - thấp hơn ~30% so với mức trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành.

Rủi ro: Giá dầu thô biến động bất lợi

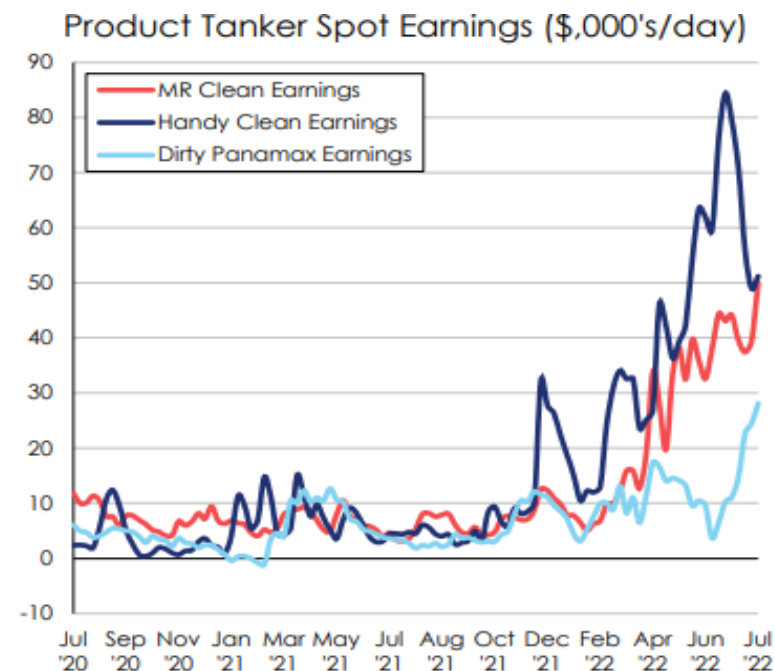
Giá cước vận chuyển dầu trên thị trường quốc tế cao hơn giúp PVT hưởng lợi

- Giá cước vận chuyển dầu thô, sản phẩm dầu và hóa chất đã tăng mạnh kể từ tháng 3/2022 do xung đột Nga-Ukraine, điều này 1) đã tạo ra sự thay đổi cơ cấu trong các tuyến đường vận chuyển dầu thô, sản phẩm dầu, hóa chất, LPG và than, từ đó thúc đẩy nhu cầu vận chuyển do quãng đường vận chuyển dài hơn; 2) đã khiến các chủ tàu yêu cầu các khoản phí bảo hiểm lớn do nguy cơ bị trừng phạt đối với việc vận chuyển cho các công ty Nga.
- KQKD H1/2022 của PVT chưa phản ánh sự phục hồi của giá cước quốc tế vì một số hợp đồng quốc tế đã được ký kết vào cuối năm 2021. Chúng tôi kỳ vọng PVT có thể tăng cước vận chuyển dầu thô/sản phẩm dầu/hóa chất quốc tế trong các quý tương lai theo xu hướng tăng của giá cước vận tải quốc tế.
- Do diễn biến bất ổn liên quan đến tác động của xung đột Nga-Ukraine, chúng tôi vẫn dự báo giá thuê tàu của PVT sẽ phục hồi 5% YoY vào năm 2022.

Giá dầu Brent và cước vận chuyển dầu thô tàu Aframax (100.000 DWT)



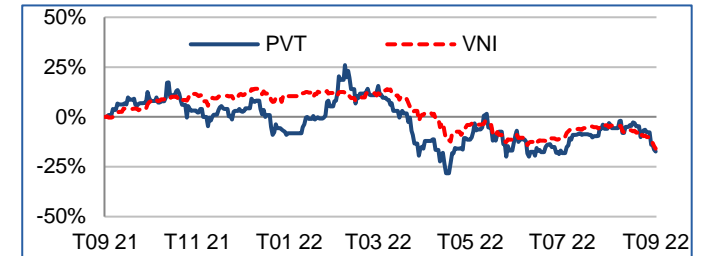
Cước vận chuyển dầu sản phẩm ('000 USD)



Nguồn: Bloomberg, Clarkson Research, PVT, VCSC

PVT – Giá cước cao và mở rộng đội tàu thúc đẩy tăng trưởng

Khuyến nghị*:	MUA		2021	2022F	2023F	2024F
Giá CP (29/09):	19.100 VND	TT DT	-0.2%	15.4%	6.1%	7.9%
Giá mục tiêu*:	26.000 VND	TT EPS**	3.6%	23.8%	9.0%	18.2%
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 25/08/2022		TT EPS***	-0.6%	24.6%	-1.7%	17.8%
		LNST (tỷ VND)***	666	829	815	961
TL tăng:	+36,1%	EV/EBITDA	4.3x	3.8x	3.6x	2.8x
LS cổ tức:	5,2%	P/E**	11.0x	8.9x	8.2x	6.9x
TSR:	+41,4%	P/E***	9.8x	7.9x	8.0x	6.8x



Ngành:	Xăng dầu		<u>PVT</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	268,8tr USD	P/E (trượt)**	10.0x	3.6x	12.3x
Room NN:	95,3tr USD	P/B (hiện tại)	5.2x	8.2x	N/A
ADTV30D:	2,4tr USD	Nợ/Vốn CSH	5.7%	56.5%	N/A
CP Nhà nước:	51,0%	ROE	11.9%	10.0%	15.4%
CP lưu hành:	323,7 tr	ROA	4.7%	4.8%	2.5%
Pha loãng:	323,7 tr	**EPS cốt lõi, *** EPS báo cáo			

Tổng quan về Công ty

PVT hiện sở hữu đội tàu chở dầu lớn nhất và kiểm soát 100% thị phần cho mảng vận tải dầu thô cho nhà máy lọc dầu Bình Sơn (420.000 DWT), 30% vận chuyển dầu thành phẩm (160.000 DWT), 90% LPG (42.500 m3), 10% vận chuyển than (83.000 DWT) và thị phần FSO 10%.

Mảng vận chuyển dầu thô cho BSR và kho chứa nổi (FSO) của PVT sẽ mang lại lợi nhuận ổn định. PVT có một đội tàu gồm 4 tàu chở dầu thô trẻ và hiện đại. PVT là công ty vận chuyển dầu thô lớn nhất của BSR (50% sản lượng, đóng góp 25%-30% lợi nhuận ròng trong năm 2021), mang lại lợi nhuận ròng ổn định trong dài hạn cho PVT. Ngoài ra, PVT có hoạt động kinh doanh FSO ổn định và có biên lợi nhuận cao với các hợp đồng dài hạn từ 7 đến 10 năm (chiếm khoảng 20% lợi nhuận ròng trong năm 2021).

PVT đang mở rộng năng lực vận tải. Trong giai đoạn 2021-2026, chúng tôi dự báo PVT sẽ tăng gấp đôi công suất vận chuyển dầu thô, tăng 30% công suất dầu thành phẩm và nâng công suất tàu than thêm 4,0 lần. PVT hiện có tiềm lực tài chính mạnh để mua được tàu chở dầu giá rẻ, điều này sẽ củng cố lợi thế cạnh tranh ở thị trường nước ngoài và giúp PVT giữ vị trí thống trị tại Việt Nam trong thời gian dài.

PVT có tốc độ tăng trưởng dài hạn ổn định từ các mảng vận tải khác - đặc biệt là từ mảng LPG đang tăng trưởng (chiếm khoảng 25% lợi nhuận gộp trong năm 2021) với thị phần thống trị là 100% và nhu cầu hàng năm của Việt Nam dự kiến sẽ tăng trưởng mạnh 14% đối với LPG (theo ước tính của chúng tôi). PVT cũng có thể đạt được tăng trưởng trong dài hạn từ việc vận chuyển các sản phẩm dầu cho NSR cùng với nhu cầu vận chuyển than tăng.

PVT được hưởng lợi từ hoạt động của nhà máy lọc dầu thứ hai của Việt Nam – nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR, 25% thị phần). Chúng tôi kỳ vọng PVT có thể nhận được hợp đồng vận chuyển dầu NSR và mua được 1 tàu vận chuyển dầu thô siêu lớn (VLCC) vào cuối năm 2023. Với VLCC, chúng tôi kỳ vọng hoạt động vận tải cho NSR có thể mang lại lợi nhuận dài hạn trung bình là 100 tỷ đồng/năm từ năm 2024 (chiếm khoảng 10% LNST của PVT trong năm 2024).

PVT đang giao dịch với mức EV/EBITDA dự phóng năm 2022 hấp dẫn là 3,8 lần – thấp hơn 43% so với mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Yếu tố hỗ trợ: Tiến độ mở rộng đội tàu nhanh hơn dự kiến.

Rủi ro: Tốc độ phục hồi của giá cước thuê tàu chậm hơn dự kiến; lãi suất cao hơn dự kiến.

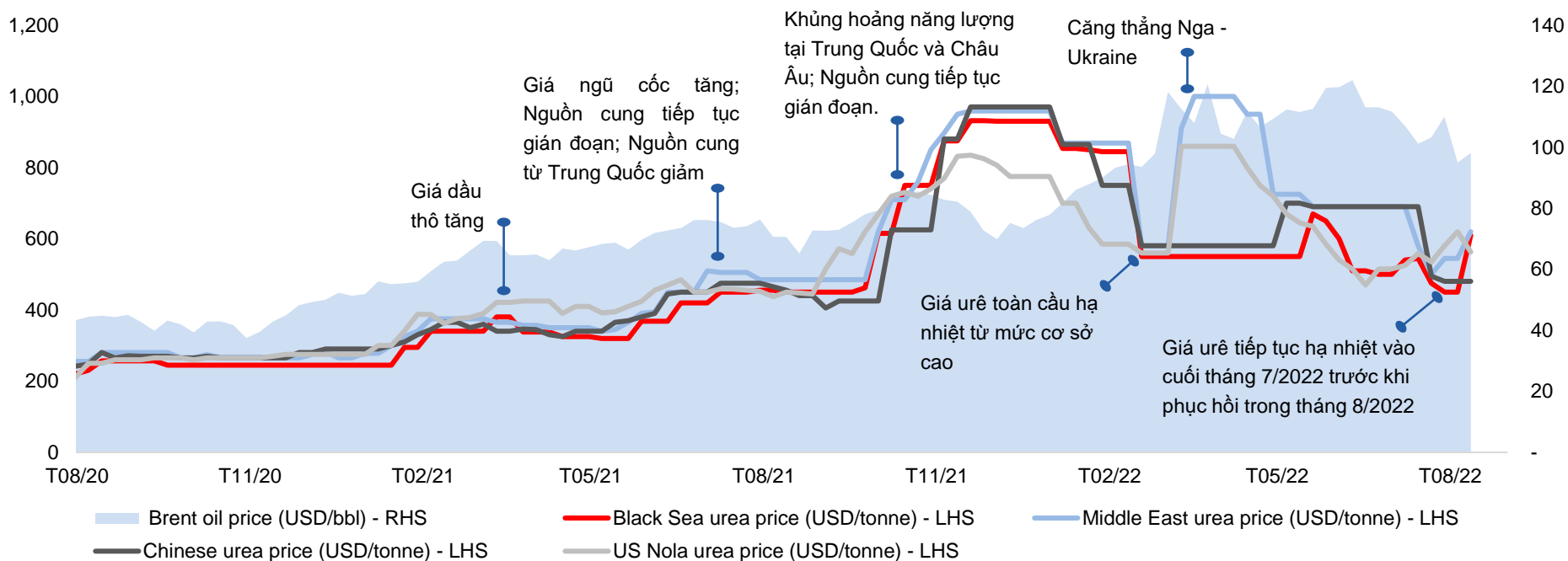


4. Các nhà sản xuất phân bón với tiềm lực tài chính mạnh mẽ và cổ tức hấp dẫn, trong khi giá khí quốc tế cao giúp giá urê duy trì ở mức cao

Diễn biến giá urê toàn cầu

- Giá urea trung bình trong tháng 7-8/2022 hạ nhiệt so với trung bình quý 2/2022, nhưng có dấu hiệu phục hồi nhẹ từ cuối tháng 8. Diễn biến giá urê vẫn cao hơn dự báo của chúng tôi.
- Vào ngày 01/06/2022, Nga công bố hạn ngạch xuất khẩu 8,3 triệu tấn phân đạm (urê, amoniac và amoni nitrat) trong giai đoạn tháng 7/2022 - 12/2022, tăng từ mức 5,9 triệu tấn phân đạm trong giai đoạn tháng 1/2022 – 5/2022. Tuy nhiên, tổng hạn ngạch xuất khẩu phân đạm năm 2022 vẫn cho thấy xuất khẩu từ Nga hạn chế so với năm 2021. Trong khi đó, chính sách hạn chế xuất khẩu phân bón của Trung Quốc vẫn chưa có diễn biến mới. Cuối cùng, chi phí khí tăng cao tại Châu Âu khiến các công ty sản xuất urê phải đóng cửa hoặc giảm sản xuất.

Diễn biến giá urê toàn cầu

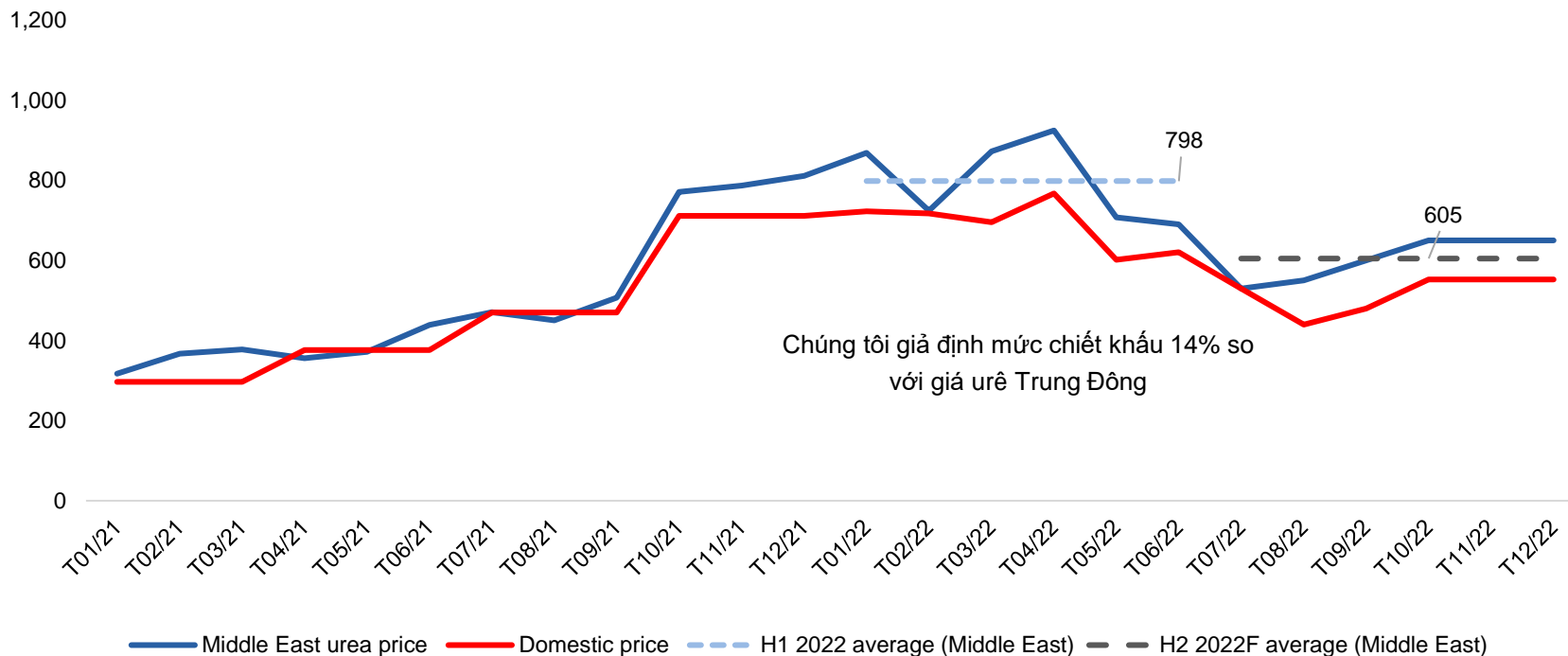


Nguồn: Bloomberg, VCSC.

Triển vọng giá urê năm 2022

Chúng tôi giả định mức chiết khấu 14% của giá bán của DPM và DCM so với giá urê Trung Đông trung bình vào năm 2022, sau đó là mức chiết khấu khoảng 2% giai đoạn 2023-2026 khi giá urê giảm.

Dự báo Giá urê thế giới so với giá urê trong nước (USD/tấn)

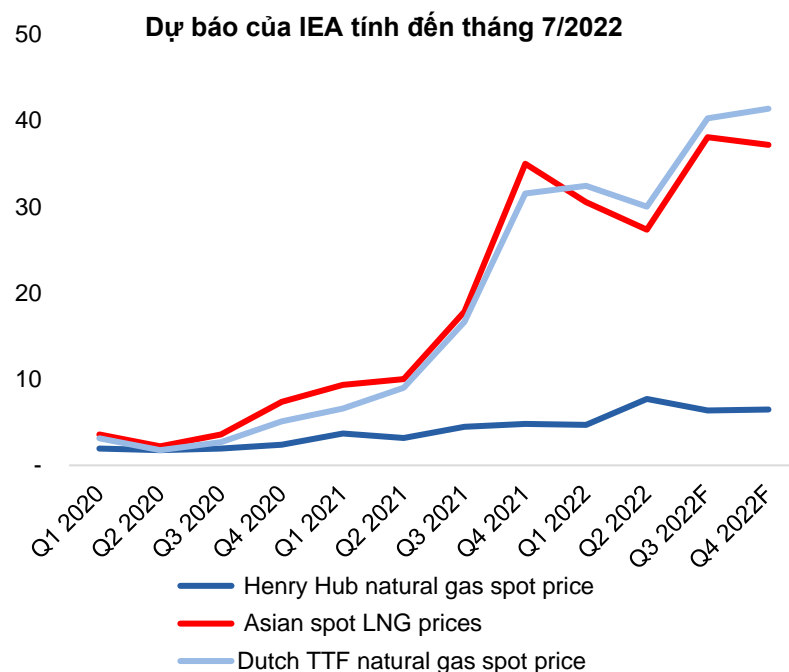
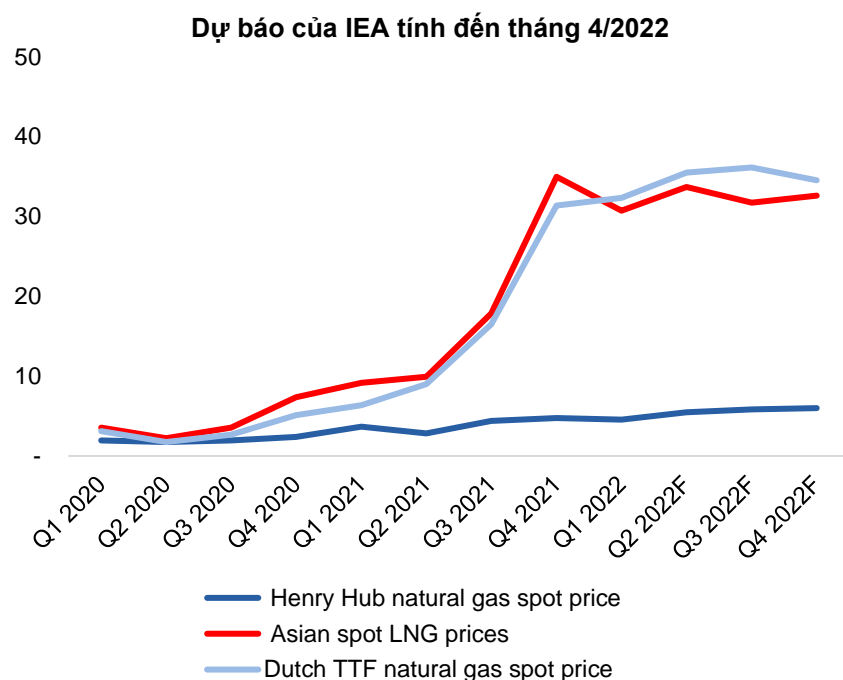


Nguồn: Bloomberg, VCSC, các công ty cùng ngành. Ghi chú: Dữ liệu thực tế giai đoạn tháng 1/2021-7/2022; VCSC dự báo cho giai đoạn tháng 8/2022-12/2022.

Giá urê tiếp tục ở mức cao trong giai đoạn 2022-2023 do giá khí đốt và giá than cao

- Chúng tôi kỳ vọng giá khí đốt tự nhiên (nguyên liệu đầu vào của khoảng 70% urê được sản xuất trên toàn cầu) sẽ vẫn ở mức cao trong giai đoạn 2022-2023.
- Triển vọng giá than (giá đầu vào cho khoảng 30% urê được sản xuất trên toàn cầu) cũng tăng cao do thiếu hụt nguồn cung do xung đột Nga - Ukraine.
- Giá khí và chi phí sản xuất thấp hơn vẫn là lợi thế cho DPM và DCM so với các nhà sản xuất urê quốc tế.

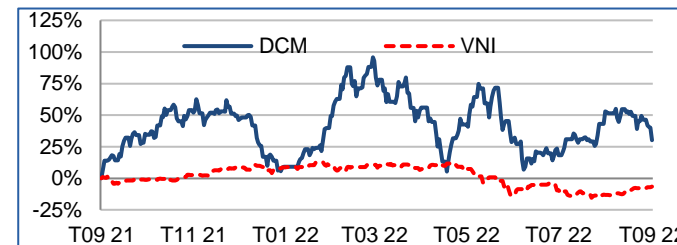
Dự báo giá khí của IEA trong báo cáo khí mới nhất (USD/triệu BTU)



Nguồn: IEA, dự báo của VCSC.

DCM – Giá urê cao hơn thúc đẩy triển vọng lợi nhuận năm 2022 mạnh mẽ

Khuyến nghị*:	MUA		<u>2021</u>	<u>2022F</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>	
Giá CP (29/09):	32.250 VND	TT DT	30,5%	46,7%	-9,7%	-14,3%	
Giá mục tiêu*:	39.200 VND	TT EPS	188,9%	72,6%	-34,9%	-16,5%	
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 24/08/2022			LNST (tỷ VND)	1.918	3.310	2.156	1.800
		DPS (VND/CP)	1.800	1.800	1.800	2.000	
TL tăng:	+21,6%	EV/EBITDA	4,0x	2,1x	2,4x	3,2x	
LS cổ tức:	<u>5,6%</u>	P/E**	9,7x	5,6x	8,6x	10,3x	
TSR:	+27,1%	P/E***	7,6x	4,9x	7,0x	9,1x	



Ngành:	Hóa nông		<u>DCM</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	742,6tr USD	P/E** (trượt)	4,6x	12,1x	12,3x
Room NN:	295,6tr USD	P/B (hiện tại)	3,2x	1,8x	1,9x
ADTV30D:	11,1tr USD	Nợ/Vốn CSH	-67,5%	26,6%	N/A
CP Nhà nước:	75,6%	ROE	40,4%	24,2%	15,4%
CP lưu hành:	530,0 tr	ROA	28,9%	12,8%	2,5%
Pha loãng:	530,0 tr	** báo cáo; *** P/E giả định chính sách khấu hao 20 năm			

Tổng quan công ty

DCM là một trong hai nhà sản xuất urê hàng đầu Việt Nam với thị phần 32%. DCM sở hữu nhà máy urê hạt đục với công suất 800.000 tấn/năm. Ngoài ra, DCM còn đang đầu tư vào một nhà máy NPK với công suất 300.000 tấn/năm.

Giá urê hạ nhiệt trong tháng 7-8/2022 nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn dự báo của chúng tôi. Trong quý 2/2022, giá urê trung bình ở Biển Đen và Trung Đông đã tăng gấp đôi YoY lần lượt đạt 595 USD/tấn và 798 USD/tấn, do chi phí năng lượng tăng cao và nguồn cung từ Nga, Trung Quốc và Châu Âu giảm. Trong tháng 7-8/2022, giá urê trung bình ở Biển Đen và Trung Đông lần lượt giảm 13,3% và 23,6% so với giá trung bình trong quý 2/2022 là 516 USD/tấn và 592 USD/tấn, cao hơn dự báo trước đây của chúng tôi. Do đó, chúng tôi nâng dự báo giá bán trung bình của DPM thêm khoảng 11%/10% và LNST sau lợi ích CĐTTS thêm 16%/10% lần lượt cho các năm 2022 và 2023.

Rủi ro thấp đối với chi phí khí đầu vào trong giai đoạn 2022-2026. Tháng 02/2020, DCM đã đạt được thỏa thuận sơ bộ với PVN để có đủ khí đầu vào cho đến năm 2027 với cơ chế giá thị trường (dựa trên giá dầu FO và dầu Brent). DCM vẫn đang chờ ký hợp đồng chính thức với PVN sau khi đơn vị này hoàn thành chốt sản lượng khí với GAS, POW và EVN. Chúng tôi kỳ vọng rủi ro thấp cho sự thay đổi cơ chế này do 1) chúng tôi tin rằng Chính phủ đang hỗ trợ các công ty sản xuất urê để đảm bảo an ninh lương thực quốc gia và 2) sản lượng khí đầu vào của các công ty sản xuất urê là thấp hơn so với sản lượng của các nhà máy điện.

Nhu cầu urê trong nước ổn định, tiềm năng xuất khẩu tăng. Việt Nam là nhà xuất khẩu gạo lớn thứ ba thế giới, dẫn đến nhu cầu urê tăng trưởng ổn định ở mức 2%/năm (theo AgroMonitor). Yếu tố này và tiềm năng xuất khẩu tăng sẽ hỗ trợ sản lượng bán của DCM khoảng 850.000 tấn (hiệu suất hoạt động ~106%) trong giai đoạn 2022-2026.

Năng lực tài chính mạnh và cổ tức tiền mặt ổn định. DCM có năng lực tài chính mạnh với tiền mặt ròng là 293 triệu USD và tỷ lệ nợ ròng/vốn CSH là -67,5% vào cuối quý 2/2022, điều này sẽ hỗ trợ mức cổ tức tiền mặt dự phóng của chúng tôi là 1.800-2.000 đồng/cổ phiếu/năm.

Yếu tố hỗ trợ: Giá urê duy trì ở mức cao trong thời gian dài hơn; sản lượng xuất khẩu 6 tháng cuối năm 2022 cao; tiếp tục thoái vốn nhà nước trong năm 2023; đủ điều kiện hưởng mức khấu trừ thuế GTGT đầu vào từ năm 2023.

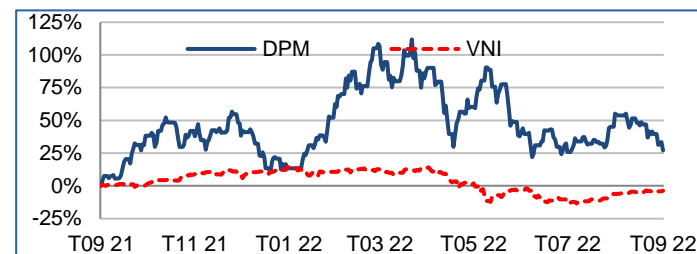
Rủi ro: Các thay đổi trong chính sách xuất khẩu của Nga/Trung Quốc có thể khiến sản lượng xuất khẩu urê cao hơn từ các quốc gia này; giá dầu nhiên liệu/khí nhiên liệu trong nước cao hơn.

DPM – Định giá hấp dẫn, cổ tức tiền mặt ổn định trong giai đoạn 2022-2023

Khuyến nghị*:	MUA		<u>2021</u>	<u>2022F</u>	<u>2023F</u>	<u>2024F</u>
Giá CP (29/09):	45.050 VND	TT DT	64,7%	32,2%	-12,4%	-15,9%
Giá mục tiêu*:	57.000 VND	TT EPS**	370,3%	52,7%	-33,8%	-32,8%
*Giá mục tiêu và KN cập nhật 24/08/2022		TT EPS***	350,8%	41,2%	-33,8%	-32,8%
		LNST-CĐTST**(tỷ VND)	3.117	4.402	2.913	1.958
TL tăng:	+26,5%	DPS (VND/CP)	5.000	5.000	5.000	3.000
LS cổ tức:	11,1%	EV/EBITDA	3,1x	1,8x	2,6x	3,8x
TSR:	+37,6%	P/E***	6,8x	4,8x	7,3x	10,8x

** cốt lõi; *** báo cáo

Ngành:	Hóa nông		<u>DPM</u>	<u>Peers</u>	<u>VNI</u>
GT vốn hóa:	766,6tr USD	P/E (trượt)	3,8x	12,1x	12,3x
Room NN:	644,5tr USD	P/B (hiện tại)	1,1x	1,8x	1,9x
ADTV30D:	8,0tr USD	Nợ/Vốn CSH	-65,6%	26,6%	N/A
CP Nhà nước:	59,6%	ROE	42,5%	24,2%	15,4%
CP lưu hành:	391,4 tr	ROA	32,4%	12,8%	2,5%
Pha loãng:	391,4 tr				



Tổng quan công ty

DPM là nhà sản xuất ure hàng đầu Việt Nam với thị phần khoảng 35%, đồng thời kinh doanh các mặt hàng phân bón khác (NPK, SA, DAP). Công ty sở hữu nhà máy ure Phú Mỹ (công suất 800.000 tấn/năm), nhà máy NPK-NH3 (công suất 250.000 tấn/năm) và mạng lưới phân phối gồm 3.000 điểm bán lẻ.

Giá ure hạ nhiệt trong tháng 7-8/2022 nhưng vẫn duy trì ở mức cao hơn dự báo của chúng tôi. Trong quý 2/2022, giá ure trung bình ở Biển Đen và Trung Đông đã tăng gấp đôi YoY lần lượt đạt 595 USD/tấn và 798 USD/tấn, do chi phí năng lượng tăng cao và nguồn cung từ Nga, Trung Quốc và Châu Âu giảm. Trong tháng 7-8/2022, giá ure trung bình ở Biển Đen và Trung Đông lần lượt giảm 13,3% và 23,6% so với giá trung bình trong quý 2/2022 là 516 USD/tấn và 592 USD/tấn, cao hơn dự báo trước đây của chúng tôi. Do đó, chúng tôi nâng dự báo giá bán trung bình của DPM thêm khoảng 11%/10% và LNST sau lợi ích CĐTST thêm 16%/10% lần lượt cho các năm 2022 và 2023.

Nhu cầu ure trong nước ổn định và tiềm năng tăng trưởng từ nhà máy NH3-NPK mới. Việt Nam là nước xuất khẩu gạo lớn thứ ba trên thế giới, dẫn đến nhu cầu ure tăng trưởng ổn định 2%/năm và hỗ trợ DPM có sản lượng bán ure hàng năm ổn định là 800.000 tấn. Trong khi đó, thị trường NPK có mức tăng trưởng cao hơn 6% -7%/năm và ứng dụng rộng rãi hơn. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy NH3-NPK sẽ đóng góp trung bình khoảng 16% vào lợi nhuận ròng của DPM trong giai đoạn 2023-2026.

Chúng tôi đã ghi nhận giá vận chuyển khí đốt sẽ tăng đáng kể trong dự báo của chúng tôi từ năm 2023. Chúng tôi giả định giá vận chuyển khí của DPM sẽ tăng 22% YoY trong năm 2023 do chúng tôi cho rằng DPM sẽ phải sử dụng nhiều khí hơn từ các mỏ khí có chi phí cao hơn ở bể Cửu Long trong giai đoạn từ năm 2023.

Cơ hội đầu tư vào cổ phiếu có cổ tức ổn định dựa trên năng lực tài chính mạnh của công ty. DPM có bảng CĐKT lành mạnh (tiền mặt ròng 378 triệu USD vào cuối quý 2/2022) và triển vọng lợi nhuận năm 2022 tích cực, lợi suất cổ tức ổn định khoảng 10%/năm, dựa trên dự báo của chúng tôi.

Yếu tố hỗ trợ: Giá ure duy trì ở mức cao trong thời gian dài hơn; sản lượng xuất khẩu cao hơn dự kiến (với giá cao hơn giá bán trong nước) trong 6 tháng cuối năm 2022; đủ điều kiện hưởng mức khấu trừ 10% thuế GTGT đầu vào từ năm 2023.

Rủi ro chính: Các thay đổi trong chính sách xuất khẩu của Nga/Trung Quốc có thể khiến sản lượng xuất khẩu ure cao hơn từ các quốc gia này; giá dầu nhiên liệu/khí nhiên liệu trong nước cao hơn.

Phụ lục: Khuyến cáo

Chúng tôi, Đinh Thị Thùy Dương, Ngô Thùy Trâm, và phòng Nghiên cứu & Phân tích VCSC, 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.

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.

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.

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.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) Định giá dựa trên nhiều chỉ số (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) Mô hình chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

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.

Phụ lục: Liên hệ

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc điều hành, ext 105

alastair.macdonald.vcsc.com.vn

Ngân hàng và Chứng khoán

- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên cao cấp, ext 116
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Hàng tiêu dùng

Hoàng Nam, Trưởng phòng cao cấp, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên, ext 185
- Nguyễn Trọng Nhân, Chuyên viên, ext 139

Dầu khí và Điện

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

- Ngô Thùy Trâm, Trưởng phòng, ext 135
- Hoàng Minh Thắng, Chuyên viên, ext 196

Vĩ mô

Hoàng Thúy Lương, Trưởng phòng, ext 364

- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên cao cấp, ext 132

BDS và Cơ sở hạ tầng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoàn Thực, Chuyên viên, ext 174

Vật liệu và Công nghiệp

Nguyễn Thảo Vy, Trưởng phòng, ext 147

- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên, ext 363
- Bùi Thu Hà, Chuyên viên, ext 364

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan

Giám đốc điều hành

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vcsc.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh

Giám đốc điều hành

Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng

Giám đốc

Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn