

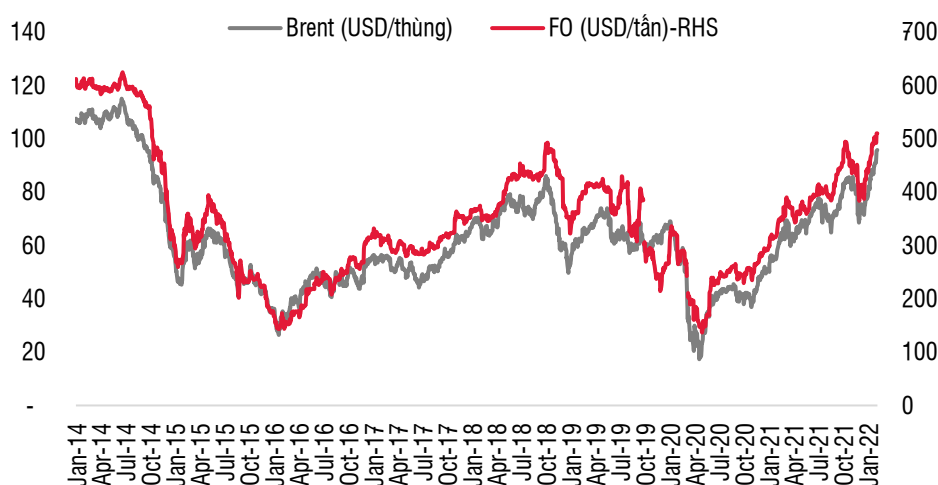
## CẬP NHẬT NGÀNH DẦU KHÍ:

# Giá dầu đạt đỉnh 7 năm và cơ hội đối với cổ phiếu dầu khí

## 1. Giá dầu đạt đỉnh 7 năm

- Giá dầu Brent đã vượt 90 USD/thùng vào ngày 3/2/2021, **đánh dấu mức cao nhất kể từ cuối tháng 10 năm 2014**. Sự tăng mạnh của giá dầu được cho là kết hợp của nhiều nguyên nhân: nhu cầu đang phục hồi mạnh mẽ sau dịch Covid-19 trong khi nguồn cung đang được kiểm soát một cách thận trọng (OPEC+ trong cuộc họp ngày 2/2/2022 đã giữ nguyên lộ trình tăng sản lượng thêm 400k thùng/ngày chứ không tăng nhiều hơn). Bên cạnh đó, căng thẳng địa chính trị giữa Nga và Ukraine cũng như tình hình nóng lên ở Trung Đông cũng thúc đẩy giá dầu lên cao.

Biểu đồ: Giá dầu Brent đạt đỉnh 7 năm

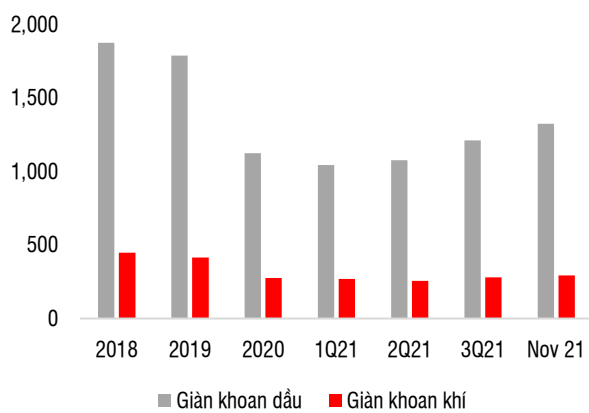


Nguồn: Bloomberg

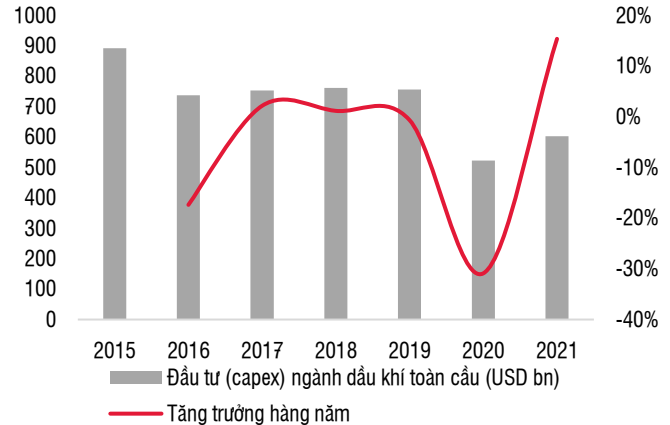
- Các tổ chức lớn trên thế giới đều có dự báo khá lạc quan về triển vọng của giá dầu năm 2022.** Nhu cầu nhiên liệu tăng mạnh sau khi các nền kinh tế mở cửa trở lại là động lực chính khiến giá dầu được dự báo sẽ duy trì ở mức cao, đặc biệt là nguồn cung dầu khí trong những năm qua đã không tăng mạnh do chiến lược giảm đầu tư vào nhiên liệu hóa thạch và tăng đầu tư cho năng lượng tái tạo cũng như thỏa thuận cắt giảm sản lượng của OPEC+ kể từ tháng 4/2020. Goldman Sachs trong báo cáo hồi cuối tháng 1/2022 dự báo giá dầu sẽ có thể đạt 100 USD/thùng vào 2 quý cuối năm 2022, và mức trung bình cả năm 2022 có thể đạt 95,8 USD/thùng, và năm 2023 có thể đạt trung bình 105 USD/thùng (mức tăng đáng kể so với dự báo trước kia là 81 và 85 USD/thùng cho năm 2022 và 2023)
- 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.

- **Rủi ro:** Giá dầu luôn nhạy cảm với tin tức biến thể Covid-19 mới, do đó vẫn còn rủi ro từ đại dịch tới giá dầu. Yếu tố hỗ trợ giá dầu là nhu cầu tăng, đặc biệt từ ngành hàng không (từ việc các quốc gia khác phục hồi/ mở cửa trở lại). Ngoài ra, bất kỳ vấn đề nào liên quan đến bất ổn chính trị cũng đẩy giá dầu tăng trong ngắn hạn

### Số lượng giàn khoan thế giới



### Đầu tư dầu khí toàn cầu (tỷ USD)



Nguồn: OPEC, IEA

Nguồn	2022F	Ngày công bố ước tính
Bloomberg consensus	72,3	T11/2021
Barclays	80	T11/2021
Goldman Sachs	95,8	T1/2022
EIA	70,5	T12/2021
IEA	79,4	T12/2021
<b>Trung bình</b>	<b>80</b>	
Kê hoạch PVN	60	T11/2021
<b>Giá định của SSI</b>	<b>80</b>	

- Chúng tôi nâng giá định giá dầu lên mức **USD 80/thùng** (từ 70 USD/thùng trong báo cáo chiến lược năm 2022) sau khi tính đến đợt tăng giá gần đây của giá dầu.

## 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 đánh giá, 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), Lô 6.1 (Lan Tây, Lan Đò), 11.2, 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 m<sup>3</sup> trong 2021, giảm -20% YoY. **Thị trường khí trong nước chuyển từ thiếu cung sang thừa cung trong 2020-2021 do đại dịch.**

Năm 2021, sản lượng khai thác dầu thô đạt 10,97 triệu tấn, giảm -5% YoY, 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 hai 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 trữ 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 <sup>3</sup> )	10,61	9,89	10,01	10,22	8,9	7,1	9,1

Nguồn: PVN, SSI tổng hợp

**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 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 - GĐ 2A:** Dòng khí đầu tiên khai thác từ mỏ Sư Tử Trắng - GĐ 2A (ở Block 15.1) đã vào bờ ngày 18/6/2021. Mỏ Sư Tử Trắng - GĐ 2A bao gồm 3 giếng với tổng trữ lượng khí là 5,5 tỷ m<sup>3</sup> 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 Ung, Đại Hùng được thiết kế để dẫn qua đường ống Nam Côn Sơn 2 - GĐ 2 với tổng công suất đường ống đạt 7 tỷ m<sup>3</sup>/năm. Dự kiến Sư Tử Trắng giai đoạn 2B sẽ đi vào hoạt động sớm nhất vào năm 2024 với sản lượng khí hàng năm đạt 2 tỷ m<sup>3</sup> 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 kì 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. 4 nhà máy điện khí là 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 m<sup>3</sup> vào năm 2035, trong đó nguồn cung khí thiên nhiên là 17-21 tr m<sup>3</sup>, 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 vào 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 điện 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 hồi phục từ Q2/2021 và ghi nhận lợi nhuận từ 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 NM điện khí kém cạnh tranh hơn và sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến phần sản lượng chào bán trên thị trường điện cạnh tranh.

**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 “nhảy” 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 năm 2020-2021**

Ticker	BRENT	BSR	GAS	OIL	PLX	PVD	PVS
BRENT	1	0,92	0,91	0,88	0,81	0,89	0,95

Nguồn: Bloomberg

**Khuyến nghị:** Giá định giá dầu Brent ở mức 80 USD/thùng năm 2022 (+13,5% YoY)

Mã CP	Tăng trưởng LNST 2021	Tăng trưởng LNST 2022	Giá mục tiêu theo FA	Khuyến nghị; Tiềm năng tăng giá	Giá mục tiêu theo TA	Diễn giải
GAS	+6,5%	+35,3%	134.000	Khả quan; 17%	130.000	Năm 2022, chúng tôi ước tính nhu cầu từ các nhà máy điện khí hồi phục. Tăng trưởng sản lượng ước tính đạt 18,5% do mức so sánh thấp trong 2021 nhưng vẫn thấp hơn so với mức trước Covid trong 2019. Với giá định giá dầu thô Brent theo kịch bản cơ sở là 80 USD/thùng, lợi nhuận của GAS ước tăng mạnh do giá bán tăng. Theo ước tính của chúng tôi, với mỗi 10 USD tăng/giảm của giá dầu Brent, lợi nhuận trước thuế của GAS sẽ tăng/giảm khoảng 700-1.100 tỷ đồng.
PLX	148%	28%	67.000	Khả quan; 14%	65.000	Lợi nhuận có thể tăng 28% trong 2022, do sản lượng tiêu thụ xăng và nhiên liệu máy bay cũng như các mảng kinh doanh khác hồi phục. 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.

Mã CP	Tăng trưởng LNST 2021	Tăng trưởng LNST 2022	Giá mục tiêu theo FA	Khuyến nghị; Tiềm năng tăng giá	Giá mục tiêu theo TA	Diễn giải
PVS	+3%	+3,3%	28.000	Trung lập; 0%	34.000	Chúng tôi ước tính lợi nhuận của PVS có thể tăng nhẹ trong 2022 so với ước tính của chúng tôi cho 2021, do thiếu các dự án lớn, trong khi các phân khúc khác như FSO/FPSO ước tính có giá thuê ổn định (chúng tôi cho rằng PVS sẽ được hưởng lợi từ dự án lô B từ năm 2023)
PVD	-73%	503%	35.000	Trung lập; 12%	37,000	Do giá dầu tăng và điều kiện thị trường trong khu vực hồi phục, chúng tôi ước tính lợi nhuận của PVD tăng +935% YoY trong 2022F nhờ công suất và giá thuê tăng cũng như doanh thu tăng từ giàn khoan TAD, với giá định giá dầu thô Brent theo kịch bản cơ sở là 80 USD/ thùng.
PVT	9,2%	21,6%	26.200	Khả quan; +19%	25.000	Với giá dầu ở mức trên 80 USD/thùng, chúng tôi ước tính PVT có thể bắt đầu hưởng lợi từ thị trường cho thuê tàu tốt hơn từ 2022, khi nhu cầu tiêu thụ dầu thế giới tiếp tục hồi phục. Chúng tôi ước tính lợi nhuận của PVT tăng 21,6% YoY trong 2022 (đã bao gồm lợi nhuận dự kiến từ việc thanh lý tàu PVT Athena).
OIL	N.a	N.a	N.a	N.a	22.000	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 chi phí thấp. Sản lượng tiêu thụ có thể hồi phục trong 2022 so với mức thấp trong 2021.
BSR	N.a	5%	28.000	Trung lập: +5%	32.000	BSR ước tính duy trì KQKD cao trong 2022 nhờ sản lượng ổn định, giá dầu cũng như mức chênh lệch giữa giá xăng dầu và giá đầu vào (crack spread) tăng.

**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