

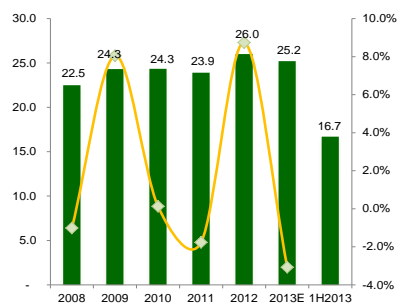
26.09.2013

Pham Nhat Bich

(+84-8) 5413-5479

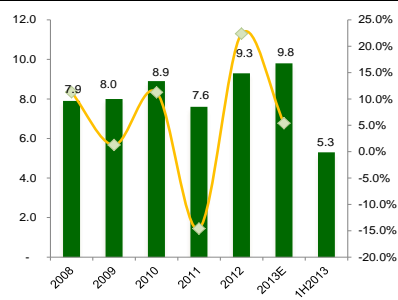
bichpham@phs.vn

Biểu đồ 1: sản lượng và tăng trưởng dầu



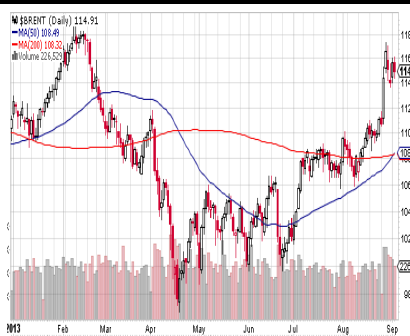
Nguồn: PHS và Dự báo PVN

Biểu đồ 1: sản lượng và tăng trưởng khí ga



Nguồn: PHS và Dự báo PVN

Biểu đồ 2: Giá dầu từ tháng 1-9/2013



Nguồn: stockcharts.com

Biểu đồ 3: Giá khí từ tháng 1-9/2013



Nguồn: stockcharts.com

Trong nền kinh tế ảm đạm, ngành công nghiệp dầu khí vẫn còn nhiều cơ hội.

Tổng quan ngành

Việt Nam được xếp thứ ba trong khu vực Đông Nam Á và thứ 31 trên thế giới về sản lượng dầu thô và khí đốt. Ngành dầu khí có mức đóng góp khoảng 20% - 25% GDP hàng năm của Việt Nam. Trong 6 tháng năm 2013, nhờ hoạt động của ba giếng dầu khí mới, cụ thể là Hải Sư Trắng (19/05), Hải Sư Đen (19/06) và Thổ Trảng (30/6), tổng sản lượng dầu ra dầu khí của Việt Nam tăng 5% so với với cùng kỳ năm trước và đạt tổng cộng 13.64 triệu tấn quy đổi, trong đó có 8.34 triệu tấn dầu thô và hơn 5.3 tỷ mét khối khí. Hiện nay, dầu thô khai thác chủ yếu được xuất khẩu trong khi khí tự nhiên là hoàn toàn được sử dụng cho tiêu dùng trong nước. Trong 6 tháng đầu năm 2013, khối lượng dầu thô xuất khẩu tăng 1,3% so với năm ngoái và đạt 4.29 triệu tấn. Tuy nhiên về mặt giá trị lại giảm 4,3% so với năm ngoái, tương đương 3,68 tỷ USD, do giá dầu thô xuất khẩu giảm xuống mức 78 USD/tấn, cùng với xu hướng đi xuống của giá dầu thế giới từ đầu tháng Ba đến cuối tháng Sáu.

Phân tích giá Dầu thô và khí ga tự nhiên

Xu hướng của giá dầu thô trong 9 tháng đầu năm và dự báo năm 2013: Mỗi đe dọa vách đá tài chính của Mỹ giảm nhẹ, những suy đoán về sự phục hồi của nền kinh tế toàn cầu và đi kèm với các vấn đề chính trị đang leo thang ở Trung Đông đã thúc đẩy giá dầu tăng từ 92.84 USD/thùng vào giữa tháng 1 và đạt đỉnh ở mức 118.90 USD/thùng vào đầu tháng Hai. Tuy nhiên đợt tăng giá này đã bị 'hãm' lại do các dữ liệu kinh tế yếu kém từ hai quốc gia tiêu thụ dầu lớn nhất thế giới, Hoa Kỳ và Trung Quốc, đã kéo giá dầu thô trở lại mức 99.13 USD/thùng vào những tháng tiếp theo và kéo dài cho đến cuối tháng Sáu. Sau đó, xu hướng tăng giá dầu đã trở lại và đạt mức đỉnh lần thứ hai liên tiếp trong năm vào tháng Chín do tình hình căng thẳng chính trị gia tăng tại Syria. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng lần tăng giá dầu này cũng sẽ nhanh chóng dừng lại do hầu hết các tác động tiêu cực đã phản ánh vào giá dầu hiện tại. Trong khi đó, các nhà đầu tư đang hướng mắt quan ngại của mình về sự cân bằng giữa cung và cầu dầu. Theo dự báo từ liên bang Cơ quan Thông tin Năng lượng (EIA), sự sụt giảm nhu cầu về nhiên liệu trong mùa thu này cùng với việc nguồn cung dầu ngày càng tăng của từ các nước ngoài khối OPEC sẽ tác động làm giảm giá dầu thô Brent từ mức trung bình 112 USD/thùng xuống 106 USD/thùng trong năm 2013 và 100 USD/thùng trong năm 2014.

Xu hướng giá khí ga tự nhiên trong 9 tháng đầu năm và dự báo năm 2013: Sự chuyển động giá khí tự nhiên từ cuối tháng Hai đến cuối tháng Tư được phản ánh bởi các dự báo về nhu cầu sử dụng khí theo mùa tăng nhiều hơn so với dự kiến. Trong thời gian này, giá khí ga tăng 34%, từ mức 3,2 USD/MMBTUs đến đỉnh điểm là 4,3 USD/MMBTUs. Tuy nhiên, xu hướng tăng ấn tượng này đã kết thúc với một sự sụt giảm mạnh 25% và về mức 3,23 USD/MMBTUs trong vòng ba tháng tiếp theo do nhu cầu sử dụng khí giảm trong mùa thu và nguồn cung đang ngày một tăng. Mặc dù vậy, mức giá tháng Bảy năm nay vẫn còn cao hơn nhiều mức giá năm ngoái là 2,68 USD/MMBTUs. Hơn nữa, EIA đã dự báo nhiệt độ sẽ xuống thấp hơn vào các tháng cuối năm 2013 và nhu cầu sử dụng khí để sưởi ấm trong dân cư và thương mại ngày càng tăng khiến giá khí được đẩy trong suốt tháng Tám và ổn định ở mức 3,73 USD/MMBTUs trong tháng 09. Với xu hướng giá được hình thành trong 6 tháng đầu năm cùng với kỳ vọng về thời tiết trở nên lạnh hơn, EIA đã ước tính năm 2013 giá ga trung bình sẽ ở mức 3,71 USD/MMBTUs, tương ứng với tăng 35% YoY. Trong năm tới, nhu cầu khí đốt tự nhiên sử dụng cho nhiên liệu xe, sản xuất nhựa, phân bón, hóa chất và điện sẽ đẩy giá khí có mức tăng ổn định trung bình 5,5% YoY trong năm 2013-2014

Công ty đầu ngành: Petro Việt Nam đã đạt được 76% kế hoạch lợi nhuận trong nửa đầu năm 2013

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) có vị trí độc quyền trong ngành công nghiệp Dầu khí Việt Nam được giám sát bởi Bộ Công nghiệp và thay mặt cho Chính phủ Việt Nam. Tập đoàn được ủy quyền đưa ra các quyết định chiến lược, kế hoạch và chính sách phát triển của ngành công nghiệp. Do đó sự phát triển của ngành công nghiệp dầu khí là tương đương với triển vọng của tập đoàn này và có tương quan với xu hướng giá dầu thô toàn cầu.

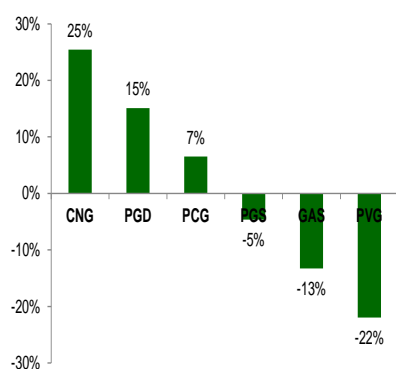
Trong 6 tháng đầu năm 2013, giá dầu Brent trung bình giảm 9,2% từ 123 USD/thùng xuống mức 111,7 USD/thùng. Dẫn tới kết quả tổng doanh thu của PVN trong nửa đầu năm 2013 giảm 10,8% so với cùng kỳ và đạt 364,3 nghìn tỷ đồng, mặc dù sản lượng sản xuất dầu khí tăng 28% YoY, tương đương 13,64 triệu tấn, hoặc 54,1% kế hoạch năm. Do đó, lợi nhuận sau thuế cũng giảm 9,5% so với năm ngoái và đạt 27,5 nghìn tỷ đồng

Các công ty con của PVN trong lĩnh vực khí đốt và lĩnh vực cung cấp dịch vụ dầu khí đang đầy hứa hẹn

Căn cứ vào kế hoạch tái cơ cấu PVN đề cập trong báo cáo trước đó - "Tổng kết hoạt động 9 tháng đầu năm 2012 của Tập đoàn Dầu khí Petro Việt Nam", lĩnh vực khí đốt và cung cấp dịch vụ dầu khí hiện nay là hai mảng kinh doanh cốt lõi của Tập đoàn. Theo quan điểm của chúng tôi, các công ty con của PVN trong cả hai lĩnh vực này đều có sức khỏe tài chính lành mạnh dựa trên kết quả SXKD 6 tháng đầu năm 2013.

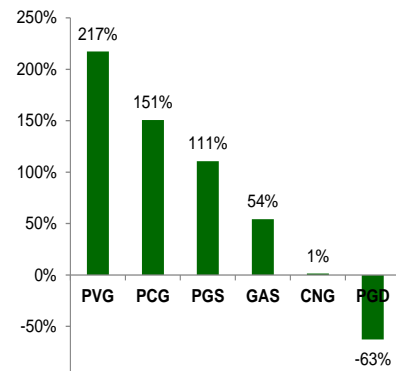
- **Đánh giá hoạt động các công ty con của PVN hoạt động trong lĩnh vực khí gas tự nhiên:** Hiện nay, thị trường khí gas tự nhiên trong nước được độc quyền bởi GAS và các công ty con của GAS như CNG, PGS, PCG, PVG và PGD. Trong đó, GAS, PGS và CNG là điểm sáng của ngành, do kết quả kinh doanh nổi trội và lợi thế cạnh tranh lớn. GAS, PGS và CNG có các chỉ số sinh lời như biên lợi nhuận ròng, ROA và ROE đều cao hơn so với ba công ty anh em còn lại. Đối với công ty GAS, mặc dù doanh thu sụt giảm 13% yoy, nguyên nhân chính là do hoạt động kinh doanh gas chuyển về công ty mẹ- PVN, nhưng công ty vẫn có kết quả kinh doanh tốt trong nửa đầu năm 2013 với lợi nhuận ròng tăng trưởng 54%, do được hưởng lợi từ việc giá khí gas tự nhiên tăng mạnh trong 5 tháng đầu năm nay. Ngoài ra, với tỷ lệ sở hữu 96.7% cổ phần của nhà nước, GAS được trao quyền khai thác trữ lượng dầu lớn mà không phải đối mặt với bất kỳ đối thủ cạnh tranh nào. Việc chi phí đầu vào được duy trì ở mức thấp giúp cho công ty có được biên lợi nhuận cao hơn (Bảng 1). Tương tự như GAS, doanh thu của PGS tuy có phần giảm nhẹ, nhưng chi phí lãi vay giảm mạnh đã làm cho lợi nhuận trong sáu tháng đầu năm nay vẫn tăng trưởng ấn tượng 111% so với cùng kỳ năm trước. Còn đối với công ty CNG, khí nén thiên nhiên-sản phẩm chính của công ty nhận được sự chào đón cao của thị trường, vì vậy đã thúc đẩy doanh thu công ty tăng 25% trong nửa đầu năm nay, mức tăng trưởng cao nhất so với các đối thủ cạnh tranh khác. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận ròng của công ty lại không đáng kể. Dưới sự cạnh tranh khốc liệt, để duy trì thị phần của mình, CNG tạm thời đành phải hy sinh tăng trưởng lợi nhuận của mình để đổi lấy lợi thế cạnh tranh tốt hơn.

Biểu đồ 4: Tăng trưởng doanh thu 1H12 vs 1H13



Nguồn: PHS & công ty

Biểu đồ 5: Tăng trưởng lợi nhuận 1H12 vs 1H13



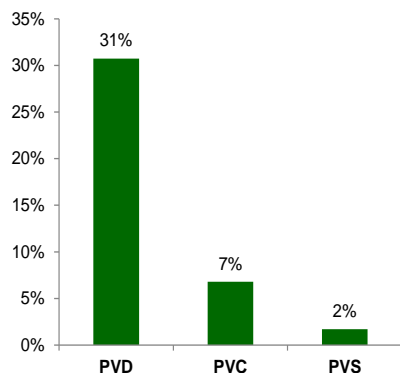
Nguồn: PHS & công ty

Bảng 1:

Mã	Biện LN gộp	Biện LN ròng	ROA (TTM)	ROE (TTM)	Nợ/Tổng TS	Nợ dài hạn/VCSH
GAS	27%	19%	25%	2%	31%	16%
PGS	19%	3%	7%	25%	62%	24%
CNG	22%	13%	19%	31%	39%	13%
PCG	4%	2%	4%	7%	42%	0%
PVG	8%	1%	3%	9%	70%	23
PGD	3%	-1%	-3%	-7%	58%	0%

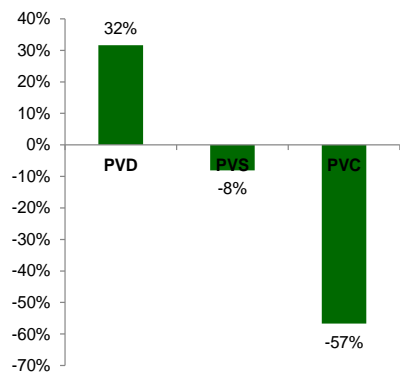
Nguồn: PHS

Biểu đồ 6: Tăng trưởng doanh thu 1H12 vs 1H13



Nguồn: PHS & công ty

Biểu đồ 7: Tăng trưởng lợi nhuận 1H12 vs 1H13



Nguồn: PHS & công ty

- **Đánh giá hiệu quả các công ty con thuộc PVN trong lĩnh vực cung cấp Dầu Khí:** PVD, PVC và PVS hiện đang là những nhà cung cấp hàng đầu về giàn khoan cũng như các dịch vụ liên quan đến kỹ thuật và hoạt động khoan trong ngành Dầu Khí Việt Nam. Cả 3 công ty trên đều có mức tăng trưởng doanh thu tích cực trong 6 tháng đầu năm. Mặc dù vậy, lợi nhuận sau thuế của PVC và PVS lại không như kỳ vọng, duy nhất chỉ có PVD là khả quan. Đối với PVS, chúng tôi nhận định đây là công ty hàng đầu về dịch vụ kỹ thuật Dầu Khí trong ngành, nhưng ảnh hưởng của giá dầu giảm 16.6% trong 6 tháng đầu năm khiến cho lợi nhuận sau thuế của công ty có mức sụt giảm 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Tuy nhiên, nếu xem xét đến tiềm năng tăng giá dầu trong mùa thu đã đề cập ở trên, chúng tôi tin rằng PVS sẽ tăng trưởng lợi nhuận trong nửa cuối năm 2013 và đạt mục tiêu công ty đề ra. Đối với PVC, do công ty không có những dự án lớn tương tự như dự án 300 triệu USD năm ngoái, dẫn đến tình hình doanh thu cũng như lợi nhuận ròng đều sụt giảm trong nửa đầu năm 2013. Tuy nhiên, công ty vẫn có thể đẩy cao lợi nhuận trong những năm sắp tới do còn 2 dự án khai thác tại Lào và tỉnh Phú Thọ nhằm thích ứng với việc nguồn cung Barite trong nước đang giảm. Đối với PVD, công ty đã có 2 quý thành công với doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng. Nhờ vào việc tăng cường thêm một giàn khoan dầu cũng như giá thuê giàn khoan tăng 10% YoY, doanh thu và lợi nhuận ròng của PVD đã tăng 31% YoY và 32% YoY tương ứng. Bên cạnh đó, với việc nhà nước chiếm tỷ lệ sở hữu đến 51%, PVD chứng tỏ mình là nhà thầu triển vọng nhất đối với các dự án khai thác trong tương lai.

Bảng 2:

Mã	Biện LN gộp	Biện LN ròng	ROA (4Q)	ROE (4Q)	Nợ/Tổng TS	Nợ dài hạn/VCSH
PVD	21%	12%	8%	21%	61%	53%
PVC	16%	2%	4%	11%	52%	10%
PVS	7%	4%	4%	15%	64%	40%

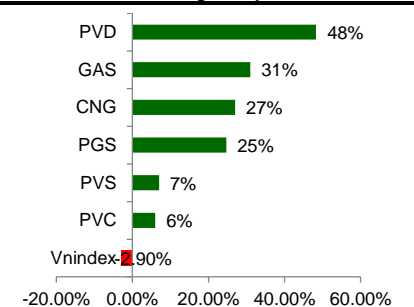
Nguồn: PHS

Tiềm năng tăng trưởng dài hạn ngành công nghiệp dầu khí Việt Nam:

Để phục vụ nhu cầu phát triển kinh tế, Chính phủ Việt Nam khuyến khích đẩy mạnh việc khai thác và sản xuất dầu và khí ngoài khơi. Trong 6 tháng đầu năm 2013, 3 mỏ dầu khí mới đã được đưa vào hoạt động bên cạnh việc phát hiện thêm 4 mỏ mới. Về dài hạn, các mỏ này được kì vọng sẽ đẩy mạnh công suất sản xuất Dầu Khí từ mức 335,400 thùng/ngày năm 2012 lên 390,700 thùng/ngày vào năm 2016 với mức tăng CAGR 4% theo dự báo của BMI (Buniness Monitoring International). Bên cạnh đó, giá dầu và khí toàn cầu, theo dự báo của EIA, sẽ đối diện với khả năng sụt giảm trong ngắn hạn do nhu cầu chững lại. Tuy nhiên, ngành Dầu Khí Việt Nam vẫn cho thấy triển vọng dài hạn và hứa hẹn tăng trưởng mạnh mẽ hơn trong tương lai.

- **Giá dầu:** giá dầu Brent trung bình sẽ giảm từ 106USD/thùng trong năm 2013 xuống còn 97 USD/thùng vào năm 2016, và từ năm 2016 trở đi giá dầu sẽ tăng ổn định 2% YoY để chạm mức 163 USD/thùng vào 2040 trong trường hợp kinh tế thế giới hồi phục kéo theo nhu cầu đối với mặt hàng này tăng trở lại.
- **Giá khí gas:** do ảnh hưởng của việc đẩy mạnh sản xuất khí gas tự nhiên, giá trung bình của mặt hàng này sẽ duy trì dưới 4 USD/MMBTUs vào 2018. Tuy nhiên, do hoạt động khai thác khí gas giảm cũng như nhu cầu tăng do người tiêu dùng từ bỏ các sản phẩm năng lượng truyền thống đắt đỏ và kém hiệu quả sang dùng khí gas tự nhiên, giá gas được dự báo sẽ tăng trưởng ổn định 3% YoY từ sau năm 2008 để đạt mức 7.83 USD/MMBTUs vào năm 2040.

Biểu đồ 8: Diễn biến giá cổ phiếu



Nguồn: PHS

Chúng tôi duy trì sự lạc quan về tiềm năng tăng trưởng của PVN trong năm 2013 và khả năng đạt được các mục tiêu kinh tế đề ra với nhận định là sản lượng và doanh thu của PVN trong 6 tháng đầu năm đã đạt tương ứng 54.1% và 56.3% chỉ tiêu trong năm 2013 (Bảng 3).

Trong số các công ty con trực thuộc PVN, GAS là công ty hoạt động hiệu quả nhất trên cả 2 mảng sản xuất cũng như hiệu quả tài chính so với các đối thủ khác cùng ngành. Giá cổ phiếu GAS tăng mạnh từ 39,000 đồng/cổ phiếu trong tháng Giêng 2013 lên 71,500 đồng/cổ phiếu trong tháng Tám 2013 nhờ vào lợi nhuận ấn tượng trong nửa đầu năm 2013. Ngoài ra, các cổ phiếu như PVD, CNG, PGS, PVS và PVC cũng có tăng trưởng khá tốt so với VN-Index trong cùng kỳ (biểu đồ 8). Chúng tôi nhận định GAS, PVD, PGS và PVS đang có mức giá hợp lý so với mức giá mục tiêu chúng tôi kỳ vọng. Do đó, chúng tôi khuyến nghị “TĂNG TỶ TRỌNG” đối với 4 mã trên, và “TRUNG LẬP” đối với PVC và CNG (Bảng 4).

Bảng 3:

STT.		Đơn vị	Mục tiêu 2013	Mục tiêu 2H2013	Dự báo 2013	% mục tiêu
I	Tổng sản lượng		35-40	-	35-40	100.0
II	Sản lượng		25.20	12.37	26.01	103.2
1	Dầu thô	Tr. Tấn	16.0	7.85	16.19	101.2
2	Khí ga	Tỷ m ³	9.20	4.52	9.82	106.7
III	Sản lượng khác					
1	Điện	Tỷ Kwh	13.85	6.89	15.93	115.0
2	Phân đạm	000' tấn	1,520	697	1,525	100.4
3	Xăng dầu	000' tấn	5,390	2,700	5,974	110.8
IV	Chỉ số tài chính					
1	Tổng doanh thu	000' tỷ VND	646.5	331.0	696.0	107.7
2	Đóng góp Chính Phủ	000' tỷ VND	148.5	77.6	160.0	108.0

Nguồn: PVN

Bảng 4:

Mã	Giá hiện tại	PE	PB	EPS (TTM)	Giá mục tiêu	Xếp hạng
GAS	65,500	10.2	3.8	6,429	72,000	Overweight
PVD	62,000	8.3	8.3	7,497	70,000	Overweight
PGS	22,200	4.3	4.3	5,218	25,000	Overweight
PVS	15,300	7.0	7.0	2,201	18,600	Overweight
PVC	14,100	9.1	9.1	1,548	15,000	Neutral
CNG	34,800	6.2	6.2	5,592	35,000	Neutral

Nguồn: PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Tăng tỷ trọng = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Trung lập = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Giảm tỷ trọng = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | **Fax:** (84-8) 5 413 5472