

## Kỳ vọng vào những dự án thượng nguồn

- Giá dầu Brent được dự báo trung bình ở mức 85 USD/thùng năm 2024, cao hơn khoảng 3.7% so với trung bình ước tính năm 2023.
- Chúng tôi lạc quan hơn về triển vọng của các DN thượng nguồn và trung nguồn do nhiều dự án thăm dò khai thác sẽ được triển khai trong năm 2024 và giá cước vận tải dầu tiếp tục neo cao.
- Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu PVD, PVS và PVT.

### Chúng tôi dự báo giá dầu thô Brent 2024 ở mức trung bình 85 USD/thùng

Tồn kho dầu thô của Mỹ tăng mạnh, sản lượng cắt giảm của OPEC+ không đáp ứng được kỳ vọng của thị trường trong khi những quan ngại về nhu cầu thấp và nền kinh tế ảm đạm liên tục hiện hữu; tất cả những điều này khiến giá dầu chỉ còn duy trì quanh mức 80 USD/thùng trong quý 4/2023 (giảm 18% từ mức đỉnh vào tháng 9/2023). Chúng tôi đã xem xét đến việc nhu cầu dầu thô có thể thấp hơn kỳ vọng thị trường và từ đó đưa ra dự báo giá dầu thô trong năm 2024 là 85 USD/thùng và ước tính giá dầu năm 2023 ở mức 82 USD/thùng. Theo đó, kết quả kinh doanh của một số doanh nghiệp thuộc khu vực trung nguồn và hạ nguồn dầu khí có thể bị ảnh hưởng tiêu cực do nhu cầu thấp khiến giá bán khí thấp và crack spread các sản phẩm lọc dầu thấp.

### Nhiều dự án thăm dò, khai thác dầu khí được kỳ vọng triển khai trong 2024

Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí sẽ phục hồi khi một số dự án thượng nguồn lớn được kỳ vọng triển khai như Lạc Đà Vàng (693 triệu USD), Sư Tử Trắng giai đoạn 2B (1.3 tỷ USD) và đặc biệt là Lô B – Ô Môn (6.7 tỷ USD). Đây là nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp dầu khí trong nước với tiềm năng từ hoạt động khoan, xây lắp – thi công công trình dầu khí và các dịch vụ liên quan khác. Ở khu vực trung nguồn, mảng vận tải dầu có triển vọng khả quan khi tiếp tục hưởng lợi từ chênh lệch cung-cầu thế giới khiến giá cước duy trì ở mức cao, đặc biệt là mảng vận tải dầu thô. Vì vậy, chúng tôi cho rằng các DN vận tải dầu khí như PVT sẽ có triển vọng tích cực nhờ giá cước tăng đóng góp vào biên lợi nhuận gộp.

### Chúng tôi ưa thích các cổ phiếu PVD, PVS và PVT

Do giá dầu thô còn nhiều ẩn số và có thể không tích cực như kỳ vọng, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dầu khí ưa thích trong năm 2024 là cổ phiếu thượng nguồn (PVS, PVD) và trung nguồn (PVT) vì: (1) hoạt động kinh doanh không chịu ảnh hưởng quá nhiều bởi biến động giá dầu như các cổ phiếu khu vực hạ nguồn dầu khí và (2) triển vọng kinh doanh rõ ràng và chắc chắn trong trung hạn.

Hình 1: Các dự án thượng nguồn dầu khí đáng chú ý trong nước

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng dầu/ khí	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID				Dự kiến đồng khí đầu tiên
Sư Tử Trắng - GD 2B	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/2025: HĐ hiện tại hết hạn			Dự kiến đồng khí đầu tiên
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mở				Dự kiến đồng khí đầu tiên
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 triệu thùng dầu		T11/2023: đã nhận FID				Dự kiến đồng dầu đầu tiên
Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu		Dự kiến đồng dầu đầu tiên				

Nguồn: MBS Research tổng hợp

#### Trưởng phòng

**Nguyễn Tiến Dũng**

Dung1.NguyenTien@mbs.com.vn

#### Chuyên viên phân tích

**Phạm Thị Thanh Huyền**

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

## Kỳ vọng vào những dự án thương nguồn

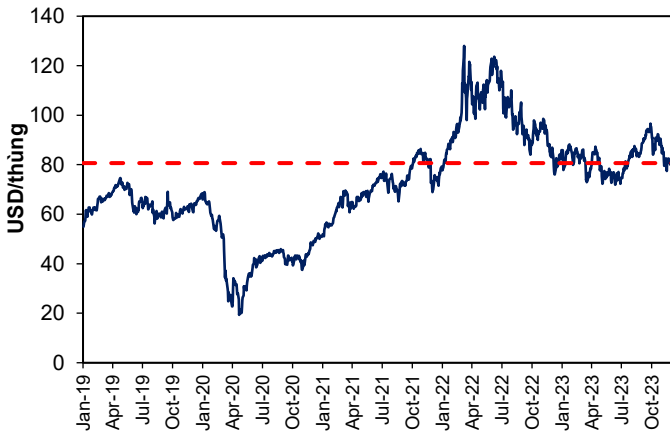
Chúng tôi dự báo giá dầu Brent đạt trung bình 85 USD/thùng trong năm 2024

Cam kết cắt giảm sản lượng của OPEC+ dường như không đủ để thúc đẩy giá dầu tăng khi lo ngại về nhu cầu thấp vẫn hiện hữu

Sau khi lên đến mức đỉnh 96.6 USD/thùng vào cuối tháng 9/2023, giá dầu Brent đã giảm khá mạnh do những lo ngại về nhu cầu yếu lẫn tác động cắt giảm nguồn cung từ phía OPEC+. Bên cạnh đó, tồn kho dầu thô của Mỹ tăng mạnh trở lại kể từ cuối tháng 10/2023 cũng phần nào gây áp lực giảm giá lên dầu thô.

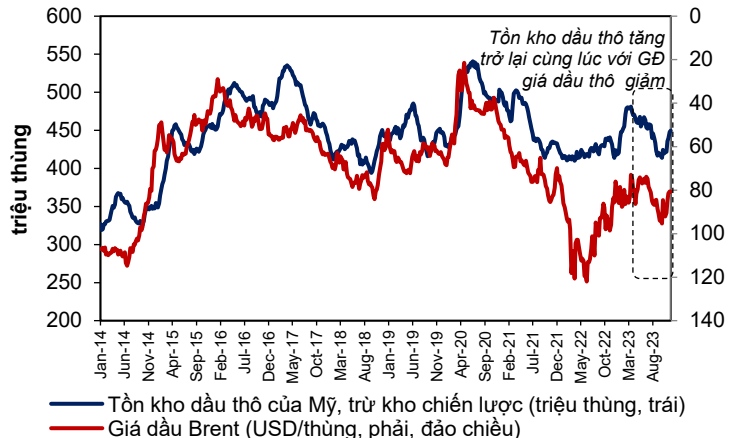
Tại cuộc họp gần nhất vào ngày 30/11/2023, các quốc gia thuộc OPEC+ đã đồng ý cắt giảm sản lượng tự nguyện khoảng 2 triệu thùng/ngày trong Q1/2024, trong đó 1.3 triệu thùng thuộc phần cắt giảm tự nguyện kéo dài của Saudi Arabia và Nga. Như vậy, tổng sản lượng dầu thô thế giới có thể tăng 1.9% trong năm 2024. Mức cắt giảm này dường như vẫn chưa đáp ứng được kỳ vọng của thị trường, do đó giá dầu thế giới vẫn chưa có dấu hiệu tích cực trở lại. Giá dầu Brent hiện chỉ còn duy trì quanh mức 80 USD/thùng trong quý 4/2023.

Hình 2: Diễn biến giá dầu Brent không quá tích cực khi chỉ duy trì quanh vùng 80 USD/thùng trong quý 4/2023



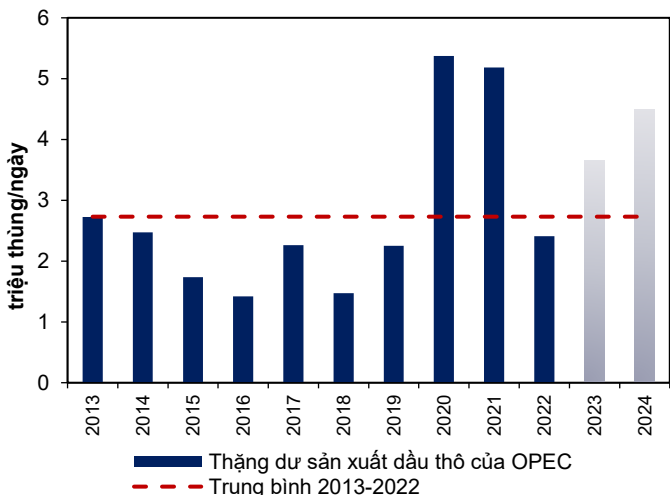
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 3: Tồn kho dầu thô (trừ dự trữ chiến lược) của Mỹ đã tăng mạnh khi nhu cầu sử dụng không lớn, khiến giá dầu gần như lao dốc



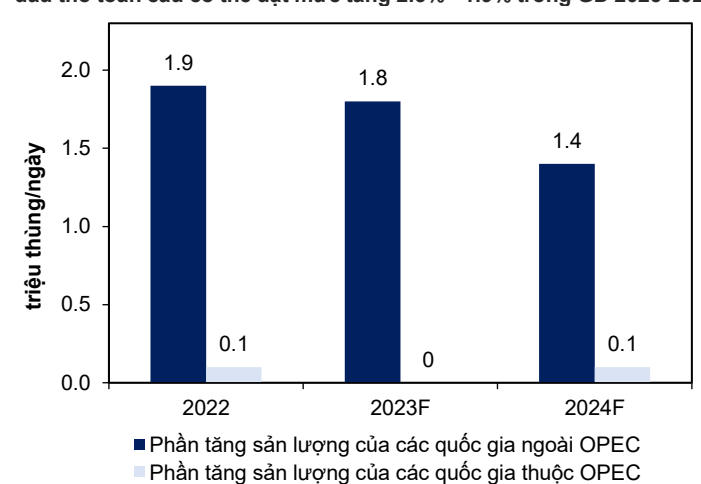
Nguồn: Bloomberg, EIA, MBS Research

Hình 4: Dự báo thặng dư sản xuất dầu thô của OPEC



Nguồn: EIA, MBS Research

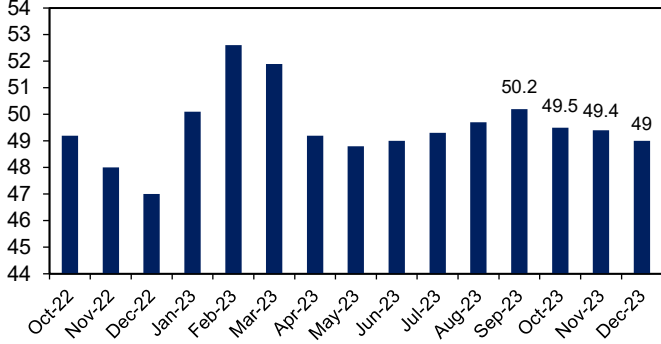
Hình 5: Tổng hợp phần tăng của khối OPEC và ngoài OPEC, sản lượng dầu thô toàn cầu có thể đạt mức tăng 2.5% - 1.9% trong GD 2023-2024



Nguồn: OPEC, MBS Research

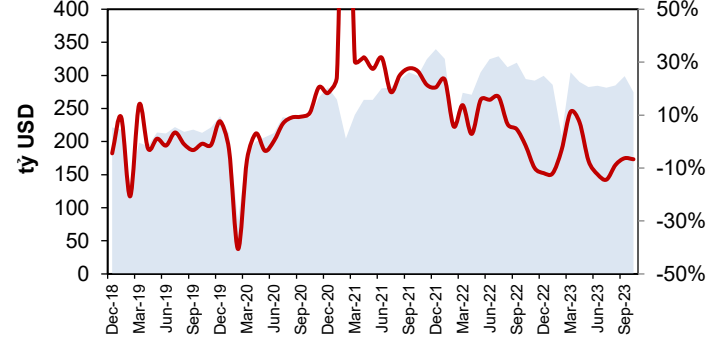
Trong các báo cáo trước, chúng tôi đã đề cập đến việc hồi phục của cầu dầu thô thế giới sẽ phụ thuộc khá nhiều vào nền kinh tế Trung Quốc. Tính đến thời điểm hiện tại, điều chúng tôi quan ngại nhất có thể đang đến gần: Trung Quốc chưa hồi phục với tốc độ như kỳ vọng, dẫn đến: (1) nhu cầu sử dụng dầu thô của nước này giảm và (2) gián tiếp ảnh hưởng tới tốc độ tăng trưởng của nền kinh tế thế giới nói chung và nhu cầu sử dụng dầu thô thế giới nói riêng.

**Hình 6: PMI điều chỉnh theo mùa của Trung Quốc đã xuống dưới mức 50 trong ba tháng gần nhất**



\*PMI<50 cho thấy hoạt động của các nhà máy suy giảm so với tháng trước  
 Nguồn: Tổng cục Thống kê Trung Quốc, MBS Research

**Hình 7: Giá trị xuất khẩu của Trung Quốc trong 3 tháng gần nhất đều giảm so với cùng kỳ năm trước**



— Giá trị xuất khẩu của Trung Quốc (tỷ USD) — Tăng svck  
 Nguồn: Bloomberg, MBS Research

**Hình 8: Tăng trưởng nhu cầu dầu thô tại Trung Quốc được kỳ vọng chiếm phần lớn tăng trưởng tổng cầu dầu thô toàn thế giới**

Khu vực	2022	2023F	% tăng svck	2024F	% tăng svck
<b>OECD</b>	<b>45.75</b>	<b>45.84</b>	<b>0.18%</b>	<b>46.09</b>	<b>0.56%</b>
Châu Mỹ	24.87	25.01	0.56%	25.19	0.72%
Châu Âu	13.51	13.45	-0.40%	13.51	0.41%
Châu Á	7.38	7.38	0.02%	7.40	0.29%
<b>Ngoài OECD</b>	<b>53.90</b>	<b>56.28</b>	<b>4.40%</b>	<b>58.27</b>	<b>3.53%</b>
Trung Quốc	14.85	16.09	7.61%	16.67	3.61%
Trung Đông	8.30	8.64	4.09%	9.02	4.40%
Ấn Độ	5.14	5.37	4.48%	5.59	4.10%
Khác	25.61	26.18	2.23%	26.99	3.09%
<b>Toàn thế giới</b>	<b>99.66</b>	<b>102.11</b>	<b>2.47%</b>	<b>104.31</b>	<b>2.20%</b>

Nguồn: OPEC, MBS Research

### Kịch bản giá dầu năm 2024

Trước những số liệu kém tích hơn về nhu cầu sử dụng dầu thô, đồng thời nhận thấy các biện pháp cắt giảm nguồn cung chưa thực sự mạnh tay, chúng cho rằng giá dầu năm 2024 khó có thể vượt mốc 90 USD/thùng như nhiều dự báo được đưa ra trước đó. Chúng tôi thực hiện dự phóng kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp ngành dầu khí dựa trên kịch bản giá dầu trung bình năm 2024 là 85 USD/thùng và ước tính giá dầu trung bình 2023 là 82 USD/thùng. Mặc dù mức giá này thấp hơn dự báo cũ của chúng tôi, đây vẫn là mức hỗ trợ tương đối ổn định cho toàn bộ chuỗi giá trị ngành dầu khí của Việt Nam.

**Hình 9: Dự phóng giá dầu Brent của một số tổ chức trên thế giới**

Tổ chức	Dự báo giá dầu trung bình 2024	Ngày cập nhật
EIA	82 USD/thùng	10/01/2024
Barclays	93 USD/thùng	07/11/2023
S&P Global	85 USD/thùng	08/11/2023
World Bank	81 USD/thùng	30/11/2023

Nguồn: MBS Research tổng hợp

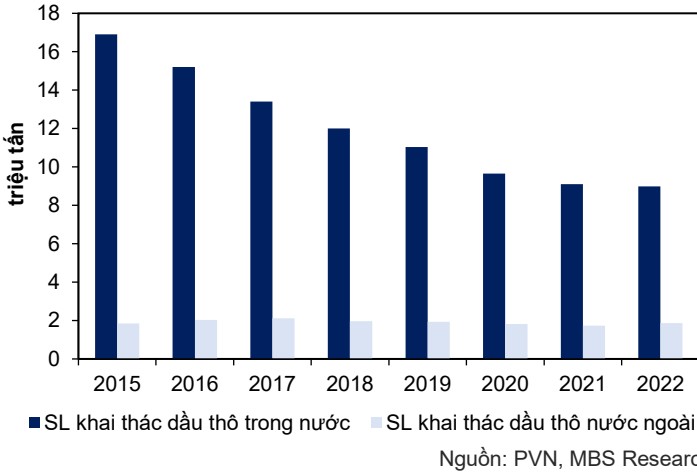
## Triển vọng tươi sáng của khu vực thượng nguồn dầu khí

### Các dự án trong nước tạo cơ hội cho các doanh nghiệp thượng nguồn ngành dầu khí

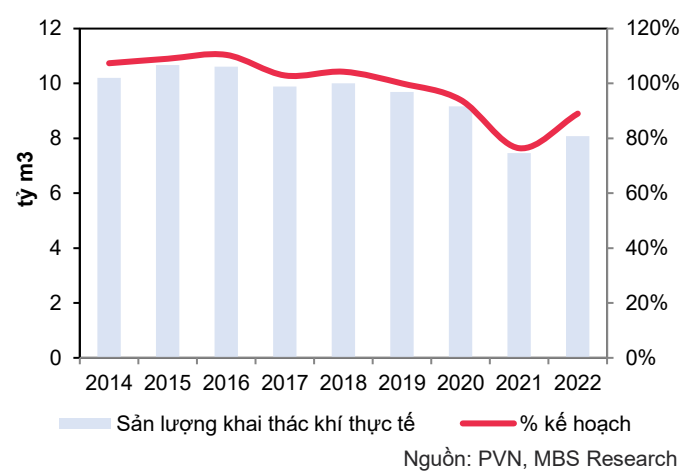
Những năm gần đây, hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí của Việt Nam khá trầm lắng mặc dù giá dầu duy trì cao hơn so với mức hòa vốn (55 USD/thùng). Sản lượng khai thác dầu thô trong nước liên tục thấp hơn các năm trước đó, trong khi việc thiếu khí đang trở nên trầm trọng hơn trong 2 năm gần đây và thậm chí không đạt kế hoạch khai thác khí mà PVN đề ra.

Hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí tại các mỏ mới là cần thiết bởi các mỏ dầu khí có đóng góp sản lượng lớn hiện đều đang ở giai đoạn khai thác cuối với độ ngập nước cao và sản lượng suy giảm tự nhiên khoảng 15% - 25%/năm. Trong nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí sẽ phục hồi khi một số dự án thượng nguồn lớn được kỳ vọng triển khai. Đây là nguồn công việc lớn cho các doanh nghiệp dầu khí trong nước với tiềm năng từ hoạt động khoan, xây lắp M&C và các dịch vụ liên quan khác.

Hình 10: Sản lượng dầu thô khai thác trong nước liên tục sụt giảm trong những năm gần đây



Hình 11: Sản lượng khai thác khí trong nước cũng suy giảm mạnh và thậm chí không đạt kế hoạch đề ra



Hình 12: Một số dự án thượng nguồn đáng chú ý trong thời gian tới

Dự án	Vị trí	Vốn đầu tư (triệu USD)	Trữ lượng dầu/ khí	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Lô B	Bể Malay - Thổ Chu	6,700	107 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID			Dự kiến đồng khí đầu tiên			
Sư Tử Trắng - GD 2B	Bể Cửu Long	1,300	20 tỷ m3 khí		Dự kiến nhận FID	T9/2025: HĐ hiện tại hết hạn		Dự kiến đồng khí đầu tiên			
Nam Du - U Minh	Bể Malay - Thổ Chu	n/a	171.3 tỷ m3 khí		Đang lập KH phát triển mở			Dự kiến đồng khí đầu tiên			
Lạc Đà Vàng	Bể Cửu Long	693	61 triệu thùng dầu		T11/2023: đã nhận FID			Dự kiến đồng dầu đầu tiên			
Kinh Ngư Trắng - Kinh Ngư Trắng Nam	Bể Cửu Long	650	6 triệu thùng dầu					Dự kiến đồng dầu đầu tiên			
Cá Voi Xanh	Bể Sông Hồng	4,600	150 tỷ m3 khí		Đang chuẩn bị KH phát triển mở						Dự kiến đồng khí đầu tiên
Bảo Vàng - Bảo Đen	Bể Sông Hồng	1,321	58 tỷ m3 khí		Đang thăm dò						
Kèn Bầu	Bể Sông Hồng	n/a	200-250 tỷ m3 khí		Đang khám phá						

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Trong số các dự án thượng nguồn sắp được triển khai, chuỗi dự án khí – điện Lô B – Ô Môn là dự án có tổng mức đầu tư lớn nhất và nhận được nhiều sự quan tâm nhất. Mặc dù chúng tôi duy trì quan điểm so với các báo cáo trước và cho rằng quyết định đầu tư cuối cùng (FID) cho dự án này chưa thể được phê duyệt trong năm 2023 mà phải dời sang nửa đầu năm 2024, chúng tôi nhận thấy các động thái trao thầu hạn chế để thực hiện một phần công việc trước khi có FID đã cho thấy phần nào nỗ lực đàm phán của các bên liên quan.

Hình 13: Khối lượng công việc của dự án Lô B – Ô Môn

	Chi phí đầu tư	Quy mô	DN hưởng lợi	Nhận định
Thượng nguồn	6.7 tỷ USD	- 1 giàn xử lý trung tâm CPP - 43 giàn đầu giếng - 1000 giếng khai thác - 1 FSO	PVS	- Đã trúng thầu gói EPCI#1 (1.1 tỷ USD) cùng liên danh với McDermott (thiết kế, xây dựng, lắp đặt cụm giàn công nghệ trung tâm và giàn nhà ở) - Đã trúng thầu gói EPCI#2 (ước tính 400 triệu USD) (thiết kế, mua sắm, chế tạo và lắp đặt giàn thu gom/giàn đầu giếng và hệ thống đường ống nội mô)
			PVD	Có thể tham gia vào giai đoạn đầu của dự án từ năm 2025 và khoan các giếng khai thác bổ sung vào giai đoạn sau của dự án
			PVC	Cung cấp dịch vụ khoan
			PXS	Thầu phụ
Trung nguồn	1.3 tỷ USD	Đường ống dài hơn 400 km (cả trên biển lẫn trên bờ)	PVS	T12/2023, Liên danh PVS - Lilama 18 đã được nhận gói thầu đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn (tạm gọi là EPCI#3) bao gồm: mua sắm vật tư thiết bị và thi công lắp đặt (đường ống bờ); thiết kế chi tiết và chạy thử (đường ống biển, đường ống bờ)
			PVB	Bọc ống, giá trị gói thầu khoảng 100 triệu USD
			GAS	GAS nắm giữ 51% cổ phần của dự án đường ống dẫn khí --> Hưởng lợi từ 2026 nhờ được vận chuyển khí và nguồn khí bổ sung từ Lô B.
Hạ nguồn	3.5 tỷ USD	4 nhà máy nhiệt điện khí (Ô Môn 1, 2, 3, 4)	PVS, PXS	Thầu phụ

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Các dự án thượng nguồn được triển khai tích cực với thông tin gần nhất đến từ quyết định đầu tư cuối cùng của mỏ Lạc Đà Vàng và gói EPCI#3 của Lô B – Ô Môn hứa hẹn đem lại nguồn công việc dồi dào cho các doanh nghiệp khu vực thượng nguồn dầu khí, đặc biệt là PVS. Mặc dù PVD có định hướng cho thuê các giàn khoan tự nâng tại nước ngoài đến hết năm 2024, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp này vẫn sẽ hưởng lợi từ các dự án trên nhờ đảm nhận khối lượng công việc liên quan đến dịch vụ khoan dầu khí giai đoạn sau 2024.

### Thị trường giàn khoan khởi sắc

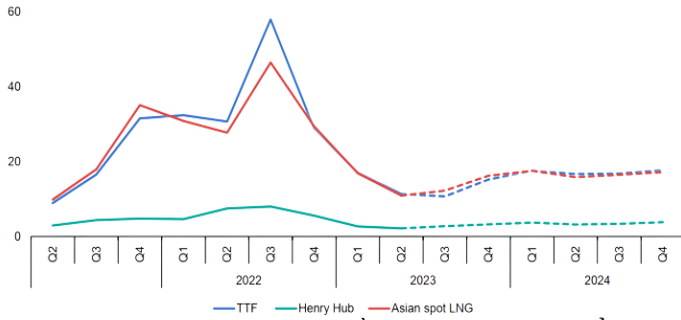
Thị trường khoan trên thế giới trong năm 2023 liên tục ấm lên và đạt hiệu suất trên 80% đối với các giàn tự nâng. Nhu cầu thăm dò và khai thác dầu khí tại khu vực Trung Đông tăng mạnh (Saudi Aramco và Adnoc đều có kế hoạch tăng sản lượng thêm 8.3% và 7.0%) đã tạo ra làn sóng chuyển dịch các giàn khoan tự nâng về khu vực Trung Đông và gián tiếp gây thiếu hụt giàn khoan tại các khu vực khác trên thế giới. Tại Đông Nam Á, nhu cầu giàn khoan nói chung và giàn tự nâng nói riêng tăng mạnh nhờ: (1) các chiến dịch khoan mới đang được triển khai tại Malaysia, Indonesia và (2) các hợp đồng khoan có xu hướng kéo dài hơn và dao động quanh mức 750 ngày đến 1000 ngày kể từ năm 2024.

Ở phía nguồn cung, số lượng giàn khoan mới trong giai đoạn 2024 là không nhiều, dẫn đến giá thuê giàn khoan tăng cao trên thế giới nói chung và khu vực Đông Nam Á nói riêng. Hiệu suất hoạt động của các giàn khoan tự nâng tại Đông Nam Á đang đạt mức rất cao, luôn trên 90% trong 6 tháng gần đây và cao nhất kể từ năm 2021; giá thuê duy trì ổn định ở mức cao khoảng 110 nghìn USD/ngày. Chúng tôi cho rằng mức giá thuê này sẽ tiếp tục duy trì thậm chí tăng cao vào năm 2024 khi giàn khoan ngày càng khan hiếm.



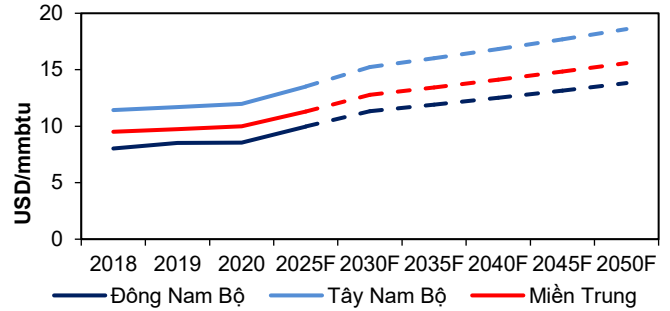


Hình 17: Dự phóng của IEA về biến động giá spot LNG tại khu vực châu Á đến năm 2024 theo giá TTF Hà Lan và Henry Hub



Nguồn: IEA, MBS Research tổng hợp

Hình 18: Dự báo giá khí tự nhiên trong nước đến 2050 theo QHĐ8

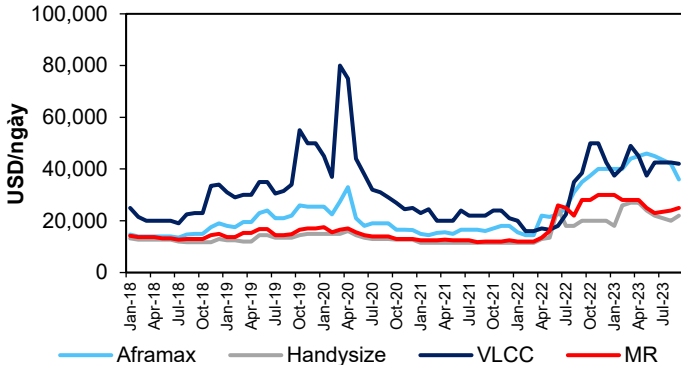


Nguồn: Viện Năng lượng, MBS Research tổng hợp

**Cước vận tải dầu khí duy trì cao, tác động tích cực đến DN vận tải dầu khí**

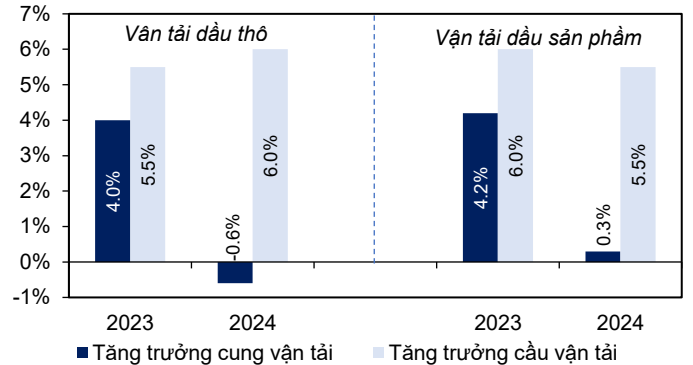
Nhu cầu vận tải tấn-dặm đối với dầu thô và dầu sản phẩm trên thế giới được dự báo liên tục tăng, trong khi nguồn cung tàu mới và tốc độ vận chuyển hạn chế dẫn đến cước vận tải dầu thô và dầu sản phẩm tăng cao trong thời gian vừa qua. Chúng tôi cho rằng giá cước này sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao ít nhất đến hết năm 2024 nhờ chênh lệch cung-cầu thế giới, đồng thời có thể được hỗ trợ phần nào từ việc thay đổi hải trình bởi các xung đột địa chính trị, từ đó tác động tích cực đến các doanh nghiệp vận tải dầu như PVT. Tuy nhiên, giá cước vận tải của các doanh nghiệp vận tải dầu này vẫn có thể bị ảnh hưởng nếu nhu cầu tấn-dặm không cao như kỳ vọng do ảnh hưởng từ nền kinh tế ảm đạm.

Hình 19: Giá cho thuê định hạn một số loại tàu dầu thô trên thế giới



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 20: Dự báo chênh lệch cung-cầu vận tải dầu thế giới



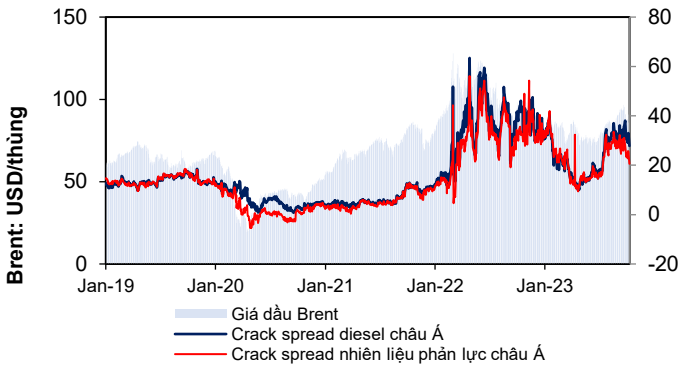
Nguồn: MBS Research

**Hạ nguồn: Biên lợi nhuận lọc dầu có thể chỉ tăng nhẹ**

Ở các báo cáo trước, chúng tôi đã kỳ vọng crack spread các sản phẩm dầu diesel và nhiên liệu bay sẽ neo cao trong năm 2024 nhờ (1) nhu cầu du lịch hồi phục khi nền kinh tế hồi phục và (2) El Nino dự kiến kéo dài đến hết 2024 và gây ra thiếu hụt năng lượng. Tuy nhiên, những số liệu vĩ mô trong các tháng gần đây không quá khả quan, có thể đi kèm với việc cầu tiêu thụ các sản phẩm lọc dầu không cao như dự kiến và crack spread các sản phẩm này thấp hơn kỳ vọng ngay cả khi nguồn cung thắt chặt. Điều tương tự đã xảy ra với dầu thô và giá dầu thô hiện tại đã phản ánh phần nào tác động của nguồn cầu ảm đạm.

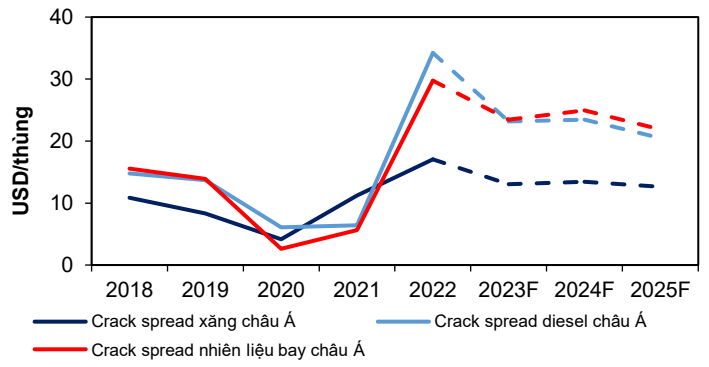
Vì lý do liên quan đến rủi ro nhu cầu thấp nếu trên, chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự phóng các loại crack spread tham chiếu xuống thấp hơn 5% so với dự báo trước đó. Theo đó, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của các doanh nghiệp hạ nguồn mảng lọc hóa dầu cũng sẽ bị ảnh hưởng giảm bớt phần tích cực so với các dự phóng trước đây. Mặc dù vậy, chúng tôi vẫn dự báo crack spread tham chiếu năm 2024 cao hơn một chút so với ước tính năm 2023: crack spread xăng châu Á năm 2024F đạt 13.4 USD/thùng (2023E: 13.0 USD/thùng), crack spread diesel châu Á năm 2024F đạt 23.5 USD/thùng (2023E: 23.2 USD/thùng).

Hình 21: Những nhân tố về cung và cầu thường tác động đến giá dầu thô và crack spread theo cùng chiều...



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 22: ... do đó chúng tôi thực hiện điều chỉnh dự phóng các loại crack spread tham chiếu, sau khi điều chỉnh dự phóng giá dầu thô



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

## Chiến lược đầu tư ngành Dầu khí: “Ăn chắc, mặc bền” với cổ phiếu thượng nguồn và trung nguồn

Do giá dầu thô có thể biến động nhưng vẫn duy trì ở mức cao, chúng tôi lựa chọn cổ phiếu dầu khí ưa thích trong năm 2024 là các cổ phiếu thượng nguồn (PVD, PVS) và trung nguồn (PVT) với lý do: (1) hoạt động kinh doanh không chịu ảnh hưởng quá nhiều từ biến động giá dầu như các cổ phiếu ở khu vực hạ nguồn dầu khí và (2) triển vọng kinh doanh rõ ràng và chắc chắn trong trung hạn. Trong khi lợi nhuận của PVD trong năm 2024 được kỳ vọng gây ấn tượng bởi giá thuê giàn tăng cao đóng góp trực tiếp vào biên lợi nhuận gộp, PVS và PVT lại được kỳ vọng tăng trưởng vững chắc trong trung - dài hạn và chúng tôi cho rằng định giá của các cổ phiếu này vẫn khá hấp dẫn so với tiềm năng.

Hình 23: Một số cổ phiếu ngành dầu khí

Mã cổ phiếu	Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	Khuyến nghị	Nhận định
PVS *	47,000	MUA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Các dự án thượng nguồn được kỳ vọng triển khai trong năm 2024 như Lạc Đà Vàng và Lô B – Ô Môn dự kiến sẽ đem lại khối lượng công việc dồi dào cho PVS. Doanh nghiệp đã được trao thầu hạn chế gói EPCI#1 (1.1 tỷ USD) và EPCI#2 (400 triệu USD), dự kiến thực hiện trong năm 2024, mang lại triển vọng tích cực cho mảng M&amp;C.</li> <li>Giá dầu được điều chỉnh giảm so với dự phóng cũ nhưng vẫn duy trì ở mức khá cao (85 USD/thùng), giúp lợi nhuận mảng FSO/FPPO duy trì ổn định</li> <li>Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVS trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 946 và 1,184 tỷ VNĐ (tăng 7.1% - 25.2% svck)</li> </ul>
PVD *	34,700	MUA	<ul style="list-style-type: none"> <li>PVD được dự kiến sẽ tiếp tục có nguồn công việc ổn định và liên tục trong thời gian tới khi cung giàn khoan tự nâng tại khu vực Đông Nam Á thắt chặt trong khi nhu cầu trong khu vực tăng cao và các dự án thượng nguồn dầu khí trong khu vực có tiến triển. Theo thông tin của chúng tôi, tất cả các giàn khoan của PVD đều đã có việc làm đến hết năm 2024. Mặc dù dự kiến cho thuê các giàn khoan tại nước ngoài, PVD vẫn có thể hưởng lợi từ các dự án thượng nguồn trong nước được triển khai nhờ cung cấp dịch vụ khoan cho các dự án này.</li> <li>Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVD trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 495 tỷ VNĐ (cùng kỳ lỗ 103 tỷ) và 983 tỷ VNĐ (tăng 139% svck) nhờ giá thuê tăng mạnh và hiệu suất tăng đóng góp trực tiếp vào biên LNG.</li> </ul>
PVT *	30,100	MUA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mảng vận tải dầu của PVT được dự báo hưởng lợi nhờ chênh lệch cung-cầu vận tải dầu thế giới (hải trình và khối lượng tăng với tốc độ nhanh hơn đội tàu và tốc độ di chuyển). PVT cũng đang triển khai mở rộng đội tàu nhanh hơn dự kiến với kế hoạch đầy tham vọng (85 tàu vào năm 2025).</li> <li>Việc tăng giá dầu thô sẽ giúp giá cước vận tải tái ký của PVT tại các hợp đồng mới cao hơn dự kiến; đặc biệt, biên lợi nhuận mảng vận tải dầu thô tăng cao trên 30% vào Q2/2023 nhờ giá cước tái ký tích cực.</li> <li>Chênh lệch cung-cầu vận tải dự kiến sẽ tiếp tục diễn ra trong năm 2024 và hỗ trợ lợi nhuận của PVT duy trì ở mức cao. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVT trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 1,055 và 1,133 tỷ VNĐ (tăng 23% - 7% svck)</li> </ul>
GAS	82,700	NĂM GIỮ	<ul style="list-style-type: none"> <li>GAS đóng vai trò quan trọng trong cung cấp LNG cho các nhà máy điện khí và có thể nhận được nguồn khí cấp mới khi dự án khí điện Lô B - Ô Môn đang có những tiến triển tích cực.</li> <li>Tuy nhiên, việc điều chỉnh hạ dự báo giá dầu xuống khoảng 9% so với dự báo cũ đã ảnh hưởng tới giá bán khí dự phóng của GAS; đồng thời trong buổi giao ban gần nhất, GAS cũng dự kiến sản lượng khí khô trong năm 2024 chỉ đạt khoảng 6.4 tỷ m<sup>3</sup> - giảm mạnh so với 2023 (khoảng 7.3 tỷ m<sup>3</sup>), khiến triển vọng lợi nhuận của doanh nghiệp này trong năm 2024 khá âm đạm.</li> <li>Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 11,929 và 11,664 tỷ VNĐ (lần lượt giảm 19% svck và 2% svck).</li> </ul>
BSR	23,100	MUA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá dầu thô và biên lợi nhuận lọc dầu trong năm 2024 nhằm phản ánh nguy cơ đến từ nền kinh tế phục hồi chậm và nhu cầu sử dụng các sản phẩm lọc dầu thấp hơn kỳ vọng. Theo đó, giá dầu năm 2024 được dự phóng ở mức 85 USD/thùng (dự báo cũ: 92 USD/thùng) và crack spread các sản phẩm lọc dầu giảm 5% so với dự báo cũ.</li> <li>Việc chuyển sản niêm yết của BSR dường như không thể thực hiện được trong năm 2023 và vẫn gặp nhiều khó khăn liên quan đến vấn đề pháp lý.</li> <li>Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của BSR trong giai đoạn 2023-2024 đạt lần lượt 7,498 và 5,488 tỷ VNĐ (lần lượt giảm 49% svck và 27% svck)</li> </ul>

Nguồn: MBS Research tổng hợp



Hình 24: Dự phóng KQKD một số cổ phiếu ngành dầu khí

Tỷ đồng	PVS			PVD			PVT		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
Doanh thu	16,373	18,629	25,586	5,432	5,545	6,293	9,047	9,058	10,168
% svck	14.8%	13.8%	37.3%	35.9%	2.1%	13.5%	21.3%	0.1%	12.2%
LN gộp	915	907	1,128	577	1,102	1,754	1,655	1,734	1,933
Biên LN gộp (%)	5.6%	4.9%	4.4%	10.6%	19.9%	27.9%	18.3%	19.1%	19.0%
EBITDA	479	404	634	850	1,576	2,149	2,430	2,026	2,289
Biên EBITDA (%)	10.4%	9.9%	8.5%	15.0%	31.2%	35.8%	31.7%	28.6%	28.6%
LN ròng	884	946	1,184	-103	495	983	857	1,055	1,133
% svck	31.0%	7.1%	25.2%	n/a	n/a	138.8%	29.9%	23.0%	7.4%
EPS (đ/cp)	1,849	1,979	2,478	-211	889	1,767	2,649	3,259	3,501
BVPS (đ/cp)	25,564	27,075	29,146	24,896	26,087	27,925	18,546	21,919	25,995
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	19,467	20,595	26,125	2,998	5,283	7,641	10,508	14,542	19,008
Nợ/VCSH	10.6%	10.5%	10.1%	27.2%	24.3%	20.9%	46.1%	57.3%	61.5%
Tỷ suất cổ tức (%)	2.3%	2.4%	2.4%	n/a	0.6%	0.3%	0.5%	2.7%	1.2%
ROAE (%)	7.3%	7.5%	8.8%	-0.8%	3.5%	6.5%	15.3%	16.1%	14.6%
ROAA (%)	3.5%	3.4%	3.6%	-0.5%	2.4%	4.6%	6.4%	6.7%	6.1%

Tỷ đồng	GAS			BSR		
	2022	2023F	2024F	2022	2023F	2024F
Doanh thu	100,724	91,369	86,706	167,124	136,052	120,677
% svck	27.5%	-9.3%	-5.1%	65.3%	-18.6%	-11.3%
LN gộp	21,315	17,035	16,411	16,096	8,539	6,537
Biên LN gộp (%)	21.2%	18.6%	18.9%	9.6%	6.3%	5.4%
EBITDA	20,822	16,837	16,469	16,865	9,380	7,406
Biên EBITDA (%)	22.0%	20.4%	21.1%	10.8%	7.9%	7.1%
LN ròng	14,798	11,929	11,664	14,726	7,498	5,488
% svck	70.6%	-19.4%	-2.2%	119.3%	-49.1%	-26.8%
EPS (đ/cp)	7,732	6,232	6,094	4,750	2,418	1,770
BVPS (đ/cp)	31,274	34,034	36,653	16,531	18,238	19,374
Tiền mặt ròng/cổ phiếu (đ/cp)	14,904	15,745	18,404	5,183	8,733	9,380
Nợ/VCSH	9.9%	8.6%	6.6%	17.5%	17.4%	21.4%
Tỷ suất cổ tức (%)	3.3%	3.8%	3.8%	2.3%	3.8%	1.6%
ROAE (%)	26.7%	19.1%	17.2%	33.2%	13.9%	9.4%
ROAA (%)	18.3%	14.1%	13.1%	20.3%	9.2%	6.3%

Nguồn: MBS Research dự phóng và tổng hợp

Hình 25: So sánh một số cổ phiếu ngành dầu khí

Công ty	Mã CK	Giá mục tiêu 2024		Vốn hóa (tỷ VND)	P/E (lần) TTM	P/B (lần) Hiện tại	ROA%		ROE (%)	
		VND/cp	(tỷ VND)				2023F	2024F	2023F	2024F
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam	PVS	47,000	17,589	19.9	1.3	3.3	4.1	7.1	9.6	
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí	PVD	34,700	15,175	34.6	1.0	2.4	5.5	3.5	7.8	
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí	PVT	30,100	8,512	9.0	1.0	6.7	6.1	16.1	14.7	
Tổng Công ty Khí Việt Nam	GAS	82,700	173,404	11.9	2.3	14.1	13.1	19.1	17.2	
CTCP Lọc hóa Dầu Bình Sơn	BSR	23,100	57,049	7.4	1.0	9.2	6.3	13.9	9.4	
Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam	PLX	n/a	43,962	13.3	1.6	4.6	5.1	12.9	12.8	

Nguồn: Bloomberg, MBS Research dự phóng và tổng hợp

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:  
Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội  
Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601  
Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**  
*Trần Thị Khánh Hiền*

**Trưởng phòng**  
*Nguyễn Tiến Dũng*

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**  
*Lê Minh Anh*  
*Lê Ngọc Hưng*

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**  
*Đinh Công Luyến*  
*Đỗ Lan Phương*

**Bất động sản**  
*Nguyễn Minh Đức*  
*Lê Hải Thành*

**Công nghiệp – Năng lượng**  
*Nguyễn Hà Đức Tùng*  
*Phạm Thị Thanh Huyền*

**Dịch vụ - Tiêu dùng**  
*Nguyễn Quỳnh Ly*