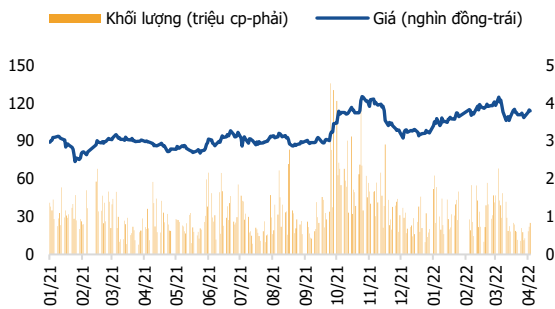


TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)

Ngành	Dầu Khí
KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	105,100
Giá hiện tại	101,900
Upside	3.14%
Ngày	05/04/2023

Một số chỉ tiêu chính	2022	2023F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	100,724	85,035
LN gộp (tỷ VND)	21,315	15,497
EBIT (tỷ VND)	17,799	11,585
LN ròng (VND)	14,798	10,457
Tăng trưởng LNR (%)	70.6%	-30.9%
EPS (VND)	7,732	5,345
Tăng trưởng EPS (%)	70.6%	-30.9%
BVPS (VND)	31,274	33,567
ROE (%)	24.7%	15.9%
ROA (%)	18.2%	12.6%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	95.8%
Cổ đông khác	4.2%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH
Vũ Thị Ngọc Lê
levtn@psi.vn
HẦM TRÚ AN AN TOÀN GIỮA THỊ TRƯỜNG BIẾN ĐỘNG

Kết quả kinh doanh năm 2022 đạt kỳ lục từ ngày thành lập. Giá dầu thô đạt đỉnh trong năm 2022 là nguyên nhân chính giúp cho GAS ghi nhận doanh thu 100,724 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế 14,798 tỷ đồng, cao nhất kể từ ngày thành lập Tổng công ty.

Kết quả kinh doanh 2023 vẫn tích cực dù đã đi qua đỉnh. Giá dầu bình quân năm 2023 được dự báo thấp hơn khoảng 20% so với năm 2022 sẽ khiến doanh thu và lợi nhuận của GAS không thể duy trì ở vùng đỉnh. Mặc dù vậy, mặt bằng giá dầu vẫn ở mức cao sẽ hỗ trợ cho kết quả kinh doanh của PVGas do sản lượng dự kiến tiếp tục ổn định.

Tiền mặt dồi dào là tấm nệm tài chính an toàn trong bối cảnh lãi suất cao và tình hình kinh doanh ít thuận lợi hơn. Tiền mặt ròng của PVGas tại BCTC Q4.2022 đạt gần 12,800 tỷ đồng. Trong môi trường lãi suất cao, lượng tiền mặt dồi dào giúp GAS hạn chế rủi ro gia tăng chi phí lãi vay đáng kể khi kết quả kinh doanh năm 2023 được kỳ vọng là giảm so với năm trước.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của PVGas được chúng tôi dự báo là 85,035 tỷ đồng và 10,457 tỷ đồng. Chúng tôi giả định giá dầu thô bình quân năm 2023 là 80 USD/thùng và giá CP bình quân năm 2023 là 700 USD/tấn. Sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ năm 2023 dự báo đạt 7.7 tỷ m³, giảm nhẹ 1.3% so với năm 2022 do trữ lượng các mỏ khí hiện đang khai thác suy giảm nhanh chóng.

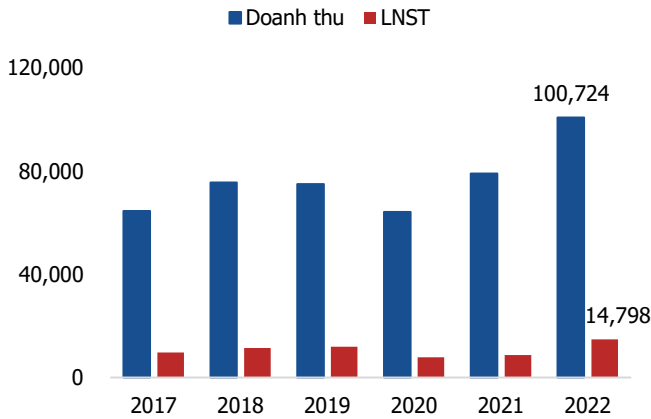
Chúng tôi xác định giá mục tiêu 12 tháng của GAS là **105,100đ/cp** (upside 3.14% so với giá đóng cửa ngày 05/04/2023), khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên các giả định (1) kết quả kinh doanh năm 2023 vẫn tích cực dù đã đi qua đỉnh (2) triển vọng dài hạn từ dự án Lô B – Ô Môn.

Rủi ro đối với kết quả định giá:

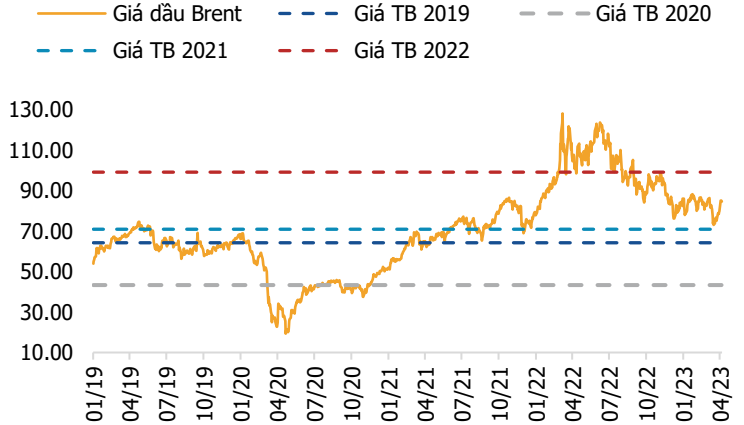
- (1) Giá dầu biến động mạnh so với ước tính của chúng tôi, ảnh hưởng trực tiếp tới sản lượng, doanh thu và lợi nhuận của PVGas.
- (2) Lãi suất giảm nhanh hơn dự kiến tác động trực tiếp tới thu nhập từ hoạt động tài chính của PVGas.
- (3) Dự án Lô B – Ô Môn triển khai chậm hơn kế hoạch làm ảnh hưởng tới các dự phóng về vốn đầu tư đường ống dẫn khí và kết quả kinh doanh của PVGas kể từ năm 2026.

Kết quả kinh doanh năm 2022 lập kỷ lục. PVGas ghi nhận doanh thu năm 2022 đạt 100,724 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế của cổ đông Công ty mẹ là 14,798 tỷ đồng, mức cao nhất trong lịch sử hoạt động của Tổng Công ty. Giá dầu Brent bình quân năm 2022 đạt 99.03 USD/thùng, cao cùng kỳ năm trước 40% là yếu tố chính giúp cho doanh thu và lợi nhuận của PVGas tăng mạnh so với cùng kỳ (+27.5% YoY và +70.6% YoY).

Kết quả kinh doanh năm 2022 đạt kỷ lục



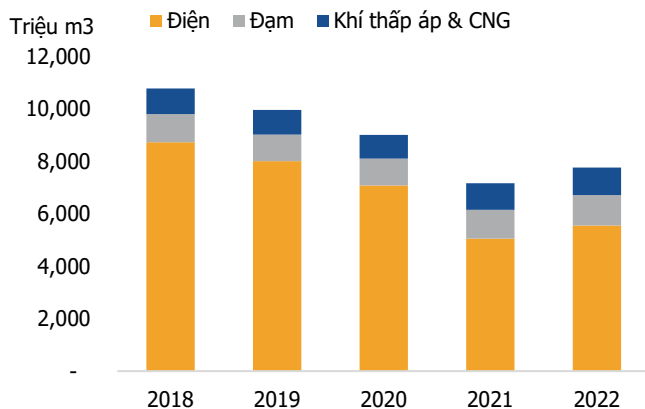
Giá dầu Brent trung bình năm 2022 cao hơn cùng kỳ 40%



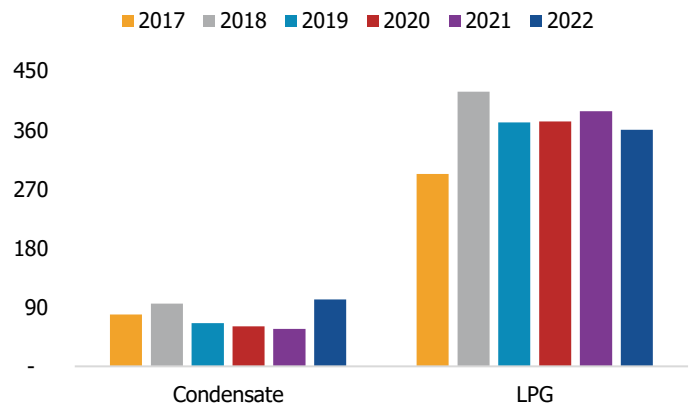
Nguồn: BCTC GAS, Bloomberg

Sản lượng LPG và condensate vượt kế hoạch trong khi sản xuất khí khô và LNG nhập khẩu không đạt kỳ vọng. Sản lượng LPG và condensate năm 2022 lần lượt đạt hơn 2 triệu tấn và 100 nghìn tấn, tương đương với cùng kỳ nhưng đã vượt kế hoạch năm 18% và 55%. Sản lượng khí khô sản xuất của PVGas năm 2022 chỉ đạt xấp xỉ 7.8 tỷ m³. So với kế hoạch 8.9 tỷ m³ khí khô và LNG, PVGas chỉ đạt 87.6% kế hoạch đặt ra. Nguyên nhân chính là do kế hoạch cung cấp khí cho khách hàng điện, nhóm khách hàng chiếm 70% sản lượng khí khô sản xuất hàng năm của PVGas, vượt xa so với kế hoạch huy động khí cho sản xuất điện của Bộ Công thương và thực tế cung cấp khí cho nhóm khách hàng này cũng chỉ đạt 97% kế hoạch của Bộ Công thương. Thêm vào đó, Kho Cảng Thị Vải GD1 đã hoàn thành nhưng do điều kiện không thuận lợi (giá nhập LNG quá cao và đầu ra của dự án là Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 vẫn đang trong giai đoạn triển khai) nên chưa được đưa vào vận hành, khiến sản lượng không đạt kế hoạch. Mặt khác, hoạt động cung cấp khí cho các khách hàng đạm và khách hàng công nghiệp tiếp tục ổn định và tăng trưởng 5% so với cùng kỳ 2021.

Sản lượng khí khô cung cấp theo nhóm khách hàng



Sản lượng condensate và LPG sản xuất và kinh doanh



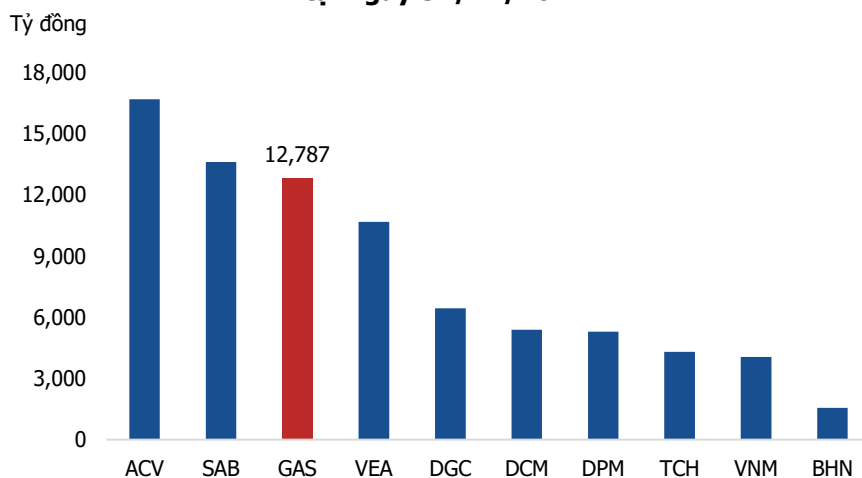
Nguồn: PVGas, PSI tổng hợp

Kết quả kinh doanh năm 2023 dự kiến giảm so với mức đỉnh năm 2022. Chúng tôi dự báo, sản lượng khí khô và LPG, condensate sản xuất và kinh doanh của PVGas sẽ không biến động mạnh trong năm 2023. Theo QĐ số 2976/QĐ-BCT về Kế hoạch cung cấp điện và vận hành hệ thống điện quốc gia năm 2023 được Bộ Công thương phê duyệt, sản lượng điện thương phẩm năm 2023 chỉ cao hơn năm trước 3.5%. Do đó, chúng tôi cho rằng huy động khí cho sản xuất điện sẽ không tăng mạnh. Nhóm khách hàng đạ m và khách hàng công nghiệp dự kiến nhu cầu ổn định và giảm nhẹ so với năm 2022 do kế hoạch sản xuất đạ m giảm khi nguồn cung trên thị trường quốc tế phục hồi nhanh chóng, thu hẹp cơ hội xuất khẩu của các doanh nghiệp sản xuất phân bón trong nước. Thêm vào đó, lượng tồn kho thành phẩm của các nhà máy Đạ m Phú Mỹ, Đạ m Cà Mau tại thời điểm cuối năm 2022 đã tăng cao gấp đôi cùng kỳ năm trước.

Với giá dầu thô Brent bình quân năm 2023 ước tính thấp hơn khoảng 20% so với năm trước, chúng tôi dự báo giá bán khí khô, phí vận chuyển khí và giá LPG kinh doanh của PVGas sẽ thấp hơn cùng kỳ. Trong khi đó, các chi phí cho hoạt động sản xuất kinh doanh không giảm tương ứng. Như vậy, doanh thu và lợi nhuận của GAS trong năm 2023 sẽ không thể duy trì ở mức đỉnh 2022 nhưng nhìn chung vẫn sẽ tích cực nếu so với những năm trước đó.

Tiền mặt dồi dào là tấm nệm tài chính an toàn cho PVGas trong môi trường lãi suất cao. Với lượng tiền mặt ròng gần 12,800 tỷ đồng tại ngày 31/12/2023, PV Gas có lợi thế đáng kể so với những doanh nghiệp sử dụng đòn bẩy tài chính cao khi mặt bằng lãi suất tăng mạnh từ nửa sau của năm 2022. Trong năm 2023, chúng tôi dự báo lãi suất có xu hướng giảm nhưng tốc độ giảm sẽ không nhanh do NHNN phải thực hiện mục tiêu kép hỗ trợ tăng trưởng kinh tế và kiểm chế lạm phát. Với lượng tiền mặt ròng thuộc nhóm lớn nhất trên thị trường, doanh thu từ lãi tiền gửi của GAS trong năm 2023 có thể tăng khoảng 35% so với 2022. Thêm vào đó, lượng tiền mặt ròng lớn sẽ là cơ sở để GAS duy trì chính sách chi trả cổ tức bằng tiền mặt với tỷ lệ cao, khoảng 30% mệnh giá.

Top DN niêm yết có tiền mặt ròng lớn nhất tại ngày 31/12/2022



Năm	Tỷ lệ chi trả cổ tức tiền mặt
2012	20%
2013	30%
2014	40%
2015	35%
2016	40%
2017	40%
2018	40%
2019	58%
2020	30%
2021	30%
2022	30%

Nguồn: PSI tổng hợp

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận năm 2023 của GAS đạt 85,035 tỷ đồng và 10,457 tỷ đồng dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Giá dầu thô bình quân năm 2023 đạt 80 USD/thùng, thấp hơn bình quân năm trước khoảng 20% và sản lượng khí khô sản xuất đạt 7.7 tỷ m³, thấp hơn cùng kỳ 1.3%, khiến cho doanh thu từ hoạt động sản xuất và kinh doanh khí khô giảm 10.37% YoY và biên lợi nhuận gộp hoạt động này giảm 6.02 điểm phần trăm so với năm trước xuống còn 20.14%.
- (2) Giá LPG trung bình năm 2023 đạt 700 USD/tấn, thấp hơn 5% so với trung bình năm trước làm doanh thu từ LPG giảm 26.14% YoY và biên lợi nhuận gộp giảm xuống còn 8.6% so với mức 9.7% của năm trước.
- (3) Kho chứa Thị Vải chưa vận hành và không đóng góp doanh thu trong năm 2023.

Kỳ vọng dự án khí Lô B – Ô Môn bổ sung nguồn khí đang suy giảm nhanh. Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn đang được PVN chỉ đạo tập trung mọi nguồn lực hoàn thành mục tiêu được nhận quyết định đầu tư (FID) vào tháng 6/2023, nhằm bảo đảm tiến độ thi công (dự án thương, trung nguồn) để đón dòng khí về bờ vào năm 2026. Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn nếu được triển khai sẽ mở ra triển vọng tăng trưởng mạnh cho PVGas từ năm 2026 khi nhận dòng khí đầu tiên, cung cấp mỗi năm trên 5 tỷ m³ khí trong 20 năm tiếp theo (bằng 65% sản lượng hiện tại), là nguồn cung bổ sung cho các nguồn khí đang khai thác có trữ lượng suy giảm nhanh trong những năm gần đây. Với giá dầu bình quân khoảng 75 USD/thùng, chúng tôi ước tính, với việc nhận thêm 5 tỷ m³ khí mỗi năm, doanh thu của GAS sẽ tăng thêm gần 30,000 tỷ đồng.

Định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là DCF và P/E với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
DCF	50%	122,761
P/E	50%	87,418
Tổng hợp kết quả định giá		105,100

Khuyến nghị: NẮM GIỮ

Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VND)	2022	2023E	2024F
Doanh thu thuần	78,992	100,724	85,035
Giá vốn hàng bán	(65,007)	(79,409)	(69,538)
Lợi nhuận gộp	13,986	21,315	15,497
Chi phí bán hàng & QLDN	(3,612)	(3,515)	(3,912)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	11,173	18,728	12,993
Doanh thu hoạt động tài chính	1,187	1,568	2,123
Chi phí tài chính	(403)	(671)	(743)
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	15	32	27
Lợi nhuận khác	32	78	78
Lợi nhuận trước thuế	11,205	18,806	13,071
Lợi nhuận sau thuế	8,852	15,066	10,457
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	8,673	14,798	10,231
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(179)	(268)	(226)
Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2022	2023E	2024F
Tài sản ngắn hạn	51,515	55,706	57,288
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	30,100	34,276	45,690
Các khoản phải thu	10,669	16,191	8,154
Hàng tồn kho	3,241	4,102	2,483
Tài sản ngắn hạn khác	7,456	1,082	914
Thuế thu nhập hoãn lại	49	55	46
Tài sản dài hạn	27,253	26,956	26,811
Tài sản cố định, xây dựng cơ bản dở dang	22,992	22,384	22,861
Đầu tư tài chính dài hạn	400	406	432
Tài sản dài hạn khác	3,861	4,167	3,518
Tổng tài sản	78,768	82,663	84,098
Nợ phải trả	26,575	21,489	18,311
I, Nợ ngắn hạn	16,124	11,231	8,779
II, Nợ dài hạn	10,452	10,258	9,532
Vốn chủ sở hữu	51,094	59,858	64,245
Vốn điều lệ	19,350	19,350	19,350
Lợi nhuận giữ lại	10,487	19,241	23,622
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,098	1,316	1,542
Tổng nguồn vốn	78,768	82,663	84,098

Chỉ số chính	2022	2023E	2024F
Định giá			
EPS	7,732	5,345	5,697
BVPS	31,274	33,567	36,207
Cổ tức	30%	30%	30%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	21.16%	18.22%	18.13%
Biên EBITDA	20.31%	17.00%	17.06%
Biên LNTT	14.69%	12.03%	11.99%
ROE	24.72%	15.92%	15.73%
ROA	18.23%	12.55%	11.18%
Tăng trưởng			
Doanh thu	21.16%	18.22%	18.13%
Lợi nhuận gộp	20.31%	17.00%	17.06%
Lợi nhuận sau thuế	14.69%	12.03%	11.99%
EPS	24.72%	15.92%	15.73%
Tổng tài sản	18.23%	12.55%	11.18%
VCSH	21.16%	18.22%	18.13%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	4.96	6.52	5.48
Thanh toán nhanh	0.07	0.07	0.16
Nợ/tài sản	0.10	0.10	0.23
Nợ/VCSH	52.84	28.38	31.46
Khả năng thanh toán lãi vay	4.96	6.52	5.48



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.
Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.