

**TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)**

Ngành	Dầu Khí
<b>KHUYẾN NGHỊ</b>	<b>NĂM GIỮ</b>
Giá mục tiêu	97,114
Giá hiện tại	99,600
Thay đổi	-2.5%
Ngày	2/8/2023

**KỶ VỌNG DÀI HẠN TỪ LNG VÀ CHUỖI DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN**

**Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm tương đối khả quan.** Sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ vượt kế hoạch nhờ huy động khí cho sản xuất điện cao hơn cùng kỳ khi pha khí hậu El Nino tác động tiêu cực tới hoạt động của các nhà máy thủy điện trong quý 2 năm 2023.

**Đẩy mạnh triển khai các dự án Kho cảng LNG để phục vụ nhu cầu của khách hàng điện trong thời gian tới.** PV Gas vừa tiếp nhận chuyển tàu LNG đầu tiên ở Kho cảng Thị Vải. Đồng thời, Tổng Công ty cũng đã nhận Quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư Dự án Kho cảng Sơn Mỹ, phục vụ chủ yếu cho NMD Sơn Mỹ I và II sẽ vận hành từ năm 2027.

**Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn được xúc tiến mạnh, dự kiến sẽ nhận được FID trong nửa sau của năm 2023.** EVN đã trao lại dự án Nhà máy điện Ô Môn 3&4 cho PVN trong tháng 5/2023, gỡ bỏ một trong những nút thắt quan trọng là đảm bảo đầu ra cho nguồn khí từ Lô B.

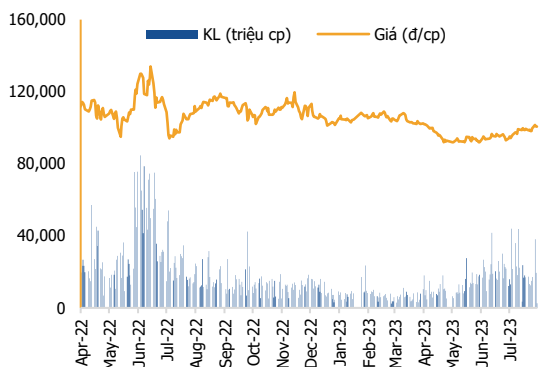
**Chúng tôi nâng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của GAS lên mức 90,351 tỷ đồng và 10,628 tỷ đồng.** Chúng tôi duy trì giả định giá dầu thô bình quân năm 2023 đạt 80 USD/thùng nhưng nâng ước tính tổng sản lượng khí khô tiêu thụ lên mức 8 tỷ m<sup>3</sup>, tăng 4% so với báo cáo trước do mức độ huy động khí từ các nhà máy điện cải thiện tích cực. Đồng thời, chúng tôi bổ sung ước tính doanh thu từ LNG năm 2023 đạt khoảng 548 tỷ đồng.

Chúng tôi điều chỉnh định giá cổ phiếu GAS về mức 97,114đ/cp (-2.5% so với giá đóng cửa ngày 2/8/2023), khuyến nghị **NĂM GIỮ** dựa trên các giả định (1) sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ năm 2023 cao hơn kế hoạch nhờ nhu cầu cao từ nhóm khách hàng điện; (2) Kho LNG Thị Vải bắt đầu vận hành và đem lại doanh thu.

**Rủi ro đối với kết quả định giá:**

- (1) Giá dầu đang chịu tác động chính từ phía cung dưới các quyết định cắt giảm sản lượng từ OPEC khi nhu cầu từ Trung Quốc phục hồi chậm.
- (2) Dự án Lô B – Ô Môn triển khai chậm hơn kế hoạch, do chưa thể ký các hợp đồng mua bán khí (GSA) và phân chia sản phẩm (PSC) làm ảnh hưởng tới các dự phóng về vốn đầu tư đường ống dẫn khí và kết quả kinh doanh của PVGas trong mô hình của chúng tôi.

Một số chỉ tiêu chính	2022	2023F
<b>Doanh thu thuần (tỷ VND)</b>	<b>100,724</b>	<b>90,351</b>
LN gộp (tỷ VND)	21,315	16,160
EBIT (tỷ VND)	17,799	12,004
<b>LN ròng (VND)</b>	<b>14,798</b>	<b>10,628</b>
Tăng trưởng LNR (%)	70.6%	-28.2%
EPS (VND)	7,732	5,817
Tăng trưởng EPS (%)	70.6%	-28.2%
BVPS (VND)	31,274	29,807
<b>ROE (%)</b>	<b>24.7%</b>	<b>15.8%</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>18.2%</b>	<b>11.1%</b>

**Diễn biến giá cổ phiếu**

**Cơ cấu cổ đông**

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

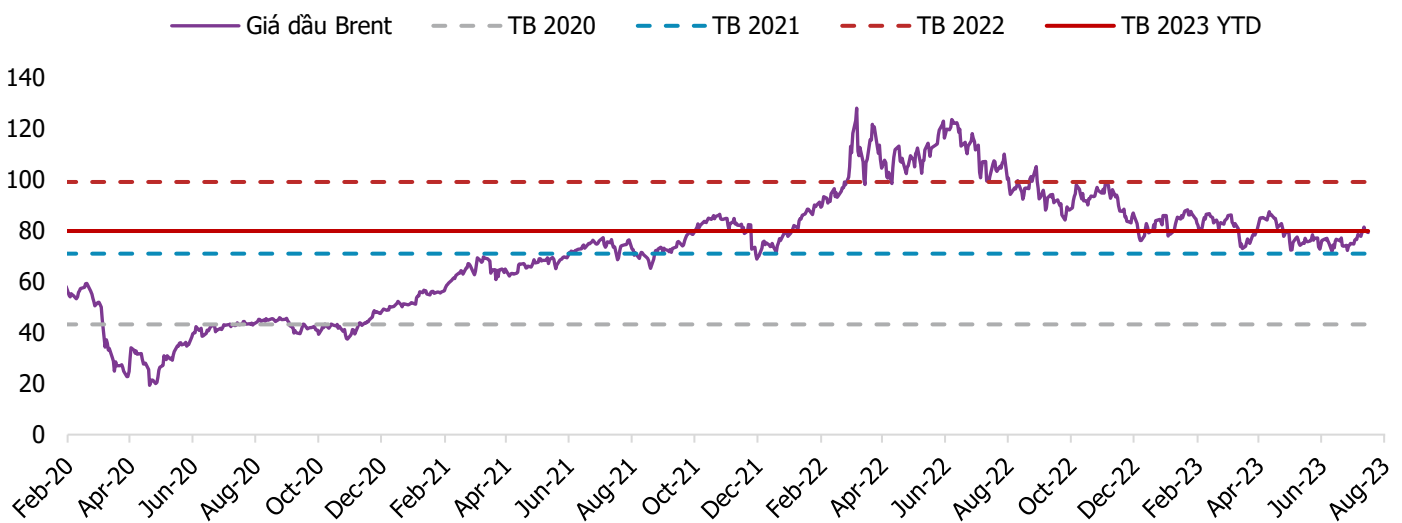
**CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH**
**Vũ Thị Ngọc Lê**

levtn@psi.vn

**Kết quả kinh doanh 6 tháng đầu năm tương đối khả quan.** Doanh thu và lợi nhuận của PV Gas lũy kế 6 tháng đầu năm 2023 đạt 45,257 tỷ đồng và 6,613 tỷ đồng, hoàn thành 59.2% kế hoạch doanh thu và 101.1% kế hoạch lợi nhuận cả năm 2023. Kết quả kinh doanh nửa đầu năm 2023 của GAS khá tích cực so với kế hoạch của doanh nghiệp, nguyên nhân là do:

- (1) Sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ vượt kế hoạch nhờ huy động khí cho sản xuất điện cao hơn cùng kỳ, đạt 4.14 tỷ m3 khí pha khí hậu El Nino tác động tiêu cực tới hoạt động của các nhà máy thủy điện trong quý 2 năm 2023.
- (2) Sản lượng LPG duy trì ổn định, trong 6 tháng đầu năm 2023, PV Gas đã cung cấp khoảng 1.06 triệu tấn LPG, tương đương với cùng kỳ.
- (3) Giá dầu thô thế giới 6 tháng đầu năm đạt trung bình 80 USD/thùng, cao hơn mức 70 USD/thùng được PV Gas sử dụng để xây dựng kế hoạch kinh doanh giúp cho doanh thu và lợi nhuận của GAS tốt dự kiến.

### Giá dầu Brent

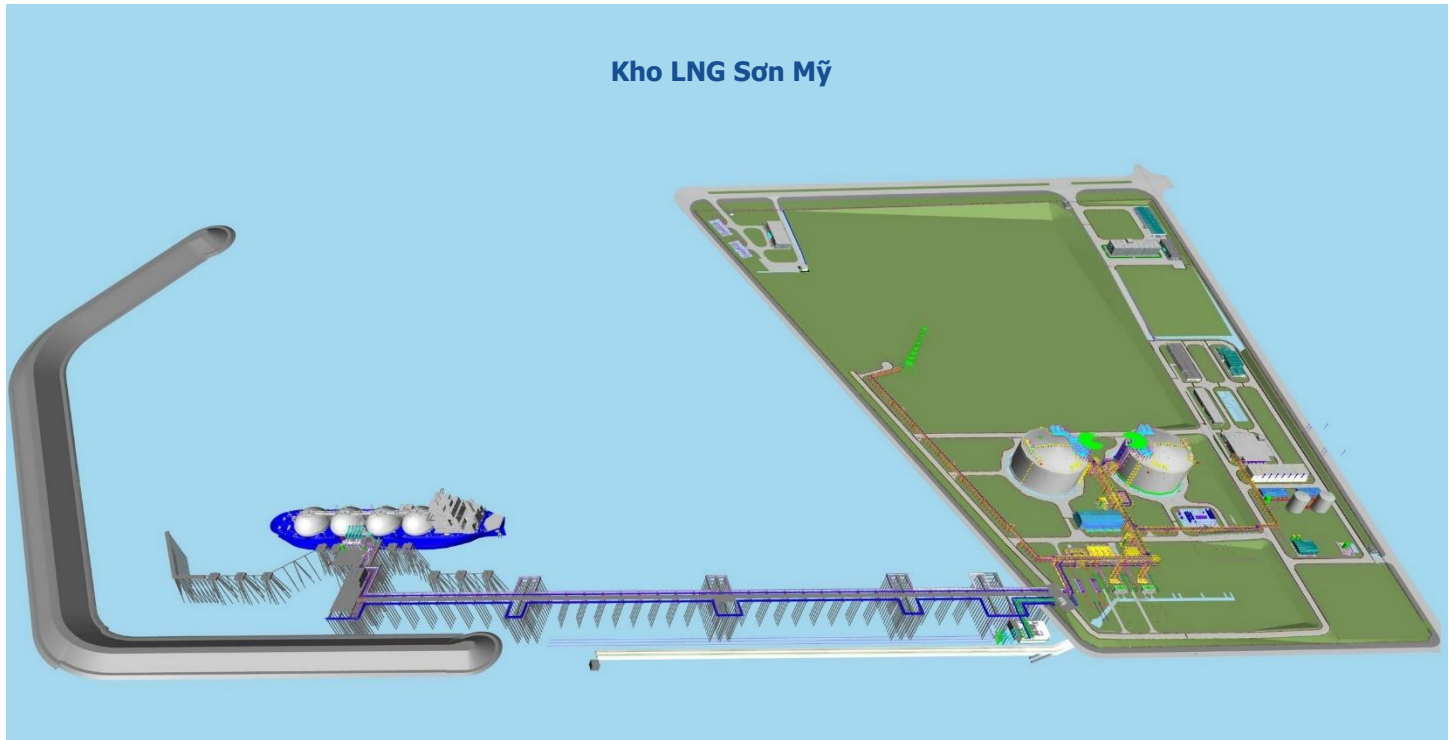


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Đáng chú ý, trong 6 tháng đầu năm 2023, doanh thu tài chính của PV Gas tăng gấp 1.76 lần cùng kỳ, lên mức 1,134.5 tỷ đồng nhờ thu lãi tiền gửi từ lượng tiền gửi hết sức dồi dào được hưởng lãi suất tốt. Thêm vào đó, chi phí lãi vay đã giảm 28.25% so với cùng kỳ nhờ dòng tiền khoẻ mạnh, đủ khả năng tài trợ vốn lưu động mà không cần vay ngắn hạn. Nợ vay ròng trong kỳ đã giảm gần 47 tỷ đồng do GAS chưa cần vốn dài hạn để đầu tư các dự án mới ngay lúc này.

**Đẩy mạnh triển khai các dự án Kho cảng LNG để phục vụ nhu cầu của các khách hàng điện trong thời gian tới.** Giá LNG châu Á trong nửa đầu năm 2023 đã giảm mạnh, tạo điều kiện thuận lợi cho PV Gas nhập chuyển tàu LNG đầu tiên để vận hàng thử nghiệm Kho Cảng Thị Vải. PV Gas đã tiếp nhận 70,000 tấn LNG đầu tiên vào hồi giữa tháng 7/2023. Dòng khí đầu tiên đã được đưa tới khách hàng vào ngày 25/7/2023 và quá trình chạy thử nghiệm độ tin cậy cũng đã hoàn thành ngày 2/8/2023.

Cũng trong trung tuần tháng 7/2023, PV Gas đã nhận được Quyết định chấp thuận Chủ trương đầu tư Dự án Kho cảng LNG Sơn Mỹ đồng thời chấp thuận nhà đầu tư cho Công ty TNHH Kho cảng LNG Sơn Mỹ từ Chủ tịch UBND Tỉnh Bình Thuận. Việc GAS liên tục đẩy nhanh triển khai các dự án Kho cảng LNG là phù hợp với sự tăng lên nhanh chóng của nhu cầu LNG cho các nhà máy điện khí trong Quy hoạch điện VIII khi công suất điện khí được nâng lên 14,930 MW, tăng 2.1 lần so với hiện tại.

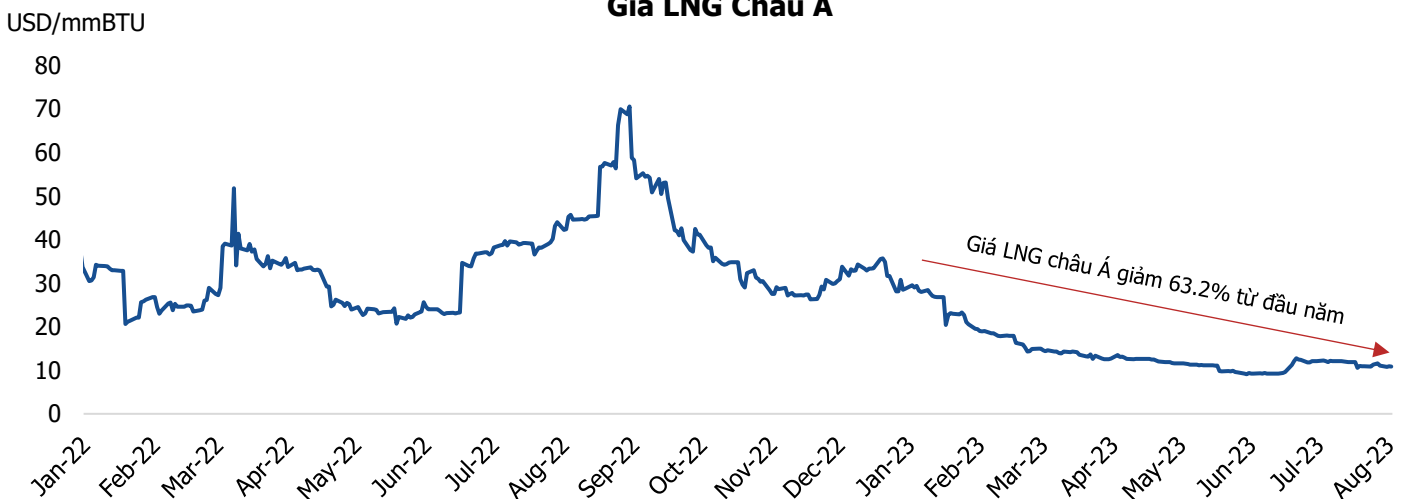


Kho LNG Sơn Mỹ

Nguồn: PV Gas

Giá LNG châu Á dự kiến sẽ duy trì ở vùng 10-12 USD/mmBTU trong nửa cuối năm 2023, thấp hơn nhiều so với năm 2022 do tồn kho của các nước châu Á cao và mùa đông năm 2023/2024 ở khu vực Đông Á được dự báo là sẽ ấm hơn năm trước do ảnh hưởng của El Nino. Chúng tôi cho rằng, đây sẽ là điều kiện thuận lợi để GAS tiếp tục nhập thêm LNG phục vụ cho nhu cầu khí trong nước, bù đắp phần nào lượng khí đang suy giảm tại các mỏ thuộc bể khí Đông Nam Bộ và PM3-Cà Mau trong bối cảnh các dự án khai thác khí mới cần thời gian để triển khai.

### Giá LNG Châu Á



Nguồn: Bloomberg

Như vậy, về dài hạn, chúng tôi cho rằng GAS có thể sẽ ghi nhận tăng trưởng tương đối tốt về sản lượng và cả doanh thu thông qua việc cung cấp LNG cho các Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 trong từ cuối năm 2024 và 2025, sau đó là Sơn Mỹ I & II từ năm 2027 và 2028 với giá cao hơn giá khí hiện đang cung cấp từ các mỏ khí trong nước.

**Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn được xúc tiến mạnh, dự kiến sẽ nhận được FID trong nửa sau của năm 2023.** Trong nửa đầu năm 2023, Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn đã liên tục nhận được những chỉ đạo từ phía Chính phủ để đẩy nhanh tiến độ. Một trong những nút thắt quan trọng của việc triển khai dự án là đảm bảo đầu ra cho nguồn khí Lô B đã được tháo gỡ sau khi EVN trao lại Dự án Nhà máy điện Ô Môn 3 & 4 cho PVN. Với năng lực tài chính mạnh và khả năng huy động vốn cả trong nước và quốc tế tốt, PVN có khả năng triển khai sớm dự án Nhà máy điện Ô Môn 3 & 4. Như vậy, chúng tôi kỳ vọng Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn có thể sẽ được nhận FID trong nửa cuối năm 2023 hoặc muộn nhất là nửa đầu năm 2024 và có thể bắt đầu triển khai ngay từ năm 2024.

Với 51% cổ phần đường ống dẫn khí Lô B, GAS sẽ chi đầu tư khoảng 550 triệu USD trong giai đoạn 2024-2027 cho dự án đường ống gần 400km. Chúng tôi ước tính, Lô B sẽ cho dòng khí đầu tiên từ năm 2027 và vận hành ổn định từ năm 2028 với sản lượng bình quân hàng năm khoảng trên 5 tỷ m<sup>3</sup> khí trong 25 năm của vòng đời dự án, tăng thêm 65% so với sản lượng khí hàng năm hiện tại.

**Chúng tôi nâng dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2023 của GAS lên mức 90,351 tỷ đồng và 10,628 tỷ đồng** dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Giữ nguyên ước tính giá dầu thô bình quân năm 2023 là 80 USD/thùng.
- (2) Nâng giả định sản lượng khí khô tiêu thụ năm 2023 lên 8 tỷ m<sup>3</sup> (+4% so với báo cáo trước) do nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện diễn biến tích cực hơn so với năm trước.
- (3) Giá CP LPG bình quân năm 2023 giảm xuống còn khoảng 580 USD/tấn, thấp hơn cùng kỳ 21.25% và sản lượng tiêu thụ tương đương cùng kỳ, làm doanh thu từ LPG sụt giảm 18.75%.
- (4) Ước tính doanh thu từ việc vận hành kho chứa LNG Thị Vải trong năm 2023 đạt 548 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:

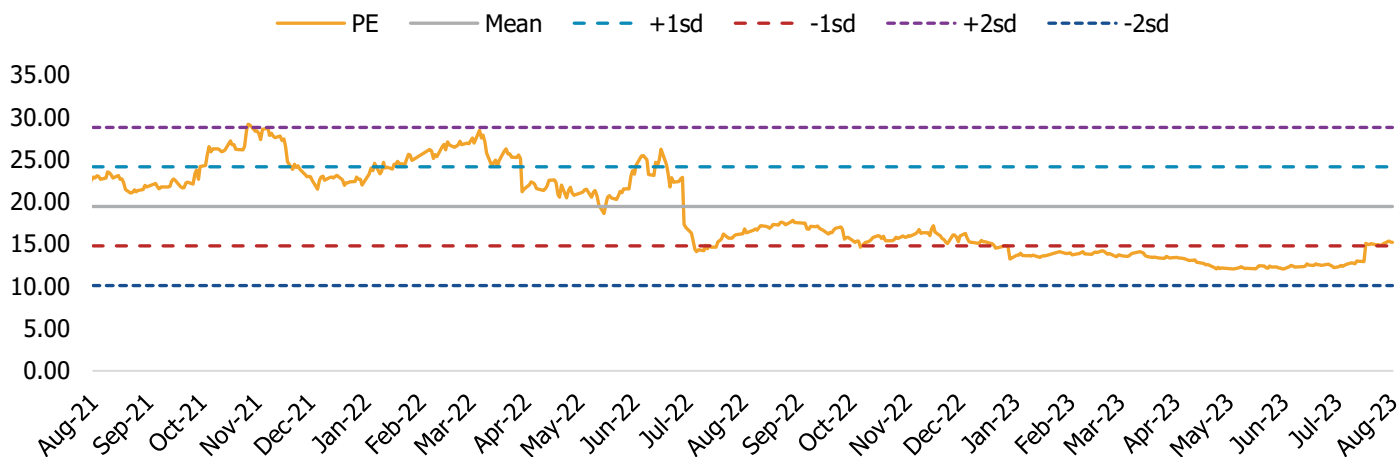
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
DCF	50%	86,282
P/E	50%	107,945
<b>Tổng hợp kết quả định giá</b>		<b>97,114</b>

#### **Khuyến nghị:**

Kết quả định giá theo phương pháp DCF giai đoạn 2023-2027 chịu tác động lớn bởi giai đoạn GAS đầu tư hơn 550 triệu USD vào dự án đường ống dẫn khí Lô B và vay nợ dài hạn được chúng tôi ước tính khoảng 50% tổng mức đầu tư.

Giá cổ phiếu GAS hiện đang giao dịch ở mức -1sd của PE trung bình 3 năm. Tính từ đầu năm 2023, thị trường chứng khoán đã giao dịch tương đối tích cực so với cùng kỳ, tuy nhiên, diễn biến giá cổ phiếu GAS tương quan tương đối thấp với VNIndex, beta chỉ đạt khoảng 0.64.

**Cổ phiếu GAS giao dịch dưới PE trung bình 3 năm**



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Kết hợp định giá dựa trên các phương pháp định lượng và theo dõi biến động giá của cổ phiếu GAS trên thị trường, chúng tôi duy trì khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu GAS.

**Báo cáo tài chính**

<b>Kết quả kinh doanh (tỷ VND)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024F</b>	<b>Chỉ số chính</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024F</b>
Doanh thu thuần	78,992	100,724	90,351	<b>Định giá</b>			
Giá vốn hàng bán	(65,007)	(79,409)	(74,191)	EPS	40%	36%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>13,986</b>	<b>21,315</b>	<b>16,160</b>	BVPS	7,732	5,553	5,817
Chi phí bán hàng & QLDN	(3,612)	(3,515)	(4,156)	Cổ tức	31,274	35,106	29,807
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>11,173</b>	<b>18,728</b>	<b>13,508</b>	<b>Khả năng sinh lời</b>			
Doanh thu hoạt động tài chính	1,187	1,568	2,123	Biên lợi nhuận gộp	21.16%	17.89%	17.76%
Chi phí tài chính	(403)	(671)	(648)	Biên EBITDA	20.31%	16.46%	16.58%
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	15	32	29	Biên LNTT	14.69%	11.76%	11.71%
Lợi nhuận khác	32	78	78	ROE	24.72%	15.82%	19.51%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>11,205</b>	<b>18,806</b>	<b>13,586</b>	ROA	18.23%	11.15%	10.29%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>8,852</b>	<b>15,066</b>	<b>10,869</b>	<b>Tăng trưởng</b>			
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>8,673</b>	<b>14,798</b>	<b>10,628</b>	Doanh thu	27.51%	-10.30%	5.26%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(179)	(268)	(240)	Lợi nhuận gộp	52.40%	-24.18%	4.52%
				Lợi nhuận sau thuế	70.63%	-28.18%	4.75%
<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024F</b>	EPS			
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>55,706</b>	<b>70,012</b>	<b>43,611</b>	Tổng tài sản	70.63%	-28.18%	4.75%
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	34,276	53,965	25,600	VCSH	4.94%	18.06%	13.25%
Các khoản phải thu	16,191	12,377	13,027	<b>Thanh khoản</b>			
Hàng tồn kho	4,102	2,650	3,910	Thanh toán hiện hành	4.96	3.66	2.05
Tài sản ngắn hạn khác	1,082	971	1,022	Thanh toán nhanh	0.07	0.07	0.25
Thuế thu nhập hoãn lại	55	49	52	Nợ/tài sản	0.10	0.10	0.49
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>26,956</b>	<b>27,584</b>	<b>66,919</b>	Nợ/VCSH	52.84	38.25	41.57
Tài sản cố định, xây dựng cơ bản dở dang	22,384	23,412	62,521	Khả năng thanh toán lãi vay	4.96	3.66	2.05
Đầu tư tài chính dài hạn	406	434	464				
Tài sản dài hạn khác	4,167	3,737	3,934				
<b>Tổng tài sản</b>	<b>82,663</b>	<b>97,595</b>	<b>110,530</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>21,489</b>	<b>28,847</b>	<b>51,671</b>				
<b>I, Nợ ngắn hạn</b>	<b>11,231</b>	<b>19,093</b>	<b>21,218</b>				
<b>II, Nợ dài hạn</b>	<b>10,258</b>	<b>9,753</b>	<b>30,453</b>				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>59,858</b>	<b>67,192</b>	<b>57,050</b>				
Vốn điều lệ	19,350	19,350	19,350				
Lợi nhuận giữ lại	19,241	26,569	16,315				
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,316	1,556	1,809				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>82,663</b>	<b>97,595</b>	<b>110,530</b>				



**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](http://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.