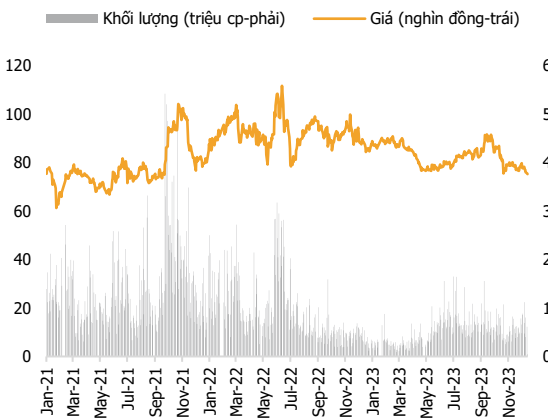


TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)

Ngành	Dầu Khí	KỶ VỌNG DÀI HẠN TỪ LNG VÀ CHUỖI DỰ ÁN LÔ B – Ô MÔN
KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ	Kết quả kinh doanh 2023 vượt xa kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận trước thuế hợp nhất năm 2023 của PV Gas ước đạt 93,000 tỷ đồng và 14,400 tỷ đồng, đạt 121.7% kế hoạch doanh thu và 176.2% kế hoạch lợi nhuận trước thuế của Tổng Công ty.
Giá mục tiêu	88,407	Thành công vận hành thử nghiệm kho chứa LNG Thị Vải là tiền đề cho hoạt động kinh doanh LNG từ năm 2024. Tuy nhiên, giá LNG cao có thể sẽ là trở ngại đối với việc nhập khẩu và kinh doanh LNG của GAS. Về dài hạn, hoạt động kinh doanh LNG sẽ là động lực tăng trưởng quan trọng của GAS từ năm 2025 khi Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 bắt đầu vận hành thương mại.
Giá hiện tại	75,200	
Thay đổi	+17.56%	
Ngày	20/12/2023	Tăng khả năng huy động vốn quốc tế phục vụ các dự án lớn trong tương lai. Fitch Ratings mới đây đã nâng xếp hạng tín nhiệm của GAS lên mức BB+ với triển vọng "Ổn định". Việc được tăng xếp hạng tín nhiệm sẽ giúp GAS dễ dàng hơn trong huy động vốn quốc tế cho các dự án lớn sắp triển khai.
Một số chỉ tiêu chính	2023E	2024F
Doanh thu thuần (tỷ VND)	93,000	94,708
LN gộp (tỷ VND)	17,670	16,196
EBIT (tỷ VND)	13,950	11,839
LN ròng (VND)	11,500	10,593
Tăng trưởng LNR (%)	-38.85%	-7.89%
EPS (VND)	5,225	4,612
Tăng trưởng EPS (%)	-32.42%	-13.29%
BVPS (VND)	30,437	24,524

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

Kỳ vọng chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn có thể nhận FID trong năm 2024.

Những vướng mắc về vấn đề pháp lý, thu xếp vốn,... cần khoảng 6 tháng-1 năm tới để tháo gỡ và giải quyết. Chúng tôi kỳ vọng Chuỗi dự án có thể nhận FID trong 2024 và nhận dòng khí đầu tiên từ 2027, tăng sản lượng khí khô của PV Gas hàng năm thêm khoảng 60% so với hiện tại.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của GAS

đạt lần lượt 94,708 tỷ đồng và 10,593 tỷ đồng dựa trên các giả định (1) giá dầu Brent bình quân năm 2024 đạt khoảng 80 USD/thùng; (2) Sản lượng khí khô tiêu thụ năm 2024 tương đương năm 2023 và (3) Sản lượng kinh doanh LPG tăng 5% so với năm 2023, tuy nhiên giá CP LPG bình quân năm 2024 điều chỉnh nhẹ xuống 570 USD/tấn.

Dựa trên các phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền và hệ số nhân, chúng tôi xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu GAS trong 12 tháng tới là 88,407đ/cổ phiếu (+17.56% so với giá đóng cửa ngày 20/12/2023). **Do đó, chúng tôi khuyến nghị MUA đôi với cổ phiếu GAS.**

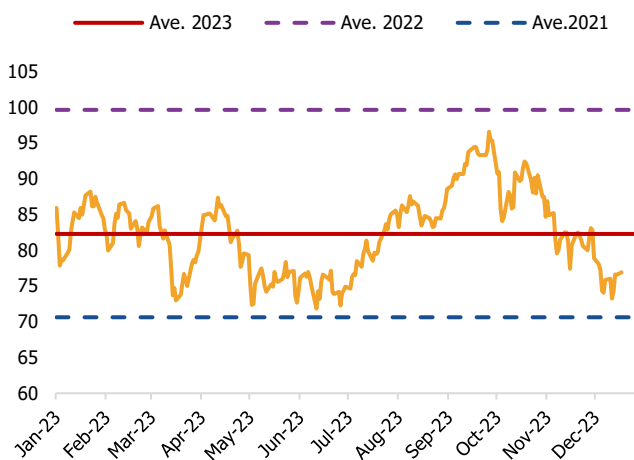
Những ảnh hưởng tới kết quả định giá:

- 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.
- 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.

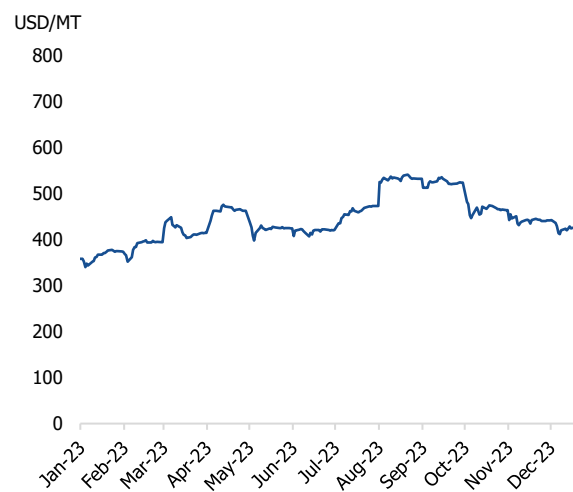
Kết quả kinh doanh năm 2023 vượt xa kế hoạch. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế ước tính của PV Gas trong năm 2023 lần lượt là 93,000 tỷ đồng và 11,500 tỷ đồng, vượt kế hoạch doanh thu 21.7% và vượt kế hoạch lợi nhuận 76.2%. So với báo cáo cập nhật hồi tháng 8/2023 của chúng tôi, kết quả kinh doanh của GAS cũng đã vượt 2.9% doanh thu hợp nhất và 8.2% lợi nhuận dự báo. Kết quả kinh doanh tích cực của PV Gas chủ yếu đến từ:

- (1) Giá dầu thô Brent năm 2023 đạt trung bình 82.28 USD/thùng, cao hơn mức 70 USD/thùng được PV Gas sử dụng để xây dựng kế hoạch kinh doanh 17.5% khiến cho sản lượng khí khô kinh doanh dù chỉ suýt soát kế hoạch (7.3 tỷ m3, bằng 94.8% kế hoạch năm) nhưng doanh thu và lợi nhuận lại vượt xa kế hoạch đề ra.
- (2) Sản lượng kinh doanh LPG năm 2023 cao nhất trong lịch sử hoạt động, đạt khoảng 2.5 triệu tấn, cao hơn cùng kỳ tới 22.4% đã bù lại phần suy giảm về giá khoảng 21.7% so với trung bình năm 2022.

Giá dầu Brent neo cao hỗ trợ kết quả kinh doanh năm 2023 của GAS



Giá FO Singapore

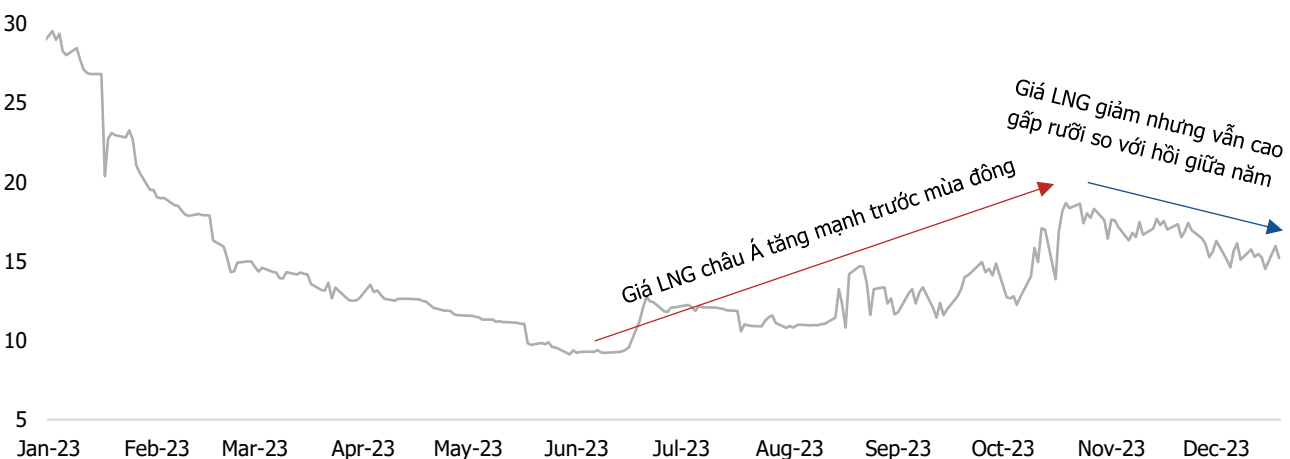


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Thành công vận hành thử nghiệm kho chứa LNG Thị Vải là tiền đề cho hoạt động kinh doanh LNG từ năm 2024.

Kho LNG Thị Vải khánh thành vào cuối tháng 10 đã vận thành thử nghiệm thành công sau 20 ngày và hiện đã sẵn sàng để vận hành với công suất tối đa lên tới 5.7 triệu m3 khí/ngày. Đây là cơ sở quan trọng để GAS bắt đầu mảng kinh doanh LNG với nhiều tiềm năng về dài hạn trong bối cảnh các mỏ khí trong nước đang suy giảm khá nhanh về trữ lượng.

Giá LNG Châu Á



Tuy nhiên, PVGAS cũng phải đối mặt với rủi ro về giá LNG đầu vào. Sau khi giảm khoảng hơn 60% trong nửa đầu năm 2023, tạo điều kiện thuận lợi cho PVGas nhập chuyển tàu LNG đầu tiên để vận hành thử kho Thị Vải, giá LNG châu Á tăng trở lại trước khi bắt đầu mùa đông. Giá LNG châu Á hiện tại đã tăng gấp rưỡi so với thời điểm tháng 6/2023, lên trên 15USD/MMBTU.

Về dài hạn, khách hàng chính của kho Thị Vải là nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến sẽ đi vào vận hành từ 11/2024 và tháng 5/2025 sẽ giúp ổn định sản lượng bán LNG của Kho Thị Vải từ cuối năm 2024. Bên cạnh đó, PV Gas cũng có kế hoạch đầu tư Kho LNG Sơn Mỹ, Kho LNG Thái Bình để đáp ứng nhu cầu các Nhà máy điện Sơn Mỹ 1&2, Nhà máy nhiệt điện LNG Thái Bình.

Tăng khả năng huy động vốn quốc tế cho các dự án lớn trong tương lai. Fitch Ratings mới đây đã nâng xếp hạng tín nhiệm của GAS lên 1 bậc thành mức BB+ với triển vọng "Ổn định". Việc được nâng hạng xếp hạng tín nhiệm và duy trì cao hơn 1 bậc so với xếp hạng quốc gia giúp cho GAS tăng khả năng thu xếp, huy động vốn quốc tế cho hàng loạt dự án với mức đầu tư lớn của GAS trong thời gian sắp tới như Kho LNG Thị Vải GD2, Kho LNG Sơn Mỹ, đường ống dẫn khí Lô B, Kho LNG Thái Bình,...

Kỳ vọng chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn có thể nhận FID trong năm 2024. Tập đoàn PVN và các đối tác đã ký kết các hợp đồng liên quan và triển khai Chuỗi dự án khí, điện Lô B - Ô Môn trong quý 4/2023, trong đó có Thỏa thuận khung Lô B, Biên bản thông nhất nội dung Hợp đồng bán khí Ô Môn 1 và trao thầu Hợp đồng EPC#1, trao thầu EPCI#2. Mặc dù vậy, Chuỗi dự án vẫn chưa nhận được FID do còn nhiều vướng mắc về pháp lý, nguồn vốn huy động,... nên vẫn cần 6 tháng-1 năm tới để có thể giải quyết những vấn đề cốt lõi trước khi trao FID. Chúng tôi kỳ vọng, Chuỗi dự án khí Lô B – Ô Môn có thể nhận FID trong năm 2024 và triển khai đồng bộ các dự án ở cả thượng, trung và hạ nguồn. Như vậy, dòng khí đầu tiên có thể nhận được trong năm 2027 và nâng sản lượng khí khô của GAS hàng năm lên thêm khoảng 5 tỷ m³, tăng khoảng 60% so với sản lượng hiện tại.

Chúng tôi dự báo doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2024 của GAS đạt lần lượt 94,708 tỷ đồng và 10,593 tỷ đồng dựa trên các giả định chính dưới đây:

- (1) Giá dầu Brent bình quân năm 2024 đạt mức 80 USD/thùng, giảm nhẹ 0.3% so với năm 2023.
- (2) Sản lượng tiêu thụ khí khô năm 2024 dự báo là 7.3 tỷ m³, tương đương với năm 2023.
- (3) Giá CP LPG bình quân năm 2024 đạt khoảng 570 USD/tấn và sản lượng tăng nhẹ 5% so với năm 2024 nhờ nhu cầu tăng lên của các hộ công nghiệp.

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:

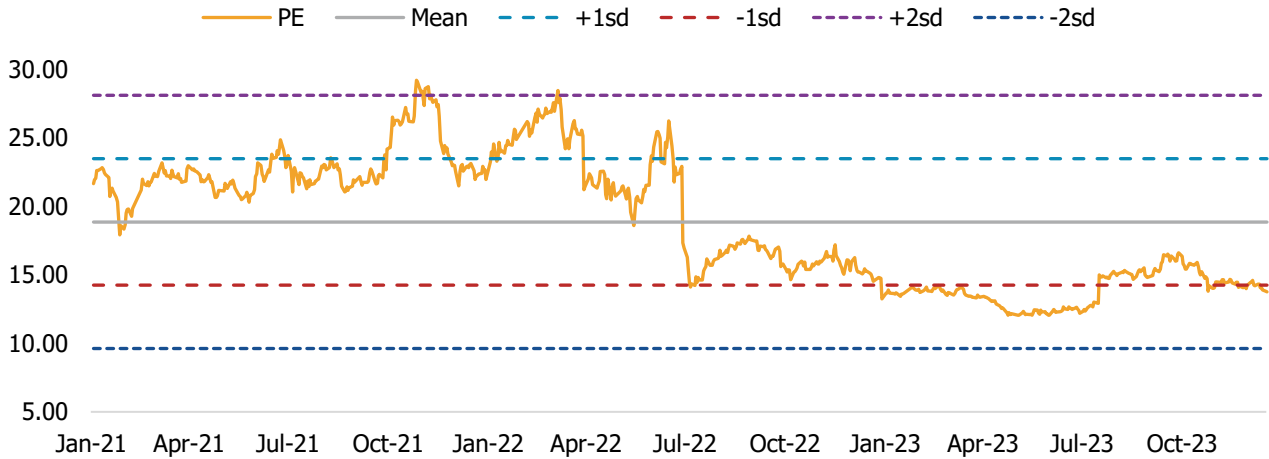
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VND/cp)
DCF	50%	111,148
P/E	50%	65,665
Tổng hợp kết quả định giá		88,407

Khuyến nghị

Kết quả định giá theo phương pháp DCF giai đoạn 2024-2027 chịu tác động lớn bởi giai đoạn GAS đầu tư lớn 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 và dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào năm 2027 giúp sản lượng năm 2027 cải thiện đáng kể.

Giá cổ phiếu GAS hiện đang giao dịch ở vùng -1 độ lệch chuẩn của PE trung bình 3 năm trong suốt năm 2023, vì vậy, chúng tôi cho rằng đây có thể sẽ là vùng cân bằng mới của giá cổ phiếu GAS, tương ứng với mức PE là 14.x. Mức định giá tương đối phù hợp do GAS sắp bước vào giai đoạn đầu tư lớn trong thời gian khoảng 3-4 năm tới.

Diễn biến giá cổ phiếu GAS trong năm 2023



Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Kết hợp giữa kỳ vọng dài hạn về hoạt động kinh doanh LNG, chuỗi dự án Lô B – Ô Môn và kết quả định giá dựa trên các phương pháp định lượng, chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS.



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.