

## Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

- Nửa đầu năm 2023, sản lượng khí khô giảm nhẹ 0.3% svck do huy động cao hơn từ khách hàng điện khí không đủ bù đắp sự sụt giảm từ KH công nghiệp.
- GAS được kỳ vọng là đơn vị hưởng lợi chính trong quá trình dịch chuyển sang điện khí LNG tại Việt Nam.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu 113,900 đồng/cp.

### Quý 2/2023: Sản lượng khí vào bờ cao hơn svck, giá dầu cao hơn dự kiến

Sản lượng khí khô sản xuất trong Q2/2023 cao hơn 5% svck nhờ tác động tích cực của El Nino đến việc huy động các nhà máy điện khí. Nửa đầu năm 2023, sản lượng giảm nhẹ 0.3% svck do nhu cầu yếu hơn từ khách hàng công nghiệp. Giá dầu Brent trong Q2/2023 đạt trung bình 78 USD/thùng, cao hơn mức dự phóng của doanh nghiệp (70 USD/thùng) và có dấu hiệu tiếp tục tăng (T8/2023: 85 USD/thùng), hỗ trợ giá bán khí của GAS. Doanh thu và LNST trong Q2/2023 lần lượt đạt 24,043 tỷ đồng (-13% svck) và 3,196 tỷ đồng (-38% svck) do giá dầu thấp hơn svck đồng thời việc mua khí từ các mỏ giá rẻ bị hạn chế.

### Đóng vai trò quan trọng trong dịch chuyển điện khí LNG

Việc dịch chuyển sang điện khí LNG là cần thiết cho ngành năng lượng Việt Nam trong giai đoạn từ nay đến 2030, trong đó GAS đóng vai trò quan trọng khi là đơn vị cung cấp LNG cho các nhà máy điện, đồng thời là đơn vị phát triển các cơ sở hạ tầng liên quan. Mặc dù quá trình chuyển dịch LNG sẽ được hỗ trợ một phần bởi tình hình giá LNG châu Á diễn biến thuận lợi, chúng tôi cho rằng hoạt động này vẫn gặp nhiều khó khăn liên quan đến vòng tròn đàm phán giá điện – đàm phán giá khí của các nhà máy điện khí, ảnh hưởng tới khả năng ký hợp đồng mua LNG dài hạn của GAS.

Về dự án khí – điện Lô B – Ô Môn, chúng tôi cho rằng đây là dự án quan trọng với GAS vì sẽ giúp bù đắp sản lượng khí giảm sút từ các bể cũ như Cửu Long và Nam Côn Sơn. Với giả định quyết định đầu tư cuối cùng được phê duyệt vào đầu năm 2024, ngày đón dòng khí đầu tiên diễn ra vào cuối 2026 – đầu 2027 theo kịch bản tích cực, chúng tôi dự phóng sản lượng khí từ Lô B sẽ đóng góp khoảng 20% tổng sản lượng khí khô sản xuất của GAS trong năm 2027.

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 113,900 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GAS, giá mục tiêu 113,900 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 12.3%, thị suất cổ tức 3.6%. Mức giá này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về vai trò quan trọng của GAS trong quá trình dịch chuyển sang điện khí LNG tại Việt Nam cũng như vị thế tài chính vững chắc của doanh nghiệp. Các rủi ro chính đối với khuyến nghị bao gồm: giá dầu giảm xuống mức thấp hơn dự kiến và sản lượng khí khô sản xuất thấp hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	Dec-21	Dec-22	Dec-23F	Dec-24F
Doanh thu thuần	78,992	100,724	91,130	95,890
Lợi nhuận ròng	8,673	14,798	12,488	13,365
Tăng trưởng doanh thu thuần	23.2%	27.5%	-9.5%	5.2%
Tăng trưởng LN ròng	10.4%	70.6%	-15.6%	-7.0%
Biên LN gộp	17.7%	21.2%	19.5%	19.5%
Biên EBITDA	18.5%	22.0%	21.2%	21.4%
ROAE	17.4%	26.7%	19.9%	19.3%
ROAA	12.2%	18.3%	14.7%	14.7%
EPS (VND/cổ phiếu)	4,531	7,732	6,525	6,983
BVPS (VND/cổ phiếu)	26,696	31,274	34,332	37,858

Nguồn: BCTC GAS, MBS dự phóng và tổng hợp

**MUA**

**Giá mục tiêu**

**VND 113,900**

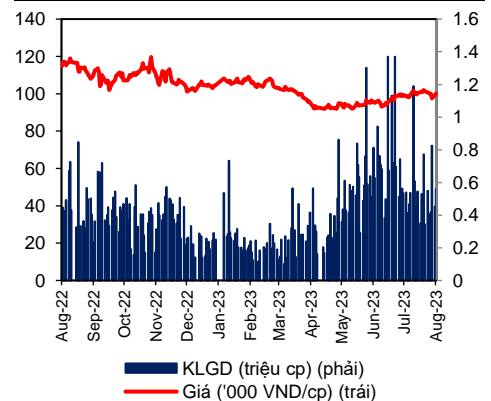
Tiềm năng tăng giá

12.3%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	101,400
Cao nhất 52 tuần (VND)	119,700
Thấp nhất 52 tuần (VND)	91,900
Vốn hóa (tỷ VND)	194,075
P/E (TTM)	15
P/B	2.9
Thị suất cổ tức (%)	3.6%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	2.9%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.76%
Khác	4.24%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích

**Phạm Thị Thanh Huyền**

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

# Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

## Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 2/2023

### Sản lượng khí vào bờ cao hơn svck, giá dầu cao hơn dự kiến

Hình 1: Các tiêu chí hoạt động SXKD Q2/2023

Các tiêu chí SXKD	Đơn vị	Q2/2023	Q2/2022	% Tăng svck	Lũy kế từ đầu năm	% kế hoạch 2023	Ghi chú
Giá dầu Brent	USD/thùng	78	112	-31%			Cao hơn mức đặt ra trong kịch bản dự phóng kết quả kinh doanh 2023 của GAS (70 USD/thùng)
Giá HSFO Singapore	USD/tấn	435	626	-31%			Biến động khá tương đương với giá dầu thô thế giới
Giá LPG CP 50:50	USD/tấn	517	852	-39%			
Khí ẩm nhận về	triệu m3	2,180	2,080	5%	4,135	52%	Ảnh hưởng của pha El Nino khiến huy động điện khí cao hơn, là động lực giúp sản lượng khí nhập về cao hơn svck.
Sản lượng khí khô sản xuất	triệu m3	2,103	2,011	5%	3,990	52%	Sản lượng khí khô nửa đầu năm 2023 giảm nhẹ 0.3% svck do nhu cầu từ khách hàng điện cao hơn (+2.6% svck) nhưng không đủ bù đắp mức giảm từ khách hàng đạm (-0.5% svck) và công nghiệp (-11% svck)
Sản lượng LPG sản xuất	nghìn tấn	106	85	25%	205	n/a	
Sản lượng LPG kinh doanh	nghìn tấn	673	465	45%	1,090	62%	

Nguồn: GAS, Bloomberg, MBS Research

### Doanh thu cải thiện so với quý trước, biên lợi nhuận gộp giảm

Hình 2: So sánh các kết quả Q2/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q2/2023	Tăng trưởng svck (%)	Tăng trưởng qoq (%)	Lũy kế từ đầu năm	Tăng trưởng svck (%)	Đánh giá
Doanh thu	24,043	-13%	13%	45,257	-16.7%	Mặc dù sản lượng khí cao hơn, doanh thu vẫn giảm svck do giá khí không cao như Q2/2022.
Lợi nhuận gộp	4,343	-37%	-10%	9,185	-23.8%	
Biên lợi nhuận gộp	18%	-7 điểm %	-3 điểm %	20%	-2 điểm %	Giá khí đầu vào cao do mua từ các mỏ mới với giá đắt hơn.
Chi phí quản lý & bán hàng	853	19%	-20%	1,915	15%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	3.5%			4.2%		
Doanh thu tài chính	598	58%	12%	1,135	77%	Doanh thu tài chính tăng nhờ lượng tiền gửi tăng và môi trường lãi suất cao hơn svck.
Chi phí tài chính	95	-53%	27%	170	-44%	Nợ vay dài hạn giảm kéo theo chi phí tài chính giảm svck, tuy nhiên nợ vay ngắn hạn tăng.
LNTT	3,999	-37%	-6%	8,266	-23%	Giá vốn, chi phí tài chính và các chi phí khác tăng so với quý trước, gây áp lực lên LNTT
Thuế TNDN	803	-36%	-6%	1,653	-23%	
LNST	3,196	-38%	-6%	6,613	-23%	

Nguồn: GAS, MBS Research

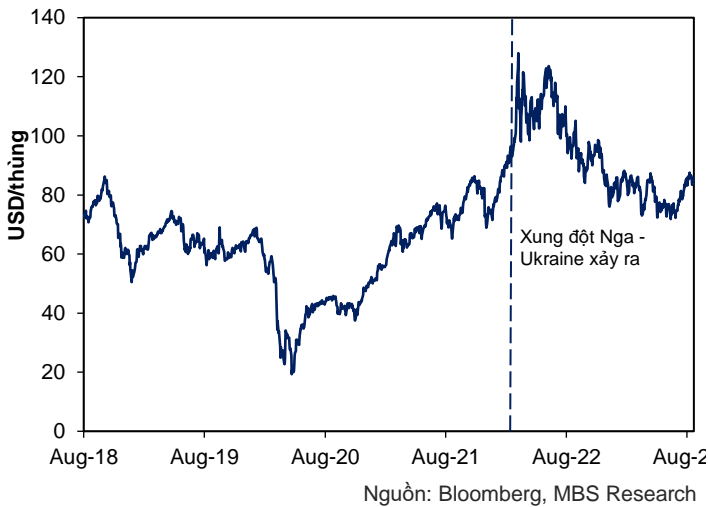
Doanh thu và LNST của GAS trong nửa đầu năm 2023 đã lần lượt đạt 59% và 101% kế hoạch doanh nghiệp đặt ra trong năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng GAS thường ghi nhận doanh thu và LNST thực hiện cao hơn nhiều so với kế hoạch đặt ra, đồng thời kịch bản đưa ra trong dự phóng doanh thu của doanh nghiệp trong năm 2023 khá thận trọng khi cho rằng giá dầu Brent chỉ đạt 70 USD/thùng (thực tế, giá dầu trung bình trong Q2/2023 đạt 78 USD/thùng).

## Giá bán khí được hỗ trợ bởi giá dầu neo cao

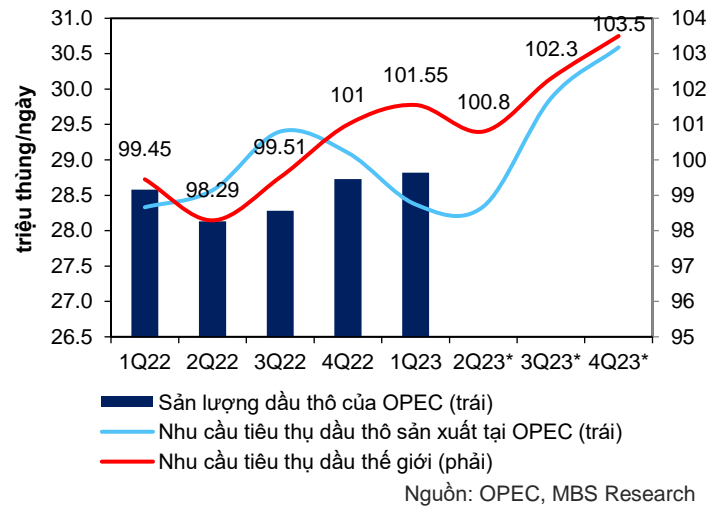
### Giá dầu giảm so với cùng kỳ nhưng vẫn neo ở mức cao...

Sau khi tăng đột biến vào năm 2022 do ảnh hưởng từ xung đột địa chính trị, giá dầu Brent đã có dấu hiệu hạ nhiệt nhưng vẫn neo ở mức khá cao - trên 80 USD/thùng nhờ dự trữ dầu thô của Mỹ giảm mạnh. Chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ tiếp tục được neo ở mức cao trong giai đoạn 2023-2024 do: (1) nhu cầu dầu thô thế giới tăng cao trong khi nguồn cung hạn chế vì OPEC cắt giảm sản lượng và (2) xung đột Nga – Ukraine chưa có dấu hiệu kết thúc, từ đó đưa ra dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức 83-86 USD/thùng trong giai đoạn 2023-2024.

Hình 3: Giá dầu thế giới vẫn neo ở mức cao và tăng trở lại từ tháng 7/2023 do dự trữ dầu thô của Mỹ giảm



Hình 4: Nhu cầu tiêu thụ dầu nói chung trên thế giới được OPEC dự báo tăng cao trong nửa cuối 2023



### ... có thể hỗ trợ giá bán khí đầu ra của GAS

Giá bán khí đối với phần sản lượng khí không bao tiêu từ một số bể khí của GAS được tính theo công thức dựa trên giá HSFO (High Sulfur Fuel Oil) tại Singapore. Giá HSFO neo cao sẽ giúp duy trì giá bán khí của GAS ở mức cao và góp phần cải thiện doanh thu bán khí khô của doanh nghiệp này.

Hình 5: Công thức tính giá bán khí tại một số bể khí tự nhiên của GAS

STT	Bể khí	Phân cơ chế giá bán	Công thức giá bán khí
1	Cửu Long	Thả nổi	Max (46% HSFO, giá miêng giếng) + phí vận chuyển
2	Nam Côn Sơn	Cố định	5.81 USD/mmBtu năm 2019 + trượt giá 2%/năm
		Thả nổi	Max (46% HSFO, giá miêng giếng) + phí vận chuyển
3	Malay - Thổ Chu	Thả nổi	Max (46% HSFO, giá miêng giếng) + phí vận chuyển
4	Hàm Rồng - Thái Bình	Thả nổi	100% HSFO hoặc thương lượng mỗi năm + phí vận chuyển

Nguồn: MBS Research tổng hợp

Theo quan sát của chúng tôi, giá HSFO có biến động sát theo diễn biến của giá dầu thô Brent và đã tăng mạnh kể từ cuối tháng 6/2023, đạt mức trung bình 435 USD/tấn trong Q2/2023 và chạm mốc 539 USD/tấn vào giữa tháng 8/2023. Dự

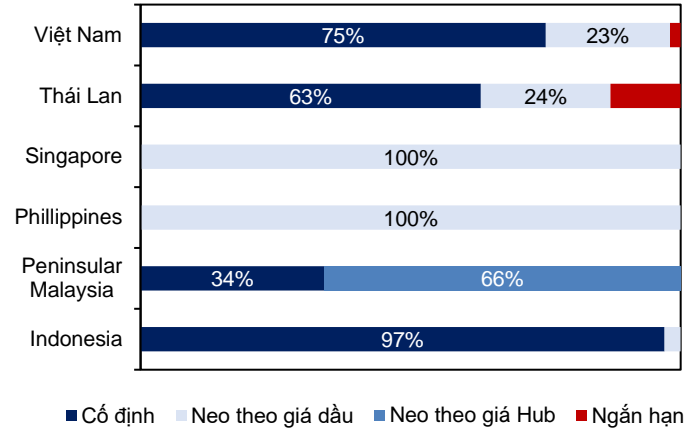
trên dự báo giá dầu Brent tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2023-2024, chúng tôi cho rằng giá bán khí của GAS sẽ được hỗ trợ bởi diễn biến tích cực của giá dầu.

Hình 6: Giá HSFO tại Singapore có biến động khá tương đương với giá dầu thô Brent trên thế giới



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 7: Cơ chế tính giá bán khí năm 2022 tại Việt Nam và một số nước trong khu vực phụ thuộc một phần vào biến động giá dầu



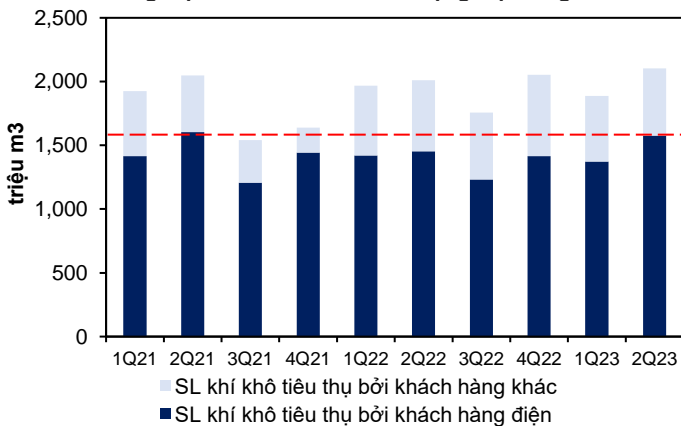
Nguồn: S&P Global, MBS Research

### Kỳ vọng sản lượng khí thương phẩm ổn định trong nửa cuối 2023

Nửa đầu năm 2023, sản lượng khí khô thương phẩm tăng nhẹ 0.3% so với cùng kỳ, trong đó tiêu thụ từ khách hàng điện tăng 2.6% svck do ảnh hưởng của pha El Nino khiến tỷ lệ huy động điện khí cao hơn. Với khả năng El Nino có thể kéo dài đến hết năm 2024 theo dự báo của NOAA, chúng tôi cho rằng sản lượng khí khô tiêu thụ bởi khách hàng điện sẽ duy trì tích cực trong nửa cuối năm 2023, mặc dù có thể không cao như Quý 2.

Ở chiều ngược lại, sản lượng khí khô tiêu thụ từ khách hàng đạm trong nửa đầu năm giảm 0.5% svck và từ khách hàng công nghiệp giảm 11% svck. Chúng tôi cho rằng đây là kết quả của (1) việc các nhà máy urê của DPM tiến hành bảo dưỡng trong tháng 4/2023 và (2) hoạt động của các khách hàng công nghiệp chững lại do ảnh hưởng chung từ nền kinh tế. Trong 2 quý cuối năm 2023 và năm 2024, chúng tôi kỳ vọng hoạt động của hai nhóm khách hàng này sẽ diễn biến tích cực hơn khi nền kinh tế hồi phục trở lại, kéo theo nhu cầu sử dụng khí khô tăng.

Hình 8: Quý 2 hàng năm thường là thời điểm tiêu thụ khí khô cao điểm của khách hàng điện khí nhờ nhu cầu sử dụng điện tăng cao



Nguồn: GAS, MBS Research

Hình 9: Dự phóng sản lượng khí khô tiêu thụ theo khách hàng và LPG kinh doanh năm 2023

	đơn vị	1H23	Dự phóng 2023	% hoàn thành dự phóng 2023
Sản lượng khí khô tiêu thụ	triệu m3	3,990	7,671	52%
- KH điện	triệu m3	2,949	5,369	55%
- KH đạm	triệu m3	553.3	1,189	47%
- KH công nghiệp	triệu m3	487.3	1,112	44%
Sản lượng LPG sản xuất	nghìn tấn	205	351	57%
Sản lượng LPG kinh doanh	nghìn tấn	1,090	1,988	58%

Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

## Dịch chuyển sang LNG: Xu hướng tất yếu của ngành năng lượng Việt Nam và triển vọng của GAS

### Việc phát triển điện khí LNG là cần thiết cho an ninh năng lượng

Theo Quy hoạch Điện VIII, tổng công suất nguồn điện tại Việt Nam đến năm 2030 là khoảng 150,000 – 160,000 MW, tức là gần gấp đôi tổng công suất nguồn điện hiện nay. Việc đảm bảo cung ứng điện sẽ gặp nhiều khó khăn trong bối cảnh (1) thủy điện về cơ bản đã gần hết dư địa phát triển và (2) nhiệt điện than bị hạn chế sau 2030 nhằm tuân thủ cam kết tiến tới Net Zero vào năm 2050. Như vậy, bên cạnh phát triển các hình thức khác, phát triển nhiệt điện khí (bao gồm khí tự nhiên trong nước và LNG nhập khẩu) là hướng đi tất yếu của ngành năng lượng Việt Nam. Các ưu điểm của điện khí LNG bao gồm: (1) Ít phát thải CO<sub>2</sub> hơn so với nhiệt điện than, (2) Không gặp tình trạng gián đoạn và phụ thuộc vào thiên nhiên như điện gió hay điện mặt trời và (3) Có thể sẵn sàng cung cấp điện nhanh cho hệ thống khi các nguồn điện năng lượng tái tạo giảm phát.

Cũng theo Quy hoạch Điện VIII, đến năm 2030, tổng công suất điện khí LNG sẽ là 22,400 MW tương đương 14.9% tổng công suất nguồn điện của cả nước. Xu hướng chuyển dịch sang điện khí LNG sẽ giúp GAS hưởng lợi nhờ (1) tiên phong cung cấp LNG cho các khách hàng điện khí và công nghiệp và (2) phát triển các cơ sở hạ tầng liên quan.

Hình 10: Các dự án điện LNG được phê duyệt trong Danh mục các dự án quan trọng, ưu tiên đầu tư của ngành điện theo Quyết định 500/QĐ-TTg ngày 15/5/2023

STT	Tên dự án	Công suất (MW)	Giai đoạn
1	LNG Quảng Ninh	1,500	2021-2030
2	LNG Thái Bình	1,500	2021-2030
3	LNG Nghi Sơn	1,500	2021-2030
4	LNG Quảng Trạch II	1,500	2021-2030
5	LNG Quỳnh Lập/Nghi Sơn	1,500	2021-2030
6	LNG Hải Lăng GD1	1,500	2021-2030
7	LNG Cà Ná	1,500	2021-2030
8	NMND Sơn Mỹ II	2,250	2021-2030
9	NMND BOT Sơn Mỹ I	2,250	2021-2030
10	LNG Long Sơn	1,500	2031-2035
11	NMĐ Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4	1,624	2021-2030
12	LNG Hiệp Phước GD1	1,200	2021-2030
13	LNG Long An I	1,500	2021-2030
14	LNG Long An II	1,500	2031-2035
15	LNG Bạc Liêu	3,200	2021-2030
<b>Tổng</b>		<b>25,524</b>	

Nguồn: QHĐ8, MBS Research tổng hợp

Tuy nhiên, tiềm năng khí còn lại của Việt Nam không còn nhiều, các mỏ khí chủ lực đã và đang trong giai đoạn suy giảm tự nhiên. Theo Báo cáo đánh giá thực trạng hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí của PVN, mỏ khí lớn nhất ở Lô 06.1 bể khí Nam Côn Sơn đã suy giảm từ mức 2.1 tỷ m<sup>3</sup> năm 2021 xuống còn 0.9 tỷ m<sup>3</sup> năm 2023 và có khả năng phải tạm dừng khai thác vào năm 2024. Bên cạnh đó, việc khai thác các mỏ khí lớn như Lô B và Cá Voi Xanh chưa thể được thực hiện trong ngắn hạn, do đó việc GAS phải tiến hành nhập khẩu LNG nhằm đáp ứng nhu cầu cho các nhà máy điện khí là tất yếu.

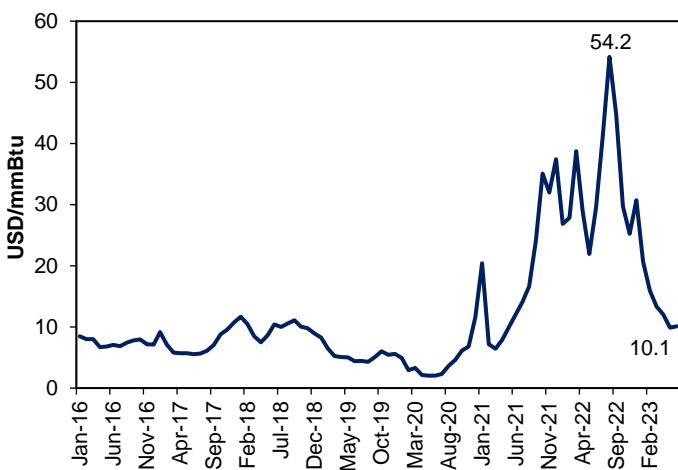


## Giai đoạn đầu của quá trình chuyển đổi sẽ được hỗ trợ một phần bởi mức giá LNG thấp...

Trái với dự phóng tăng đột biến dựa trên diễn biến của giá dầu, giá khí đốt và khí tự nhiên tại châu Âu liên tục giảm do khí hậu ôn hòa khiến nhu cầu thấp và lượng hàng tồn kho cao so với mức trung bình năm. Mặt khác, Trung Quốc khôi phục sử dụng than và năng lượng tái tạo dẫn đến nhu cầu sử dụng LNG tại nước này giảm so với kỳ vọng, trong khi hoạt động công nghiệp tại châu Á bị chững lại do tác động của nền kinh tế. Các yếu tố về nhu cầu thấp và nguồn cung không khan hiếm giúp giá LNG tại khu vực châu Á duy trì ở mức thấp, chỉ đạt trung bình 10.7 USD/mmBtu trong Q2/2023.

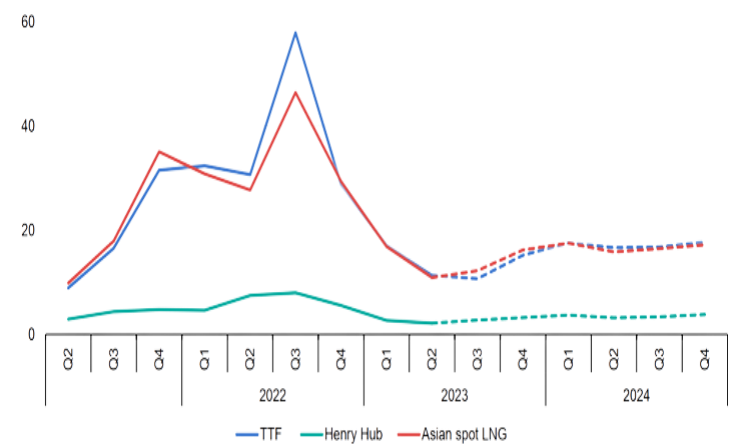
Theo IEA, giá LNG tại châu Á được kỳ vọng sẽ duy trì ở mức trung bình 14 USD/mmBtu trong giai đoạn 2023-2024 trước khi bùng nổ hoạt động các dự án sản xuất LNG mới vào giai đoạn 2026-2027. Đây là mức giá LNG thuận lợi để hỗ trợ PV GAS chuyển đổi và vận hành cung cấp LNG trong giai đoạn đầu. Chúng tôi ước tính mức giá LNG mà PV GAS nhập về trong năm 2023 ở mức 12 USD/mmBtu, trong khi dao động trong khoảng 13 – 15 USD/mmBtu trong năm 2024-2025.

Hình 11: Giá spot LNG tại khu vực châu Á



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 12: Dự phóng của IEA về biến động giá spot LNG tại khu vực châu Á đến năm 2024 theo giá TTF\* và Henry Hub



Nguồn: IEA, MBS Research

\*TTF: giá khí tự nhiên ở khu vực châu Âu, giao dịch qua trung tâm TTF tại Hà Lan

## ... tuy nhiên vẫn tồn tại nhiều khó khăn

Việc phát triển điện khí LNG tại Việt Nam vẫn gặp khá nhiều khó khăn và có thể chậm trễ hơn so với dự kiến trong QHĐ8. Thứ nhất, liên quan đến đàm phán giá điện và hợp đồng mua bán điện (PPA): hiện khung giá phát điện cho nhà máy điện khí LNG vẫn chưa được ban hành, ảnh hưởng tiêu cực đến việc cam kết sản lượng điện phát của các nhà máy điện khí và tiêu thụ khí hàng năm từ GAS. Các cam kết này lại là cơ sở để GAS ký kết các hợp đồng mua LNG dài hạn với giá tốt hơn, do đó nếu chưa có bước tiến trong việc đàm phán giá điện, GAS sẽ khó hưởng lợi từ kinh doanh LNG (cả đầu vào lẫn đầu ra). Thứ hai, liên quan đến việc thu xếp vốn cho các dự án: các dự án điện khí độc lập có chi phí vay cao hơn, việc thu xếp vốn khó khăn hơn, đồng thời lại phụ thuộc vào PPA trong khi hoạt động đàm phán PPA chưa cho thấy tiến triển.

Do các khó khăn nêu trên, chúng tôi cho rằng PV GAS sẽ nhập khẩu và cung cấp sản lượng LNG khá khiêm tốn so với tổng công suất của kho cảng LNG Thị Vải trong giai đoạn 2023 -2024 (lần lượt là 116 và 232 triệu m<sup>3</sup>) nhằm cung cấp cho các khách hàng công nghiệp. Chúng tôi cũng dự phóng rằng việc đàm phán PPA tại các NMD Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4 sẽ có tiến triển hơn vào năm 2026, hỗ trợ sản lượng LNG kinh doanh của GAS tăng trưởng mạnh mẽ trong giai đoạn 2026-2030.

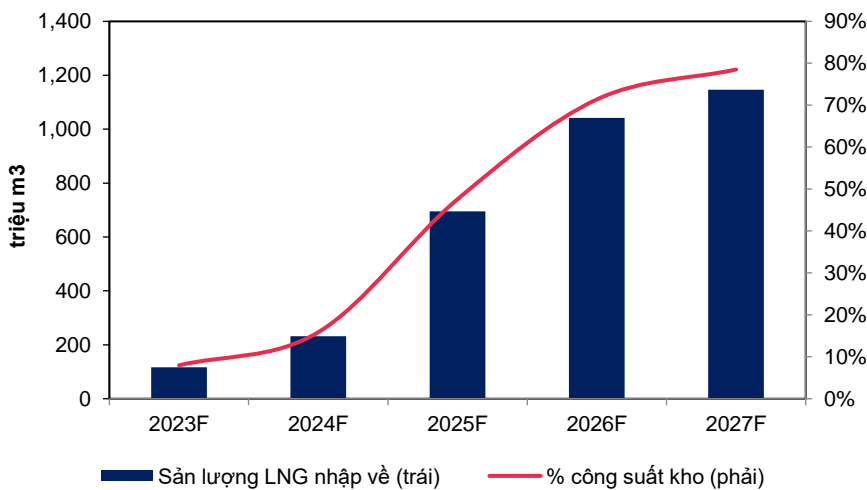
### Kho cảng LNG Thị Vải đi vào hoạt động: cột mốc lớn của GAS trong hành trình nhập khẩu LNG

Trong năm 2023, cùng với Hong Kong và Phillipines, Việt Nam đã trở thành quốc gia tiếp theo thực hiện nhập khẩu LNG lần đầu tiên khi kho cảng LNG Thị Vải tiếp nhận thành công 70,000 tấn LNG từ Bontang (Indonesia) do đối tác Shell cung cấp để chạy thử vào tháng 7 vừa qua. Kho cảng LNG Thị Vải (công suất kho là 1 triệu tấn/năm, sức chứa bồn 180,000 m<sup>3</sup>) là mắt xích quan trọng trong việc cung cấp khí tái hóa cho các hộ tiêu thụ khí, bao gồm khách hàng công nghiệp và chuỗi NMD Nhơn Trạch 3 và Nhơn Trạch 4. Tính đến thời điểm hiện tại, GAS là đơn vị duy nhất tại Việt Nam đủ điều kiện thương nhân xuất khẩu, nhập khẩu LNG.

Bên cạnh đó, cũng vào đầu tháng 7/2023, Chủ tịch UBND tỉnh Bình Thuận đã ký Quyết định chấp thuận chủ trương đầu tư dự án kho cảng LNG Sơn Mỹ (dự án cung cấp LNG hóa khí cho các khách hàng tiêu thụ chính là NMD Sơn Mỹ 1 và 2, công suất 2,250 MW mỗi nhà máy). Chúng tôi sẽ đưa vào mô hình dự phóng khi những thông tin vận hành và đàm phán giá điện liên quan tới kho cảng này trở nên rõ ràng hơn.

Mặc dù dự phóng sản lượng LNG nhập khẩu trong giai đoạn 2023-2024 là không lớn như đã đề cập ở trên, chúng tôi cho rằng nỗ lực đầu tư hạ tầng LNG nhằm thúc đẩy quá trình chuyển đổi năng lượng của PV GAS sẽ giúp doanh nghiệp hưởng lợi trong dài hạn, đặc biệt khi các nhà máy điện khí liên quan hoàn thiện đàm phán giá. Dự phóng đến năm 2027, doanh thu từ nhập khẩu và kinh doanh LNG sẽ chiếm khoảng 9.3% tổng doanh thu của PV GAS.

Hình 13: Dự phóng sản lượng LNG nhập khẩu về kho cảng LNG Thị Vải của GAS



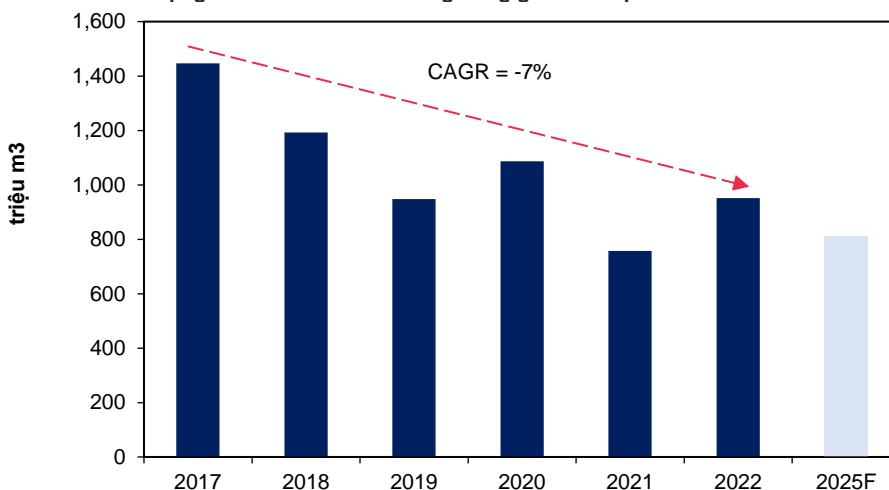
Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

## Chuỗi dự án điện khí Lô B – Ô Môn: Còn nhiều vướng mắc nhưng là động lực tăng trưởng doanh thu trong dài hạn

Vấn đề mấu chốt gây chậm trễ tiến độ của chuỗi dự án Lô B – Ô Môn là những bế tắc ở giá bán khí trong Hợp đồng mua bán khí (GSPA) và Hợp đồng bán khí (GSA). Nếu tính theo giá khí cơ sở phê duyệt năm 2016, giá khí trong các hợp đồng này đang tiệm cận ở mức trên 13.5 USD/mmBtu (tại cổng nhà máy điện), kéo theo giá bán điện trong Hợp đồng mua bán điện PPA quá cao (khoảng 2,500 kWh), gây ảnh hưởng đến việc bao tiêu sản lượng điện. Do vẫn còn khá nhiều vướng mắc liên quan đến đàm phán giá, chúng tôi cho rằng chuỗi dự án Lô B – Ô Môn sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng vào đầu năm 2024.

Trong kịch bản tích cực, dự án này có thể đón dòng khí đầu tiên vào cuối năm 2026 – đầu năm 2027, từ đó đóng góp đáng kể vào doanh thu của GAS. Chúng tôi dự phóng sản lượng khí cung cấp từ Lô B trong năm đầu hoạt động (dự kiến là 2027) sẽ ở mức 2 triệu m<sup>3</sup>, tương đương 25% tổng sản lượng khí khô của doanh nghiệp trong năm 2022. Trong bối cảnh sản lượng khai thác từ các bể Cửu Long và Nam Côn Sơn đang cạn dần, Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng trong giai đoạn 2025-2030 của GAS.

Hình 14: Sản lượng khí khô từ bể Cửu Long đang giảm dần qua các năm



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

### Dự báo KQKD giai đoạn 2023 – 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GAS trong năm 2023 sẽ lần lượt đạt 91,130 tỷ VNĐ (-9.5% svck) và 12,743 tỷ VNĐ (-15.4% svck) dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu thô thế giới được dự báo duy trì quanh mức 83-86 USD/thùng trong giai đoạn 2023-2024, hỗ trợ giá bán khí không bao tiêu.
- Sản lượng khí thương phẩm nửa cuối năm 2023 kỳ vọng ổn định so với đầu năm nhờ sự hồi phục của khách hàng đạm và khách hàng công nghiệp, tuy nhiên nhìn chung doanh thu bán khí khô sụt giảm svck do sản lượng khí vào bờ thấp hơn và giá dầu giảm từ mức đỉnh năm 2022.
- Sản lượng từ bể Cửu Long (giá đầu vào thấp hơn các bể còn lại) suy giảm khiến biên lợi nhuận gộp giảm svck
- Giá LNG tại khu vực châu Á duy trì ở mức thấp, khoảng 13 USD/mmBtu trong giai đoạn 2023-2024, thuận lợi cho việc nhập khẩu LNG của GAS.



Hình 15: Dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2023-2024 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	2022	2023F	Tăng trưởng yoy (%)	2024F	Tăng trưởng yoy (%)	Đánh giá
Doanh thu	100,724	91,130	-10%	95,890	5%	Doanh thu giảm từ mức đỉnh năm 2022 do giá dầu giảm nhưng vẫn neo ở mức cao, đồng thời sản lượng khí trong ngắn hạn chưa được hỗ trợ bù đắp bởi các dự án khí mới như Lô B – Ô Môn và Cá Voi Xanh.
Lợi nhuận gộp	21,315	17,740	-17%	18,685	5%	
Biên lợi nhuận gộp	21%	19%		19%		Biên lợi nhuận gộp giảm so với năm 2022 khi sản lượng khí đầu vào từ các mỏ khí giá rẻ suy giảm dần
Chi phí quản lý & bán hàng	3,515	3,372	-4%	3,548	5%	
% chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu	3%	4%		4%		
Chi phí tài chính	671	552	-18%	515	-7%	Chi phí tài chính giảm do kỳ vọng lãi suất giảm so với năm 2022.
LNTT	18,806	15,830	-16%	16,941	7%	
Thuế TNDN	3,740	3,087	-17%	3,304	7%	
LNST	15,066	12,743	-15%	13,638	7%	

**Tóm tắt các giá định trong kịch bản cơ sở:**

Các tiêu chí hoạt động SXKD	đơn vị	2022	2023F	2024F
Giá dầu Brent	USD/thùng	102	83	86
Giá dầu HSFO Singapore	USD/thùng	494	457	473
Giá LPG CP 50:50	USD/tấn	735	599	621
Khí ẩm nhận về	triệu m3	7,994	7,861	7,867
Sản lượng khí khô sản xuất	triệu m3	7,788	7,671	7,680
Sản lượng LPG kinh doanh	nghìn tấn	2,041	1,988	1,980

Nguồn: MBS Research dự phóng

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- GAS đóng vai trò quan trọng trong quá trình chuyển dịch điện khí LNG tại Việt Nam khi là đơn vị cung cấp khí LNG nhập khẩu và phát triển các cơ sở hạ tầng liên quan.
- GAS có thể hưởng lợi từ chuỗi dự án điện khí Lô B – Ô Môn từ cuối năm 2026 khi sản lượng khí khô từ Lô B năm 2027 có thể tương đương 25% tổng sản lượng khí khô năm 2022.
- GAS có tỷ lệ Nợ vay/VCSH thấp và lượng tiền mặt rủng rỉnh cao, góp phần tạo vị thế tài chính tốt và đảm bảo cho các hoạt động đầu tư sắp tới.

Do vẫn còn nhiều vấn đề liên quan đến tiến độ triển khai các dự án khí – điện mới, chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của GAS khá thận trọng và đưa ra giá mục tiêu 113,900 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 12.3%). Tuy nhiên, do thị suất cổ tức bằng tiền mặt của doanh nghiệp lên tới 3.6% và đưa tỷ lệ sinh lời tiềm năng lên mức 15.9%, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GAS.

## Định giá

Hình 16: Định giá theo FCFF

(+) Giá trị hiện tại giai đoạn 2023F-2028F	tỷ đồng	60,777
(+) Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	123,553
(+) Tiền và tương đương tiền (tại cuối năm 2023)	tỷ đồng	37,327
(-) Nợ	tỷ đồng	5,716
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	215,940
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	1,914
Giá trị cổ phiếu	nghìn đồng	112.8

Nguồn: MBS Research

### Chi phí VCSH

Lãi suất phi rủi ro	3%
Beta	0.9
Phần bù rủi ro thị trường	9.59%
Chi phí VCSH	11.6%

### WACC và tăng trưởng dài hạn

Tỷ trọng VCSH	97%
Tỷ trọng nợ	3%
Chi phí nợ	10.0%
Mức thuế	20%
WACC	11.5%
Tăng trưởng dài hạn	2.0%

Hình 17: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỉ trọng	Giá (nghìn VNĐ)
FCFF	50%	112.82
P/E (với P/E mục tiêu 2024 = 18x*)	50%	115.01
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>113.91</b>
Giá hiện tại		101.4
Tăng trưởng		12.3%

Nguồn: MBS Research

\* P/E trung bình 3 năm của GAS là 18.8x

Hình 18: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	Vốn hóa triệu USD	P/E (lần)		ROA%		ROE (%)	
			TTM	Hiện tại	TTM	2022	TTM	2022
Petronas Gas Bhd	PTG MK Equity	7,277	20.6	2.6	8.6	8.5	12.8	12.5
Toho Gas Ltd	9533 JP Equity	1,831	6.3	0.6	6.1	5.0	10.3	8.6
PTT PCL	PTT TB Equity	29,090	13.9	0.9	2.2	2.8	6.9	8.9
Shenzhen Gas Corp Ltd	601139 CH Equity	2,755	16.0	1.5	3.4	3.4	9.7	9.6
Gujarat Gas Ltd	Gujga IN Equity	3,785	20.5	4.5	n/a	14.9	n/a	24.2
Trung bình			15.4	2.0	5.1	6.9	9.9	12.7
PetroVietnam Gas JSC	GAS VN Equity	8,087	15.0	2.9	14.5	17.4	20.4	26.7

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Rủi ro đầu tư

- (1) Sản lượng khí đầu vào và đầu ra thấp hơn dự kiến.
- (2) Giá bán khí không cao như dự kiến do ảnh hưởng từ giá dầu.
- (3) Tiến độ đàm phán GSPA, GSA và PPA của chuỗi dự án Lô B – Ô Môn chậm hơn dự kiến.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Báo cáo kết quả HKKD	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Doanh thu thuần	78,992	100,724	91,130	95,890	LN trước thuế	11,205	18,806	15,830	16,941
Giá vốn hàng bán	(65,007)	(79,409)	(73,390)	(77,206)	Khấu hao	3,073	3,023	3,183	3,266
Lợi nhuận gộp	13,986	21,315	17,740	18,685	Thuế đã nộp	(2,275)	(3,452)	(3,087)	(3,304)
Chi phí quản lý DN	(1,479)	(1,075)	(1,094)	(1,151)	Các khoản điều chỉnh khác	(194)	(480)	(3,612)	(4,305)
Chi phí bán hàng	(2,133)	(2,440)	(2,278)	(2,397)	Thay đổi VLD	(4,214)	(5,106)	1,370	(825)
LN từ HKKD	10,374	17,799	14,369	15,137	<b>LCTT từ HKKD</b>	<b>7,595</b>	<b>12,792</b>	<b>13,684</b>	<b>11,774</b>
EBITDA thuần	13,447	20,822	17,552	18,403	Đầu tư TSCĐ	(4,747)	(2,010)	(1,509)	(6,159)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>10,374</b>	<b>17,799</b>	<b>14,369</b>	<b>15,137</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	181	1	-	-
Thu nhập lãi	1,187	1,568	1,914	2,215	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(6,755)</b>	<b>265</b>	<b>(6,988)</b>	<b>(1,716)</b>
Chi phí tài chính	(403)	(671)	(552)	(515)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	118	-	-
Thu nhập ròng khác	32	78	71	75	Tiền vay ròng nhận được	5,091	(2,045)	(367)	(1,020)
TN từ các Cty LK & LD	15	32	29	30	Dòng tiền từ HĐTC khác	-	-	-	-
<b>LN trước thuế</b>	<b>11,205</b>	<b>18,806</b>	<b>15,830</b>	<b>16,941</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(5,865)	(5,882)	(6,890)	(6,890)
Thuế TNDN	(2,353)	(3,740)	(3,087)	(3,304)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>(774)</b>	<b>(7,809)</b>	<b>(7,257)</b>	<b>(7,910)</b>
Lợi nhuận sau thuế	8,852	15,066	12,743	13,638	Tiền & tương đương tiền đầu kì	5,237	5,300	10,549	9,988
Lợi ích cổ đông thiểu số	(179)	(268)	(255)	(273)	LC tiền thuần trong năm	65	5,248	(562)	2,147
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>8,673</b>	<b>14,798</b>	<b>12,488</b>	<b>13,365</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>5,300</b>	<b>10,549</b>	<b>9,988</b>	<b>12,135</b>
Chi trả cổ tức	(5,865)	(5,882)	(6,890)	(6,890)					
Lợi nhuận giữ lại	2,808	8,916	5,598	6,475					
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>
Tiền và tương đương tiền	5,300	10,549	9,988	12,135	Tăng trưởng doanh thu thuần	23%	28%	-10%	5%
Đầu tư ngắn hạn	24,800	23,726	27,339	31,644	Tăng trưởng EBITDA	20%	55%	-16%	5%
Phải thu khách hàng	10,598	9,210	9,266	10,175	Tăng trưởng LN từ HKKD	19%	72%	-19%	5%
Hàng tồn kho	3,241	4,102	2,204	3,600	Tăng trưởng LN trước thuế	12%	68%	-16%	7%
Các tài sản ngắn hạn khác	7,455	8,063	7,840	8,249	Tăng trưởng LN ròng	10%	71%	-16%	7%
Tổng tài sản ngắn hạn	51,395	55,652	56,636	65,804	Tăng trưởng EPS	10%	71%	-16%	7%
Tài sản cố định	17,688	15,976	14,327	17,245	Biên LN gộp	17.7%	21.2%	19.5%	19.5%
Tài sản vô hình	410	394	369	344	Biên EBITDA	18.5%	22.0%	21.2%	21.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	4,871	5,978	7,487	2,597	Biên LN ròng	11.0%	14.7%	13.7%	13.9%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	17.4%	26.7%	19.9%	19.3%
Đầu tư vào công ty LDLK	390	396	411	427	ROAA	12.2%	18.3%	14.7%	14.7%
Các khoản đầu tư dài hạn khác	10	10	-	-	ROIC	14.4%	22.0%	17.2%	17.0%
Tài sản dài hạn khác	3,982	4,221	8,043	8,673	Vòng quay tài sản	111.3%	124.8%	107.3%	105.2%
Tổng tài sản dài hạn	27,373	27,011	30,637	29,285	Cổ tức chi trả/LN ròng	67.6%	39.7%	55.2%	51.6%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>78,768</b>	<b>82,663</b>	<b>87,273</b>	<b>95,089</b>	Tổng nợ vay/VCSH	15.3%	9.9%	8.5%	6.4%
Vay & nợ ngắn hạn	485	45	621	612	Nợ vay ròng/VCSH	5.2%	-7.3%	-6.4%	-10.1%
Phải trả người bán	6,631	6,652	5,094	5,678	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	3.4%	-5.4%	-4.9%	-7.8%
Phải trả ngắn hạn khác	9,446	5,791	6,652	7,959	Khả năng thanh toán lãi vay	3410.9%	5283.9%	4683.8%	5286.4%
Tổng nợ ngắn hạn	16,561	12,488	12,367	14,248	Số ngày phải thu	49	33	37	39
Vay & nợ dài hạn	7,510	6,038	5,095	4,084	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	18	19	11	17
Các khoản phải trả khác	2,504	2,963	2,734	2,877	Số ngày phải trả tiền bán	37	31	25	27
Tổng nợ dài hạn	10,014	9,001	7,829	6,961	Khả năng thanh toán ngắn hạn	3.1	4.5	4.6	4.6
<b>Tổng nợ</b>	<b>26,575</b>	<b>21,489</b>	<b>20,196</b>	<b>21,209</b>	Khả năng thanh toán nhanh	2.9	4.1	4.4	4.4
Vốn điều lệ	19,140	19,140	19,140	19,140	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.8	2.7	3.0	3.1
Thặng dư vốn cổ phần	211	211	211	211	<b>Định giá</b>				
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	EPS (đồng/cp)	4,531	7,732	6,525	6,983
LN giữ lại	10,487	19,241	20,880	27,577	BVPS (đồng/cp)	26,696	31,274	34,332	37,858
Các quỹ thuộc VCSH	21,060	21,069	25,283	25,334	P/E (lần)	22	13	15	14
Chênh lệch tỷ giá	-	-	-	-	P/B (lần)	3.7	3.2	2.9	2.6
Vốn chủ sở hữu	51,094	59,858	65,710	72,458					
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,098	1,316	1,367	1,421					
Tổng vốn chủ sở hữu	52,193	61,174	67,077	73,879					
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>78,768</b>	<b>82,663</b>	<b>87,273</b>	<b>95,089</b>					

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

## 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**  
Hoàng Công Tuấn

**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

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

**Công nghiệp – Năng lượng**  
Phạm Thị Thanh Huyền