

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (GAS – HOSE)

“Động lực tăng trưởng trung & dài hạn đến từ LNG”

TRUNG LẬP

Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

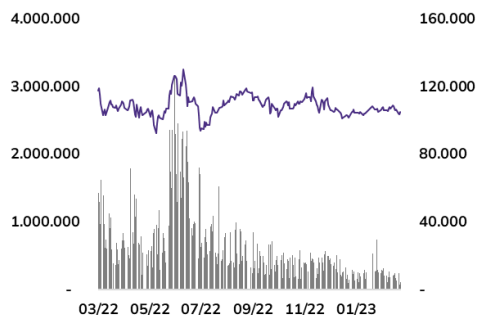
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành	: Dầu khí
Ngày báo cáo	: 12/04/2023
Giá hiện tại (VND/CP)	: 99.800
Giá mục tiêu (VND/CP)	: 102.300
Tỷ lệ tăng (%)	: +2,6%
Vốn hóa (Tỷ VND)	: 191.012
SLCPLH (CP)	: 1.913.950.000

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	: 95,76%
Cổ đông khác	: 2,24%

DIỄN BIẾN GIÁ



Nguồn: ABS Research

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2021A	2022A
Tăng trưởng DTT (%)	23,2%	27,5%
Tăng trưởng LNST (%)	10,5%	70,6%
Biên LNG (%)	17,7%	21,2%
Biên LNST (%)	10,4%	70,6%
ROA (%)	11,2%	18,2%
ROE (%)	17,0%	24,6%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,15	0,10
EPS (VND/CP)	4.531	7.732
BVPS (VND/CP)	26.696	31.274

Luận điểm đầu tư

- **Kết quả kinh doanh Quý 4/2022 của PVGas tăng trưởng ấn tượng.** Doanh thu thuần Q4 đạt gần 22.052 tỷ đồng (+9% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 3.250 tỷ đồng (+65% svck). Biên lợi nhuận gộp đã được cải thiện đáng kể lên mức 22,1% từ mức 17,5% của Q4/2021.
- **Doanh thu năm 2022 cao nhất kể từ khi thành lập.** Lũy kế năm 2022, doanh thu thuần của PVGas đạt gần 100.724 tỷ đồng (+28% svck) & LNST đạt gần 14.798 tỷ đồng (+71% svck). Biên lợi nhuận gộp cả năm 2022 cải thiện lên mức 21,16% so với mức 17,71% của năm 2021.
- **Chúng tôi hạ dự báo triển vọng lợi nhuận năm 2023 của PVGas** do sản lượng và giá bán khí dự báo suy yếu. Tuy nhiên, “bộ đỡ” sẽ đến từ khách hàng điện khí điện khí dự báo được tăng cường huy động thay cho thủy điện (do điều kiện thủy văn không thuận lợi).
- **Chúng tôi cho rằng triển vọng dài hạn của PVGas sẽ vẫn tích cực dựa trên những yếu tố sau:**
 - ✓ Nhu cầu khí cho điện dự kiến vẫn cao: Theo Quy hoạch điện VIII, điện khí dự kiến được nâng tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia từ 9% (2022) lên 25% (2030).
 - ✓ Mảng LNG sẽ trở thành động lực tăng trưởng trung và dài hạn của PVGas. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, VN sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m³ khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, LNG nhập khẩu sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn.
 - ✓ Kỳ vọng từ các dự án lớn của ngành được thúc đẩy tiến độ triển khai. PVGas hiện đang và sẽ tham gia vào các dự án lớn như Dự án LNG Thị Vải, Dự án LNG Sơn Mỹ, Dự án Sư tử trắng – GD 2B, Dự án Lô B – Ô Môn. Các dự án này dự kiến sẽ giúp cải thiện năng lực cung cấp khí của PVGas thời gian tới.
- Chúng tôi dự phóng LNST năm 2023 của PVGas đạt 11.098 tỷ đồng với 2023F EPS đạt 5.799 đ/cp và BVPS là 33.740 đ/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 17,2x & 2,96x tại giá hiện tại. Giá mục tiêu là 102.300 đ/cp.
- Với triển vọng ngắn và dài hạn trái chiều, chúng tôi đánh giá **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 102.300 đ/cp.
- **Rủi ro:**
 - ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí.
 - ✓ Các dự án lớn bị chậm tiến độ.
- **Cơ hội:**
 - ✓ Sản lượng & giá khí tiêu thụ cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
 - ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của PVGas

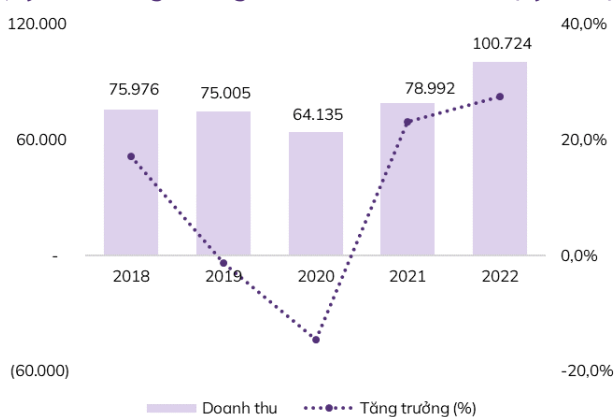
Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	64.135	78.992	100.724	83.352
Tăng trưởng doanh thu thuần (%)	-14,5%	23,2%	27,5%	-17,2%
Lợi nhuận gộp	11.406	13.986	21.315	16.485
Biên lợi nhuận gộp (%)	17,8%	17,7%	21,2%	19,8%
Doanh thu tài chính	1.451	1.187	1.568	1.568
Chi phí tài chính	-169	-403	-671	-258
Chi phí bán hàng	-1.943	-2.133	-2.440	-2.020
Chi phí QLDN	-769	-1.479	-1.075	-978
Lợi nhuận từ HĐKD	9.976	11.158	18.696	14.798
Lãi/Lỗ khác	14	32	78	88
Lợi nhuận trước thuế	9.978	11.205	18.806	14.917
LNST cổ đông Công ty mẹ	7.855	8.673	14.798	11.098
Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)	12,2%	11,0%	14,7%	13,3%
EPS (đồng/cp)	4.104	4.531	7.732	5.799

Nguồn: PVGAS, ABS Research

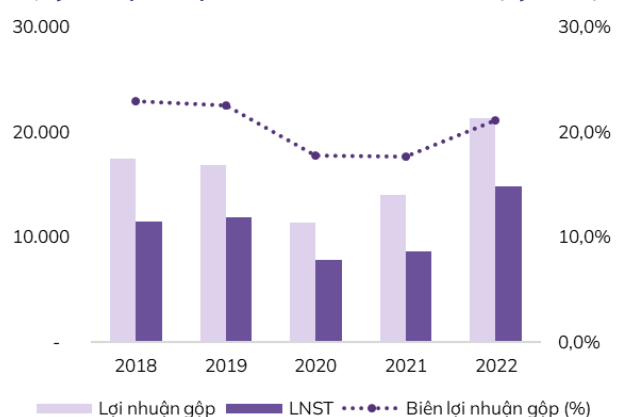
Cập nhật doanh nghiệp

- Kết quả kinh doanh Quý 4/2022 của PVGas tăng trưởng ấn tượng.** Doanh thu thuần Q4 đạt gần 22.052 tỷ đồng (+9% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 3.250 tỷ đồng (+65% svck). Biên lợi nhuận gộp đã được cải thiện đáng kể lên mức 22,1% từ mức 17,5% của cùng kỳ năm trước.
- Doanh thu năm 2022 cao nhất kể từ khi thành lập.** Lũy kế năm 2022, doanh thu thuần của PVGas đạt gần 100.724 tỷ đồng (+28% svck) & LNST đạt gần 14.798 tỷ đồng (+71% svck). Đáng chú ý, đây là năm mà doanh thu cao nhất kể từ khi PVGas thành lập. Nguyên nhân dẫn tới sự tăng trưởng ấn tượng trên xuất phát từ sản lượng tăng tốt, chủ yếu do nhu cầu khí cho điện & đạ m tăng cao. Giá khí cũng tăng trên 15% svck. Biên lợi nhuận gộp cả năm 2022 cải thiện lên mức 21,16% so với mức 17,71% của năm 2021.

Quy mô & tăng trưởng doanh thu của PVGas (Tỷ VND)



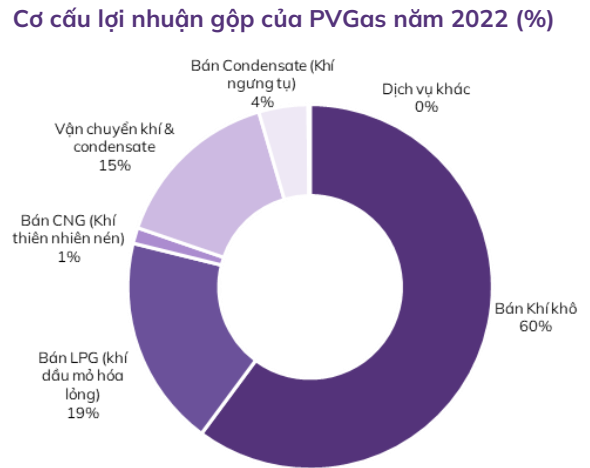
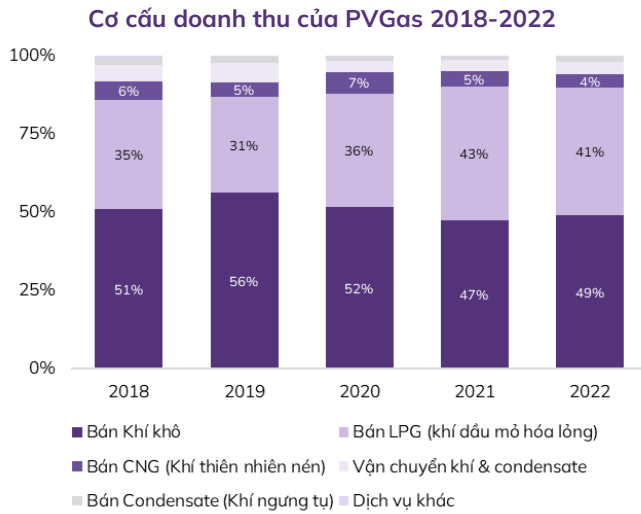
Quy mô lợi nhuận của PVGas 2018-2022 (Tỷ VND)



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVGAS, ABS Research

- Mảng cung cấp khí khô vẫn chiếm vai trò chủ đạo.** Theo đó, mảng cung cấp khí khô năm 2022 chiếm 49% cơ cấu doanh thu và đóng góp 60% cơ cấu lợi nhuận gộp của PVGas (49.176 tỷ đồng doanh thu & 12.864 tỷ đồng lợi nhuận gộp). Tiếp đến là bán LPG chiếm 41% cơ cấu doanh thu năm 2022 của PVGas với 41.298 tỷ đồng & đóng góp 4.000 tỷ đồng lợi nhuận gộp (chiếm 19% cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2022). Hiện, giá bán khí khô của PVGas dựa trên cơ sở giá dầu FO trong khi đó giá dầu năm 2022 đã có sự bứt phá mạnh trước cuộc chiến Nga-Ukraine & những căng thẳng Nga-EU. Biên lợi nhuận gộp năm

2022 của mảng khí khô do vậy đã cải thiện mạnh mẽ lên 26,2% so với mức 19,8% của năm 2021 trong khi biên lợi nhuận gộp của mảng LPG cũng cải thiện từ 8,8% (2021) lên 9,7% (2022).



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVGAS, ABS Research

Tình hình sản xuất kinh doanh năm 2022 của PVGas:

- Trong năm 2022, PVGas đã cung cấp trên 7,9 tỷ m3 khí khô, tăng 10,4% so với năm 2021. PVGas hoàn thành vượt mức kế hoạch sản lượng khí ngưng tụ (condensate) (đạt trên 100 nghìn tấn, bằng 155% kế hoạch, về đích trước kế hoạch 5 tháng) và sản lượng LPG kinh doanh (đạt trên 2 triệu tấn, bằng 118% kế hoạch, tương đương năm 2021 và về đích trước kế hoạch 2 tháng). Hiện, PVGas đang cung cấp khí ổn định để sản xuất trên 11% sản lượng điện, khoảng 70% sản lượng phân đạm và đáp ứng gần 70% thị phần LPG toàn quốc (trong đó 80% thị phần Miền Nam, 57% thị phần Miền Bắc và 64% thị phần Miền Trung), thị phần bán lẻ LPG chiếm 11% (bao gồm cả Gas South chiếm 24%).
- Về khách hàng của sản phẩm khí khô: khách hàng điện đang chiếm tỷ trọng chủ đạo (gần 74% sản lượng khí khô tiêu thụ năm 2022), tiếp đến là khách hàng đạm (trên 13,2%) & khách hàng công nghiệp chiếm 12,82%.
- Về tình hình sản xuất LPG & condensate, sản lượng của GPP Dinh Cố tăng cao do đẩy lòng tích tụ trong đường ống về bờ và nguồn condensate Thiên Ứng về bờ ổn định. Theo đó, GPP Dinh Cố trong năm qua sản xuất trên 271 nghìn tấn LPG (+9% svck) và gần 97 nghìn tấn condensate (+66% svck). Trong khi đó, GPP Cà Mau không hoàn thành kế hoạch do khí ẩm về bờ thấp hơn kế hoạch, theo đó GPP Cà Mau trong năm 2022 sản xuất trên 89 nghìn tấn LPG (-19% svck) & gần 5 nghìn tấn condensate (-36% svck)
- Trong năm 2022, giá dầu Brent trung bình duy trì ở mức 101 USD/thùng (+44% svck). Giá khí khô bình quân cũng tăng trên 15% svck lên 7,41 USD/mmBTU. Giá hợp đồng của LPG trung bình năm 2022 đạt 735 USD/tấn (+15% svck).

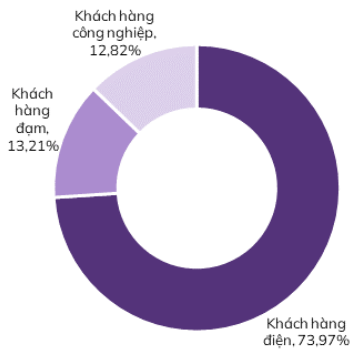
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ MỘT SỐ SẢN PHẨM CHÍNH CỦA PVGAS

STT	Chỉ tiêu	ĐVT	2019	2020	2021	2022	2023F
1	Khí ẩm tiếp nhận vào bờ	tỷ m3	10,23	8,95	7,39	8,00	7,90
2	Khí khô sản xuất & tiêu thụ	tỷ m3	9,95	8,69	7,15	7,90	7,72
	Khách hàng điện		7,99	6,64	5,04	5,60	5,71
	Khách hàng đạm		1,01	1,15	1,10	1,20	1,02
	Khách hàng công nghiệp		0,94	0,90	1,01	1,10	0,99
	Giá bán khí khô	USD/mmBTU	5,15	4,63	6,46	7,41	6,90
	% svck		6%	-10%	39%	15%	-7%
3	Sản lượng tiêu thụ LPG	nghìn tấn	1.770	1.960	2.000	2.040	1.760
	GPP Dinh Cố (nghìn tấn)		218,90	238,90	250,00	270,00	N/A
	GPP Cà Mau (nghìn tấn)		151,40	131,70	110,20	86,00	N/A

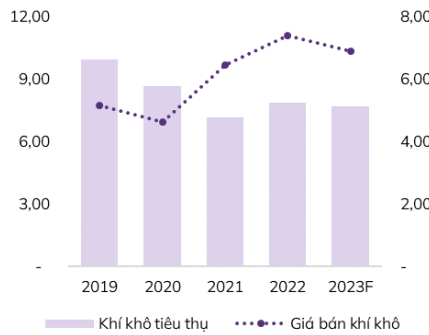
	Dung Quất (nghìn tấn)		35,40	218,60	289,50	309,00	
	NK tiêu thụ nội địa (nghìn tấn)		715,90	972,00	901,40	875,00	N/A
	XK và kinh doanh quốc tế (nghìn tấn)		226,60	400,80	452,00	501,00	N/A
4	Sản lượng Condensate	nghìn tấn	70,40	58,00	65,40	101,00	84,00
5	Giá dầu Brent bình quân	USD/thùng	64,20	41,80	70,00	101,00	90,00
6	Giá LPG	USD/tấn	438,10	395,00	638,00	735,00	620,00

Nguồn: BCTN của PVGAS, ABS Research

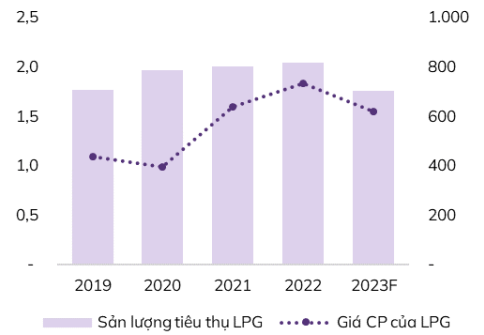
Cơ cấu khách hàng khí khô của PVGas năm 2022 (%)



Sản lượng (Tỷ m3) & Giá bán khí khô (USD/mmBTU) của PVGas



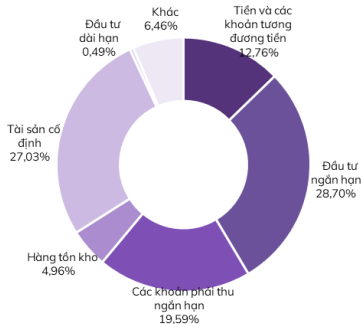
Sản lượng (Nghìn tấn) & Giá bán LPG (USD/tấn) của PVGas



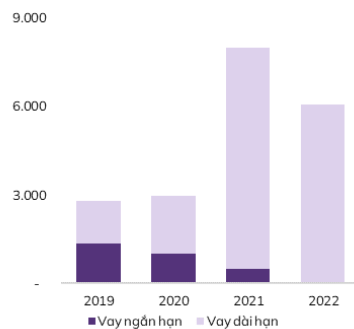
Nguồn: BCTN của PVGAS, ABS Research

- **Nguồn lực tài chính vững chãi với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.** Tại 31/12/2022, PVGas có gần 34.276 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng, chiếm 41,5% cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, tổng nợ vay ngắn và dài hạn là 6.083 tỷ đồng (giảm 1.912 tỷ đồng, tương ứng giảm 23,9% so với đầu năm). Nợ/VCSH ở mức thấp, chỉ 0,10 lần. Lượng tiền dồi dào sẽ là một lợi thế cho PVGas trong bối cảnh lãi suất duy trì ở mặt bằng cao.

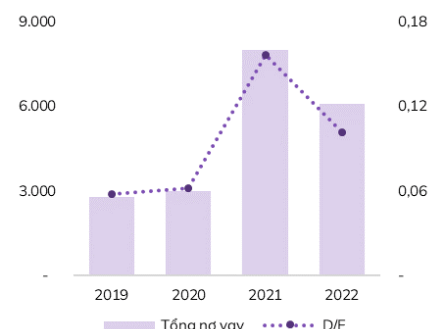
Cơ cấu tài sản của PVGas tại 31/12/2022



Cơ cấu nợ vay của PVGas 2019 -2022 (Tỷ đồng)



Quy mô nợ vay (tỷ đồng) & hệ số D/E (lần) của PVGas 2019-2022



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVGAS, ABS Research

Triển vọng dài hạn lạc quan

Hạ dự báo triển vọng lợi nhuận năm 2023:

- **Giá dầu năm 2023 tiếp tục suy yếu.** Giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 101 USD/thùng, cao hơn 44% so với năm 2021 (71 USD/thùng). Giá dầu hiện đã "hạ nhiệt" và điều chỉnh khoảng trên 15% so với bình quân năm 2022 trước lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ dầu khi FED và các NHTW trên thế giới liên tục tăng lãi suất nhằm đối phó lạm phát. Các tổ chức lớn trên thế giới cũng đều hạ triển vọng giá dầu năm 2023 so với năm 2022. Cụ thể, Goldman Sachs dự báo, trong năm 2023, giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 98 USD/thùng trong khi Cơ quan Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) & WB dự báo giá dầu Brent sẽ ở mức trung bình 92 USD/thùng. Bên cạnh đó, triển vọng thị trường khí đốt cũng khá ảm đạm. WB dự báo giá khí đốt tự nhiên của Mỹ có thể ở mức trung bình 4,80 USD/mmBTU vào năm 2023 (-7,7% svck). Hiện, giá bán khí khô của PVGas dựa trên giá dầu FO, do đó khi triển vọng giá dầu suy yếu sẽ ảnh hưởng tới giá bán khí của

DN. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá dầu sẽ không điều chỉnh quá sâu, mà vẫn “neo” ở mức cao do có những yếu tố hỗ trợ như Trung Quốc mở cửa nền kinh tế làm tăng nhu cầu tiêu thụ dầu, OPEC thận trọng khiến nguồn cung dầu hạn hẹp (mới đây OPEC+ đã quyết định cắt giảm thêm hơn 1 triệu thùng/ngày), Căng thẳng Nga-Ukraine cũng như các lệnh trừng phạt & đáp trả giữa Phương Tây và Nga làm gia tăng bất ổn an ninh năng lượng toàn cầu, càng làm thắt chặt nguồn cung các sản phẩm năng lượng...

- **Giá LPG cũng điều chỉnh sâu.** Năm 2022, giá hợp đồng của LPG tăng cao, có những thời điểm lên trên 950 USD/tấn và trung bình cả năm 2022 đạt 735 USD/tấn (+15,2% svck). Tuy nhiên, hiện giá LPG cũng đã giảm sâu về còn 550 USD/tấn (-25% so với bình quân năm 2022).
- **Sản lượng khí các mỏ tiếp tục suy giảm.** Hiện nay, sản lượng khí khai thác tại các mỏ Khu vực Đông Nam Bộ vẫn đang suy giảm 5-20%/năm, đặc biệt là các mỏ lớn đã khai thác lâu năm như mỏ Bạch Hổ, mỏ Lan Tây – Lan Đỏ... Thực tế, sản lượng khí ẩm tiếp nhận vào bờ trong 3 năm gần đây của PVGas đều không đạt kế hoạch đề ra, chỉ đạt 93% năm 2020, 76% năm 2021 & 87% năm 2022. Sản lượng khí ẩm tiếp nhận vào bờ năm 2020 đạt 8,95 tỷ m³ (-12,49% svck), năm 2021 là 7,39 tỷ m³ (-17,46% svck) & năm 2022 là 8 tỷ m³ (+8,32% svck).
- **Tuy nhiên, triển vọng năm 2023 của PVGas được hỗ trợ bởi điện khí.** Theo dự báo của Tổng cục Khí tượng thủy văn, hiện tượng thời tiết La Nina chỉ duy trì đến hết Q1/2023. Bên cạnh đó, giá khí hiện cũng đã điều chỉnh. Do đó, dự báo năm 2023 mảng điện khí sẽ được tăng cường huy động thay cho thủy điện. Điều này sẽ làm tăng nhu cầu khí khô từ các khách hàng điện.
- **Về dài hạn, mảng điện khí được nâng vai trò khi tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia sẽ tăng lên 25% vào năm 2030.** Đây là yếu tố hỗ trợ lâu dài cho PVGas.

Mảng LNG – động lực tăng trưởng trung & dài hạn:

- Hiện nay, sản lượng khí tại các mỏ khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm và bắt đầu xuất hiện tình trạng thiếu hụt. Trong khi đó, theo Quy hoạch điện VIII, mảng điện khí sẽ nâng dần tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia, từ mức hiện tại là 9% lên 25% vào năm 2030. Bên cạnh đó, các dự án lớn đang triển khai như Lô B – Ô Môn & Cá Voi Xanh cũng chỉ đủ cung cấp cho một số nhà máy điện đã quy hoạch khi đi vào vận hành thương mại. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện đến năm 2030, VN sẽ thiếu hụt khoảng 5,4 tỷ m³ khí/năm do sự suy giảm của các mỏ lâu năm. Do đó, LNG nhập khẩu sẽ là nguồn bổ sung quan trọng trong dài hạn. Nhu cầu nhập khẩu LNG sẽ thúc đẩy việc xây dựng hệ thống các kho chứa.
- Theo Quy hoạch phát triển công nghiệp khí VN đến năm 2025, định hướng đến năm 2035 thì đến năm 2035, VN sẽ có 7 kho chứa được quy hoạch với tổng công suất lên tới 26 triệu tấn/năm. Trong giai đoạn đến năm 2025, dự kiến có 4 dự án được triển khai, trong đó Dự án LNG Thị Vải & Dự án LNG Sơn Mỹ giai đoạn 1 có dấu hiệu tích cực khi PVGas đang đẩy nhanh đầu tư.

Quy hoạch các kho cảng LNG tại Việt Nam

Dự án	Công suất (triệu tấn/năm)	Dự kiến vận hành
Kho LNG Thị Vải	1-3	2024-2025
Kho LNG Sơn Mỹ - GD 1	1-3	2024-2026
Kho LNG Tây Nam Bộ - GD 1	1	2024-2025
Kho LNG Đông Nam Bộ	4-6	2024-2025
Kho LNG Thái Bình	0,2-0,5	2026-2030
Kho LNG Tây Nam Bộ - GD2	2	2026-2030
Kho LNG Sơn Mỹ - GD 2	3	2027-2030
Kho LNG Hải Phòng	1-3	2030-2035
Kho LNG Khánh Hòa	3	2030-2035
Kho LNG Sơn Mỹ - GD 3	3	2031-2035

Nguồn: ABS Research

- Triển vọng lạc quan đến từ các dự án lớn của ngành đang và sẽ được triển khai, hứa hẹn cải thiện năng lực cung cấp khí của PVGas thời gian tới. Các dự án PVGas đang và dự kiến sẽ tham gia:
 - **Kho LNG Thị Vải giai đoạn 1** với công suất 1 triệu tấn/năm hiện đã hoàn thành thi công cơ khí toàn bộ phần kho, hiện đang thi công cải tạo biên luồng hàng hải Vũng Tàu-Thị Vải, dự kiến hoàn thành vào tháng 4/2023 để xin giấy phép mở cảng. Kho cảng LNG Thị Vải có khả năng tiếp nhận được tàu vận chuyển LNG trọng tải lên đến 85.000 tấn hàng, bồn chứa LNG sức chứa lên tới 180.000 m³. Dự án dự kiến sẽ cung cấp khoảng 1,4 tỷ m³ khí sau khi hoàn thành. **Dự án LNG Thị Vải giai đoạn 2** mở rộng, nâng công suất lên 3 triệu tấn/năm hiện hoàn thành FS và trình Bộ Công thương thẩm định từ tháng 11/2021 & Bộ đang thực hiện thủ tục thẩm định, dự kiến vận hành từ 2024.
 - **Dự án LNG Sơn Mỹ** với tổng vốn đầu tư 1,3 tỷ USD, công suất lên tới 3 triệu tấn/năm dự kiến hoàn thành giai đoạn 1 (1 triệu tấn/năm) vào 2024.
 - **Dự án Sư tử trắng giai đoạn 2:** Mỏ Sư tử trắng thuộc Lô 15-1, bể Cửu Long, dự án này sẽ được khai thác tới năm 2035 với sản lượng 1,5 tỷ m³/năm, được đưa thẳng về bờ thông qua đường ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2 đến GPP Dinh Cố 2. PVGas tham gia dự án này với 25% vốn đầu tư với giá trị 500 triệu USD. Giai đoạn 2A đã đi vào vận hành từ tháng 6/2021. Giai đoạn 2B dự kiến đi vào hoạt động từ năm 2026.
 - **Dự án Lô B – Ô Môn:** với tổng vốn đầu tư 8,1 tỷ USD, dự kiến sẽ cho dòng khí đầu tiên vào năm 2026. Các cơ quan quản lý đang đẩy nhanh tiến độ và dự kiến sẽ có quyết định FID chậm nhất vào tháng 6/2023. Trong dự án này, PVGas sẽ tham gia dự án thành phần Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn.
Chúng tôi cho rằng tiến độ các Dự án LNG có thể đang có dấu hiệu chậm lại do tình hình giá LNG trên thị trường thế giới tăng cao trước nhu cầu nhập khẩu LNG của EU gia tăng.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- Chúng tôi đưa ra dự phóng trên cơ sở giả định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 90 USD/thùng.
- Chúng tôi giả định sản lượng khí ẩm tiếp nhận vào bờ năm 2023 dự kiến đạt 7,9 tỷ m³ (- 1,25% svck) do sản lượng khí tại các mỏ vẫn đang suy giảm. Sản lượng khí khô tiêu thụ dự kiến giảm 10,4% về 7,72 tỷ m³. Trong đó, chúng tôi cho rằng khách hàng điện có thể tăng tiêu thụ (do điện khí dự báo được ưu tiên huy động) trong khi các khách hàng khác (đạm, công nghiệp...) có thể giảm lượng tiêu thụ. Sản lượng tiêu thụ LPG năm 2023 dự kiến đạt 1,76 tỷ m³ (- 1,9% svck).
- Chúng tôi giả định giá bán khí khô năm 2023 sẽ giảm khoảng 7% svck và đạt 6,9 USD/mmBTU trong khi giá bán LPG sau khi điều chỉnh sâu có thể phục hồi trở lại và đạt mức bình quân 620 USD/tấn.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của PVGas giảm 17,2% svck về mức 83.352 tỷ đồng. LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 11.098 tỷ đồng (-25% svck). EPS 2023F dự kiến đạt 5.799 đồng/cp, BVPS 2023F dự kiến đạt 33.740 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 17,2 lần & 2,96 lần tại mức giá giao dịch hiện tại.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của PVGAS năm 2023 theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	2020	2021	2022	2023F
1. Bán Khí khô				
Doanh thu	33.067	37.461	49.176	46.898
	% YOY	13,3%	31,3%	-7,3%
	% Tổng doanh thu	51,6%	47,4%	54,7%
Giá vốn hàng bán	(27.293)	(30.049)	(36.312)	(36.756)
Lợi nhuận gộp	5.774	7.412	12.864	10.142
	% YOY	28,4%	73,6%	-21,7%
2. Bán LPG				
Doanh thu	23.250	33.690	41.298	26.412
	% YOY	44,9%	22,6%	-36,0%
	% Tổng doanh thu	36,3%	42,7%	31,7%
Giá vốn hàng bán	(21.547)	(30.727)	(37.298)	(23.850)
Lợi nhuận gộp	1.704	2.964	4.000	2.562

	% YOY	-16,7%	74,0%	35,0%	-36,0%
3. Bán CNG					
Doanh thu		4.503	3.808	4.186	4.479
	% YOY	32,7%	-15,4%	9,9%	7,0%
	% Tổng doanh thu	7,0%	4,8%	4,2%	5,4%
Giá vốn hàng bán		(2.133)	(2.781)	(3.885)	(3.583)
Lợi nhuận gộp		2.370	1.027	300	896
	% YOY	231,5%	-56,7%	-70,8%	198,3%
4. Vận chuyển khí & condensate					
Doanh thu		2.283	2.990	3.970	3.771
	% YOY	-52,2%	30,9%	32,8%	-5,0%
	% Tổng doanh thu	3,6%	3,8%	3,9%	4,5%
Giá vốn hàng bán		(822)	(664)	(719)	(1.309)
Lợi nhuận gộp		1.461	2.325	3.250	2.462
	% YOY	-63,3%	59,1%	39,8%	-24,2%
5. Bán Condensate					
Doanh thu		703	791	1.864	1.551
	% YOY	-46,3%	12,5%	135,5%	-16,8%
	% Tổng doanh thu	1,1%	1,0%	1,9%	1,9%
Giá vốn hàng bán		(654)	(506)	(928)	(1.090)
Lợi nhuận gộp		50	285	936	461
	% YOY	-77,6%	473,3%	228,0%	-50,8%
6. Dịch vụ khác					
Doanh thu		328	252	231	242
	% YOY	-5,4%	-23,3%	-8,4%	5,0%
	% Tổng doanh thu	0,5%	0,3%	0,2%	0,3%
Giá vốn hàng bán		(281)	(279)	(266)	(280)
Lợi nhuận gộp		47	(27)	(36)	(38)
	% YOY	-74,7%	-158,0%	31,3%	n/a
Tổng doanh thu		64.135	78.992	100.724	83.352
	% YOY	23,1%	23,1%	27,5%	-17,2%
Tổng giá vốn hàng bán		(52.729)	(65.007)	(79.409)	(66.867)
Tổng lợi nhuận gộp		11.406	13.986	21.315	16.485
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>		17,78%	17,71%	21,16%	19,78%

Nguồn: ABS Research

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi thực hiện định giá cổ phiếu GAS dựa theo 2 phương pháp:

- Phương pháp so sánh P/E
- Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF

Một số giả định khác:

- Giả sử thời gian tới Công ty không thực hiện tăng vốn điều lệ.
- Thuế Thu nhập doanh nghiệp là 20%/năm. Tỷ lệ chi trả cổ tức năm 2023 dự kiến 30%.

Phương pháp so sánh P/E:

- P/E được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trên thế giới là 19,69 lần.
- EPS 2023F là 5.799 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu GAS được xác định theo phương pháp P/E là 114.158 đ/cp.

Company	Country	P/B
Petronas Gas BHD	Malaysia	20,20
INDRAPRASTHA Gas Ltd	India	19,62
SHENZHEN Gas Ltd	China	19,24
Trung bình		19,69

Nguồn: Tradingview.com, ABS Research

Phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF:

- Chi phí vốn chủ sở hữu được xác định theo phương pháp CAPM trong đó lãi suất phi rủi ro giả sử bằng lãi suất TPCP kỳ hạn 10 năm là 4,0%. Phần bù rủi ro thị trường là 11,13% (theo Damodaran tháng 01/2023). Beta điều chỉnh là 1,47 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 16,8%.
- Giá theo phương pháp FCFF là 90.537 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	4,00%
Phần bù rủi ro thị trường	11,13%
Beta	1,47
WACC	16,80%
Tăng trưởng dài hạn	3,00%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	90.537	50%
- P/E	114.158	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		102.347

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 102.300 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +2,6% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu GAS.

Rủi ro:

- ✓ Giá dầu bất ổn định và đang trên đà giảm do những lo ngại về suy thoái kinh tế toàn cầu làm yếu nhu cầu dầu khí.
- ✓ Sản lượng khí các mỏ Khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm, đặc biệt là các mỏ lớn đã khai thác lâu năm như mỏ Bạch Hổ, mỏ Lan Tây – Lan Đỏ. Theo phương án cung cấp khí cho sản xuất điện cơ sở, đến năm 2030, Việt Nam sẽ thiếu hụt từ 5.4 tỷ m³ khí/năm do suy giảm các mỏ khí lâu năm. Rủi ro giá dầu giảm có thể ảnh hưởng tới tiến độ các Dự án lớn của ngành. Bên cạnh đó, giá LNG trên thị trường thế giới tăng cao do căng thẳng giữa Nga và EU cũng khiến cho các Dự án LNG của PVGas bị chậm tiến độ.

Cơ hội:

- ✓ Sản lượng & giá khí tiêu thụ cao hơn dự báo của chúng tôi sẽ làm gia tăng lợi nhuận so với dự phóng của chúng tôi.
- ✓ Các dự án có thể được thúc đẩy tiến độ nhanh hơn dự báo của chúng tôi.

PHỤ LỤC

Báo cáo KQ HKKD (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
Doanh thu thuần	64.135	78.992	100.724	83.352
Giá vốn hàng bán	-52.729	-65.007	-79.409	-66.867
Lợi nhuận gộp	11.406	13.986	21.315	16.485
Doanh thu tài chính	1.451	1.187	1.568	1.568
Chi phí tài chính	-169	-403	-671	-258
Chi phí bán hàng	-1.943	-2.133	-2.440	-2.020
Chi phí QLDN	-769	-1.479	-1.075	-978
Lợi nhuận từ HKKD	9.976	11.158	18.696	14.798
Lãi/Lỗ khác	14	32	78	88
Lợi nhuận trước thuế	9.978	11.205	18.806	14.917
Lợi nhuận sau thuế	7.972	8.852	15.066	11.934
LNST cổ đông Công ty mẹ	7.855	8.673	14.798	11.098

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
LCT thuần từ HKKD	9.289	10.960	14.333	12.009
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	99	-6.755	265	-2.578
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-6.668	-774	-7.809	-5.206
LCT thuần trong kỳ	2.720	3.431	6.789	4.225
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	4.476	5.237	5.300	10.549
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	5.237	5.300	10.549	14.774

Chỉ số tài chính	2020	2021	2022	2023F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	4,05	3,10	4,46	6,00
Khả năng thanh toán nhanh	3,88	2,91	4,13	5,59
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,54	0,32	0,84	1,47
Khả năng thanh toán lãi vay	59,99	28,82	29,01	58,89
Cơ cấu vốn				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,78	0,66	0,74	0,77
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,22	0,34	0,26	0,23
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,06	0,15	0,10	0,10
Chỉ số hiệu suất hoạt động				
Số ngày phải thu	58,3	78,2	58,7	73,3
Số ngày phải trả	55,3	82,0	53,3	50,7
Số ngày tồn kho	11,5	18,2	18,9	22,6
Khả năng sinh lời				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,8%	17,7%	21,2%	19,8%
Tỷ suất lợi nhuận HKKD	15,6%	14,1%	18,6%	17,8%
Tỷ suất LNST của cổ đông Công ty mẹ	12,2%	11,0%	14,7%	13,3%
ROE	16,1%	17,0%	24,6%	17,7%
ROA	12,6%	11,2%	18,2%	13,7%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2020	2021	2022	2023F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	5.237	5.300	10.549	14.774
+ Đầu tư ngắn hạn	21.613	24.800	23.726	23.726
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	10.239	16.920	16.191	16.748
+ Hàng tồn kho	1.663	3.241	4.102	4.145
+ Tài sản ngắn hạn khác	720	1.133	1.082	1.009
Tài sản ngắn hạn	39.472	51.395	55.652	60.404
+ Các khoản phải thu dài hạn	162	188	169	186
+ Tài sản cố định	19.796	18.120	16.406	15.916
+ Bất động sản đầu tư				
+ Tài sản dở dang dài hạn	2.303	4.871	5.978	5.978
+ Đầu tư dài hạn	379	400	406	406
+ Tài sản dài hạn khác	1.096	3.794	4.053	4.036
Tài sản dài hạn	23.736	27.373	27.011	26.521
Tổng Tài sản	63.208	78.768	82.663	86.925
+ Vay ngắn hạn	1.017	485	45	95
+ Phải trả người bán	7.982	14.606	11.607	9.285
+ Nợ ngắn hạn khác	749	1.471	836	692
Nợ ngắn hạn	9.749	16.561	12.488	10.072
+ Vay dài hạn	1.964	7.510	6.038	6.554
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	1.996	2.504	2.963	2.963
Nợ dài hạn	3.960	10.014	9.001	9.517
Tổng nợ phải trả	13.709	26.575	21.489	19.589
+ Vốn cổ phần	19.140	19.140	19.140	19.140
+ Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
+ Lợi nhuận sau thuế chưa phân phối	10.029	10.487	19.241	25.404
+ Quỹ khác	20.332	22.566	22.793	22.793
Vốn chủ sở hữu	49.500	52.193	61.174	67.336
Tổng cộng nguồn vốn	63.208	78.768	82.663	86.925

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2020	2021	2022	2023F
Tăng trưởng doanh thu	-14,5%	23,2%	27,5%	-17,2%
Tăng trưởng LNNT	-33,8%	12,3%	67,8%	-20,7%
Tăng trưởng LNST Cổ đông Công ty mẹ	-35,0%	10,4%	70,6%	-25,0%
Tăng trưởng EPS	-35,0%	10,4%	70,6%	-25,0%
Tăng trưởng VCSH	-0,2%	5,4%	17,2%	10,1%
Tăng trưởng Tổng tài sản	1,7%	24,6%	4,9%	5,2%

Định giá (lần)	2020	2021	2022	2023F
P/E	19,9	20,7	13,1	17,2
P/B	3,2	3,5	3,2	2,90
EPS (vnd/cp)	4.104	4.531	7.732	5.799

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Trung tâm Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình (ABS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của ABS tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo. ABS sẽ không chịu trách nhiệm đối với bất kỳ tổn thất tài chính nào hoặc bất kỳ quyết định nào được thực hiện trên cơ sở thông tin được trình bày trong báo cáo này. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của ABS, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của ABS.

Nguyên tắc khuyến nghị

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ 8% đến 15%
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -5% đến 8%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến -5%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -15%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

Thông tin liên hệ

Công ty Cổ phần Chứng khoán An Bình

Trụ sở chính: Tầng 16, tòa nhà Geleximco, 36 Hoàng Cầu, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (024) 3562 4626

Website: www.abs.vn

Trung tâm Phân tích

Điện thoại: (024) 3562 4626 – Ext: 151

Email: abs-research@abs.vn

Năng lượng, Xây lắp, VLXD

Lê Thị Kim Huê - Phó Giám đốc

Email: hue.lethikim@abs.vn

Vĩ mô, Bảo hiểm, Ngân hàng

Lê Thu Huyền - Chuyên viên

Email: huyen.lethu@abs.vn

BDS Dân cư, Thép

Trần Bình Minh - Chuyên viên

Email: minh.tranbinh@abs.vn

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

Nguyễn Phương Thảo - Chuyên viên

Email: thao.nphuong@abs.vn

Nguyễn Thị Thùy Linh - Giám đốc TTPT

Email: linh.ngthithuy@abs.vn

PTKT và Chiến lược thị trường

Đặng Xuân Lưu - Giám đốc

Email: luu.dangxuan@abs.vn

Đỗ Thành Trung - Phó Giám đốc

Email: trung.dothanh@abs.vn

Ngân hàng, BDS KCN, Cao su

Lê Quang Trung - Chuyên viên

Email: trung.lequang@abs.vn

Chứng khoán, Cảng biển

Trần Quang Huy, ACCA - Chuyên viên

Email: huy.tranquang@abs.vn

Hóa chất, Lương thực, Dữ liệu

Trịnh Thu Trang - Chuyên viên

Email: trang.trinhthu@abs.vn