

PV GAS:

Động lực từ dự án thượng nguồn
và giá dầu vẫn duy trì ở mức cao



Điểm nhấn đầu tư

- **Giá khí ở mức cao cùng với tình trạng thiếu than sẽ dẫn đến việc tăng tiêu thụ khí cho nhiệt điện.**
- **Tín hiệu tích cực từ dự án Lô B - Ô Môn.** Chuỗi điện khí Lô B-Ô Môn dự kiến sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào tháng 7/2022, tạo tiền đề cho toàn chuỗi dự án Lô B-Ô Môn khởi công vào cuối năm 2022 và kỳ vọng đón dòng khí đầu tiên vào 2025.
- **Các dự án LNG tiếp tục được triển khai đúng kế hoạch tạo động lực tăng trưởng dài hạn.** Dự án LNG Thị Vải đã hoàn thành trên 90% tiến độ xây dựng kho chứa LNG trong giai đoạn 1 và có thể bắt đầu nhập khẩu LNG từ tháng 11/2022 để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn và là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 từ 2023.

Ước tính gần hoàn thành kế hoạch LNST cả năm 2022 chỉ trong 6 tháng đầu năm. Với kịch bản giá dầu Brent trung bình năm 2022 đạt 90 USD/thùng, chúng tôi kỳ vọng năm 2022 sẽ đạt 101,028 tỷ đồng doanh thu, tăng 27.9%yoy. Theo đó LNST của cổ đông công ty mẹ đạt mức 12,379 tỷ đồng, tăng 42.7%yoy, EPS tương ứng đạt 6,336 đồng/cp.

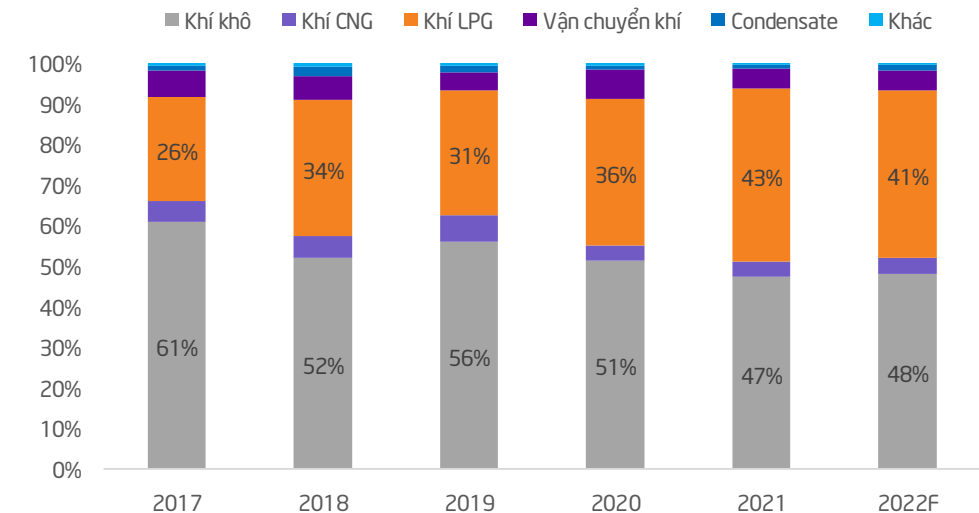
Rủi ro đầu tư

- Thị trường dầu mỏ thế giới tiếp tục diễn biến phức tạp và tình hình địa chính trị bất ổn do xung đột Nga-Ukraine và các biến động về chính trị ở châu Phi, Libya. Trong khi đó, các tổ chức hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu, nhu cầu dầu mỏ có xu hướng giảm khiến giá dầu trên thị trường thế giới có sự tăng giảm đan xen.
- Rủi ro địa chính trị liên quan đến việc thăm dò và khai thác ở thượng nguồn.
- Thời gian triển khai các dự án thượng nguồn chậm tiến độ và sản lượng khí khô thu gom có thể thấp hơn dự kiến.

Định giá và khuyến nghị: Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm FCFF, EV/EBITDA và PE để đưa ra khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 122,100 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 18.5% so với giá đóng cửa ngày 05/07/2022.

Chỉ tiêu tài chính	Đơn vị	2021	2022F
Doanh thu thuần	Tỷ đồng	78,992	101,028
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	13,986	18,783
Chi phí bán hàng và QLDN	Tỷ đồng	3,612	4,072
EBITDA	Tỷ đồng	13,447	18,047
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	8,852	12,632
Biên lợi nhuận gộp	%	17.7%	18.6%
Biên LNST	%	11.2%	12.5%
ROE	%	17.4%	22.6%
ROA	%	12.5%	14.9%
EPS	VND	4,389	6,336
BV	VND	23,092	26,227
P/E	X	23.5	16.3
P/B	X	4.5	3.9
EV/EBITDA	X	14.9	11.1

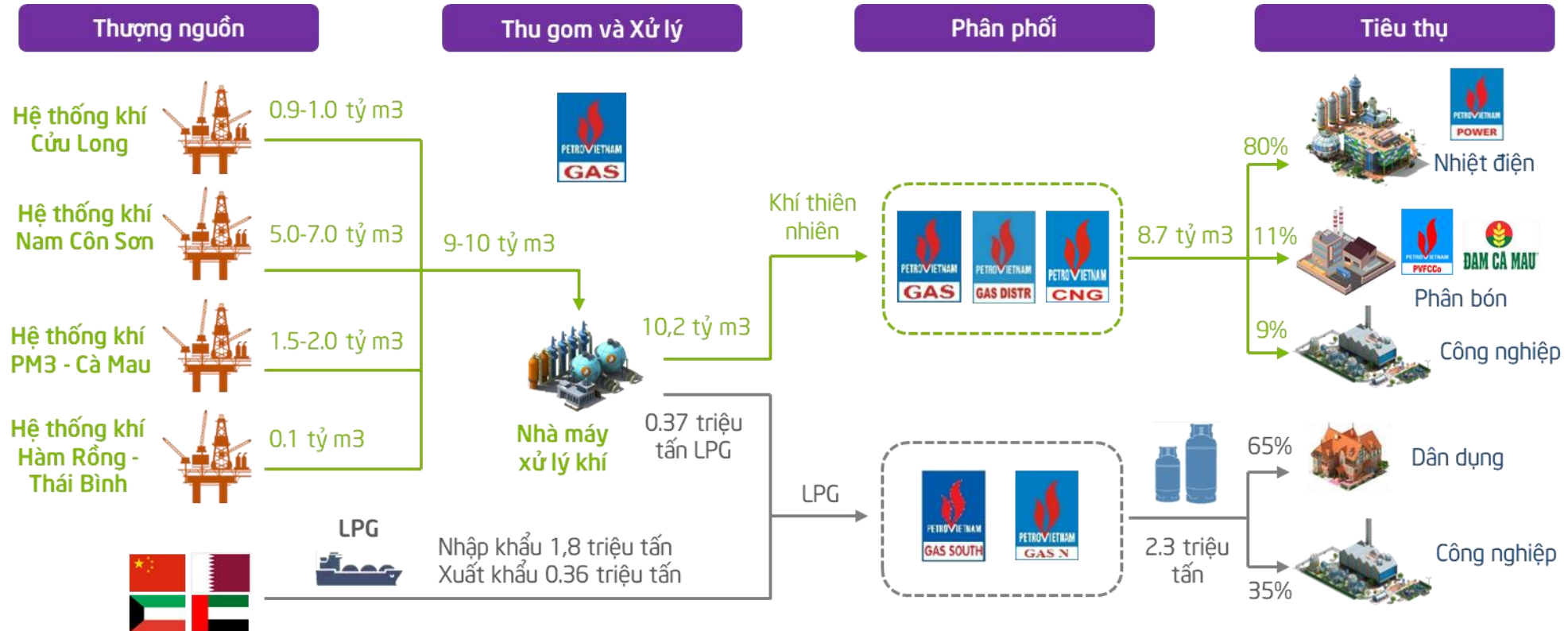
Cơ cấu doanh thu của GAS



GAS VÀ CÔNG TY THÀNH VIÊN CHI PHỐI CHUỖ GIÁ TRỊ NGÀNH KHÍ

❖ GAS là công ty duy nhất trong nước thực hiện thu gom và xử lý khí thiên nhiên trong nước

- Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS) được thành lập vào 20/09/1990 dựa trên cơ sở Ban quản lý công trình Dầu khí Vũng Tàu với nhiệm vụ thum gom, vận chuyển, tàng trữ, kinh doanh khí và sản phẩm khí. Hiện tại, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) sở hữu 95.76% vốn của GAS.
- GAS hiện là doanh nghiệp duy nhất hoạt động ở phân khúc trung nguồn với sản lượng khí thiên nhiên thu gom hàng năm khoảng 9-10 tỷ m³ khí/năm. Trong đó, GAS cung cấp 5-7 tỷ m³ khí/năm cho sản xuất điện, khoảng 1 tỷ m³ khí/năm cho sản xuất phân đạm, cùng với 500-600 m³ khí/năm làm nhiên liệu công nghiệp và hơn 2 triệu tấn LPG cho tiêu thụ dân dụng.
- GAS chiếm 100% thị phần mảng khí thiên nhiên cho điện, đạm và đáp ứng gần 70% thị phần khí LPG trong nước.

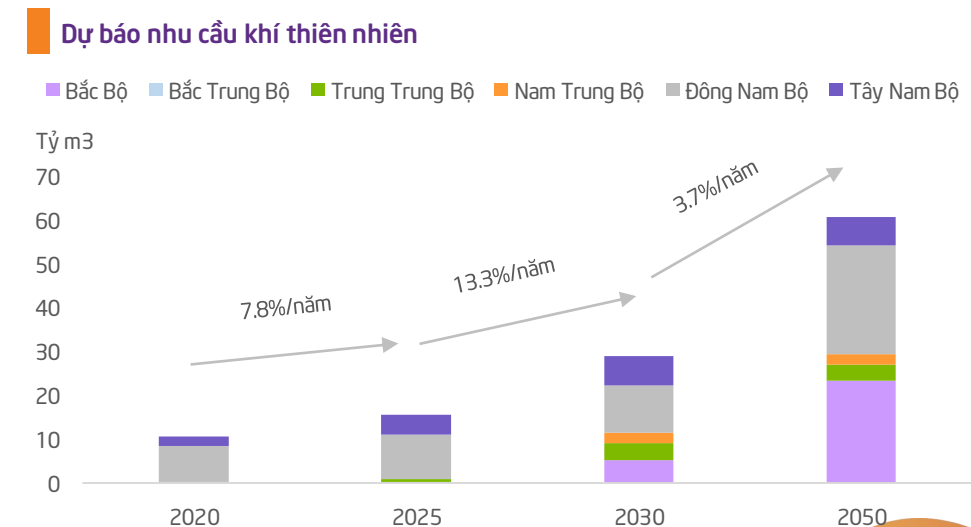


Nguồn: TPS Research

TRIỂN KHAI NHIỀU DỰ ÁN BỔ SUNG NGUỒN KHÍ TRONG NƯỚC

- ❖ **Dự án Lô B:** chuỗi điện khí Lô B-Ô Môn dự kiến sẽ có quyết định đầu tư cuối cùng (FID) vào tháng 7/2022, tạo tiền đề cho toàn chuỗi dự án Lô B-Ô Môn khởi công vào cuối năm 2022 và kỳ vọng đón dòng khí đầu tiên vào 2025. Kỳ vọng dự án Lô B - Ô Môn sẽ đóng góp tăng trưởng lớn cho GAS trong tương lai.
- ❖ **Mỏ Sư Tử Trắng:** dòng khí đầu tiên của mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2A đã vào bờ ngày 18/6/2021 bao gồm 3 giếng với tổng trữ lượng khí là 5.5 tỷ m³ và 63 triệu thùng condensate sẽ được khai thác từ 2021-2025. Dự kiến Sư Tử Trắng giai đoạn 2B sẽ hoạt động vào năm 2024 với sản lượng khí hàng năm đạt 2 tỷ m³ trong vòng 10 năm.
- ❖ **Phát triển nguồn cung LNG:**
 - Dự án LNG Thị Vải đã hoàn thành trên 90% tiến độ xây dựng kho chứa LNG trong giai đoạn 1. GAS đóng vai trò là nhà đầu tư kho chứa và đường ống, có thể bắt đầu nhập khẩu LNG từ tháng 11/2022 để bù đắp cho sản lượng thiếu hụt tại bể ngoài khơi Nam Côn Sơn và là nguồn nguyên liệu chính cho nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 dự kiến từ 2023.
- ❖ **Nhu cầu dài hạn dự báo nhu cầu khí thiên nhiên tiếp tục tăng trưởng**
 - Nhu cầu khí thiên nhiên sẽ tăng mạnh trong giai đoạn chuyển đổi từ nhiên liệu hóa thạch sang năng lượng tái tạo, đặc biệt là nhu cầu khí cho sản xuất điện và sản xuất công nghiệp, dự báo tăng trưởng 7.8%/năm giai đoạn 2020-2025 và 13.3%/năm giai đoạn 2025-2030.
 - Chính phủ đặt mục tiêu nâng tỷ trọng nguồn điện khí để đạt được mục tiêu giảm khí thải. Trong dự thảo quy hoạch điện 8, công suất điện khí sẽ được nâng lên gần 55 GW trong năm 2035 trong đó điện khí từ LNG là 40 GW, tăng rất mạnh so với tổng công suất điện khí ở mức hiện tại là 9 GW vào cuối năm 2021.

Dự án	Trữ lượng (Tỷ m ³)	Sản lượng (Tỷ m ³ /năm)	Chủ sở hữu mỏ/ Chủ đầu tư	Vốn đầu tư (Tỷ USD)	Thời điểm vận hành	Tiến độ
Lô B-Ô Môn	107	5.06	PVN (42.9%), PVEP (26,8%), Moeco (22.6%), Công ty Dầu khí Thái Lan - PTTEP (7.7%)	10.0	2021-2022	FID
Cá Voi Xanh	150	9-10	ExxonMobil và PVN		2023-2025	Pre-FEED, kỳ vọng FID vào cuối 2023-2024
LNG Thị Vải		Kho cảng 1.0 triệu tấn	PVGas	0.28	2019-2022	Hơn 90% công việc, hoạt động Q3/2022
LNG Sơn Mỹ		Kho cảng 3.6 triệu tấn	Liên doanh PVGas và Tập đoàn AES	1.31	2022-2025	Thành lập Cty TNHH Kho cảng LNG Sơn Mỹ



GIÁ DẦU VẪN DUY TRÌ Ở MỨC CAO SO VỚI NỀN CỦA NĂM 2021

❖ Giá dầu Brent tăng ở mức cao trung bình tháng 6 tăng 57% so với đầu năm và duy trì mức 110 USD/thùng, có thời điểm vượt mốc 130 USD/thùng

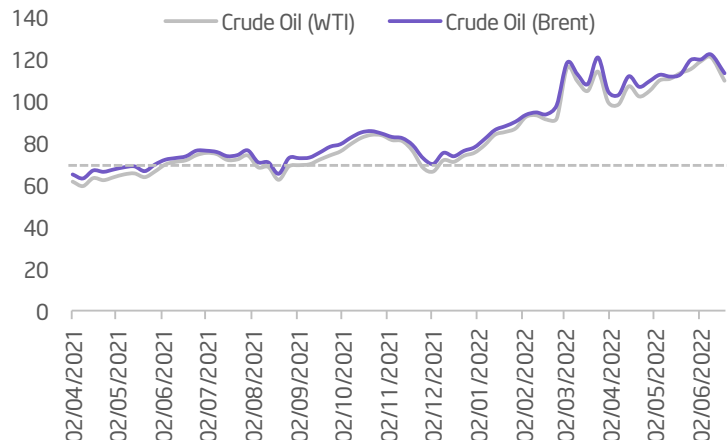
- Yếu tố chính hỗ trợ sự gia tăng giá dầu nằm lo ngại về nguồn cung. Sự mất cân bằng cung cầu của thị trường do căng thẳng leo thang giữa Nga-Ukraine theo sau bởi lệnh cấm vận của EU đối với dầu Nga, trong khi Mỹ và OPEC đều gặp khó khăn trong việc tăng sản lượng. Sản lượng của Nga giảm 1 mpd kể từ khi xâm lược Ukraine. Cuộc họp đầu tháng 6/2022, OPEC+ đồng ý tăng sản lượng 648 kbpd trong tháng 7 và 8. Tuy nhiên, nguồn cung của Libya khó có thể gia tăng trong ngắn hạn do những xung đột chính trị trong nước và Mỹ công bố các lệnh trừng phạt mới với Iran, khả năng nguồn cung sẽ ít hơn sản lượng cam kết.
- Dữ liệu của hãng dịch vụ dầu khí Baker Hughes cho biết, số lượng dàn khoan dầu khí toàn cầu vẫn thấp hơn mức trước Covid-19, đây là chỉ báo cho thấy hạn chế trong ngắn hạn về năng lực sản xuất toàn cầu.

❖ Giá dầu bắt đầu giảm trong tuần giữa tháng 6/2022 từ trung bình 120 USD/thùng về vùng 100-105 USD/thùng do lo ngại nhu cầu bị ảnh hưởng bởi lạm phát

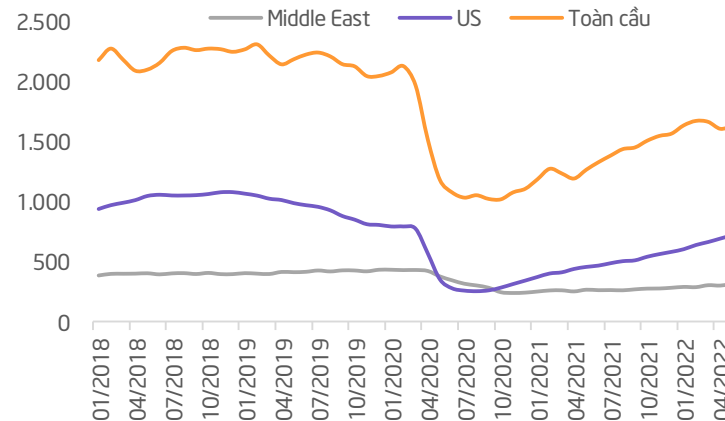
- Lạm phát tăng mạnh ở Mỹ và EU dẫn đến lo ngại nhu cầu yếu. Bên cạnh đó, Ngân hàng Quốc gia Thụy Sĩ (SNB) và Ngân hàng Trung ương Anh (BOE) đều tiếp bước Cục Dự trữ Liên bang Mỹ (FED) tăng lãi suất để kiềm chế lạm phát, việc FED tăng lãi suất khiến đồng USD mạnh lên và những nhà sản xuất nắm giữ các loại tiền tệ khác sẽ khó khăn trong việc mua dầu.
- Nhu cầu cũng bị ảnh hưởng do lo ngại sự hồi phục của nền kinh tế Trung Quốc khi duy trì chính sách Zero Covid.

❖ Tuy nhiên, nhìn chung vấn đề nút thắt nguồn cung vẫn là điểm trọng yếu chưa thể tháo gỡ trong ngắn hạn, do đó giá dầu vẫn sẽ duy trì nền cao so với năm 2021. Việc giá dầu duy trì trên 60-70 USD/thùng là điều kiện thuận lợi để Việt Nam khai thác các mỏ dầu khí hiện tại cũng như triển khai các dự án dầu khí mới.

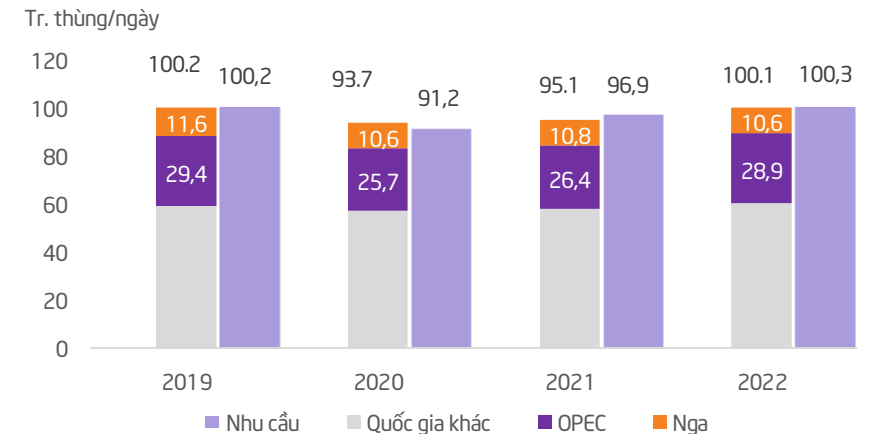
Biến động giá dầu thế giới



Số lượng giàn khoan dầu khí hoạt động toàn cầu



Cung cầu dầu mỏ toàn cầu

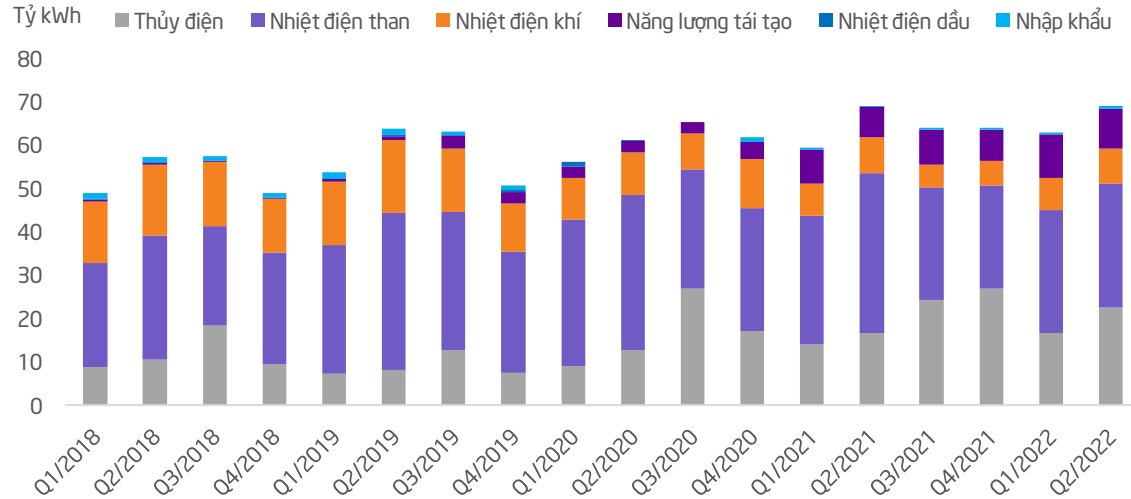


KỶ VỌNG KQKD TIẾP TỤC TĂNG TRƯỞNG TRONG 2H-2022

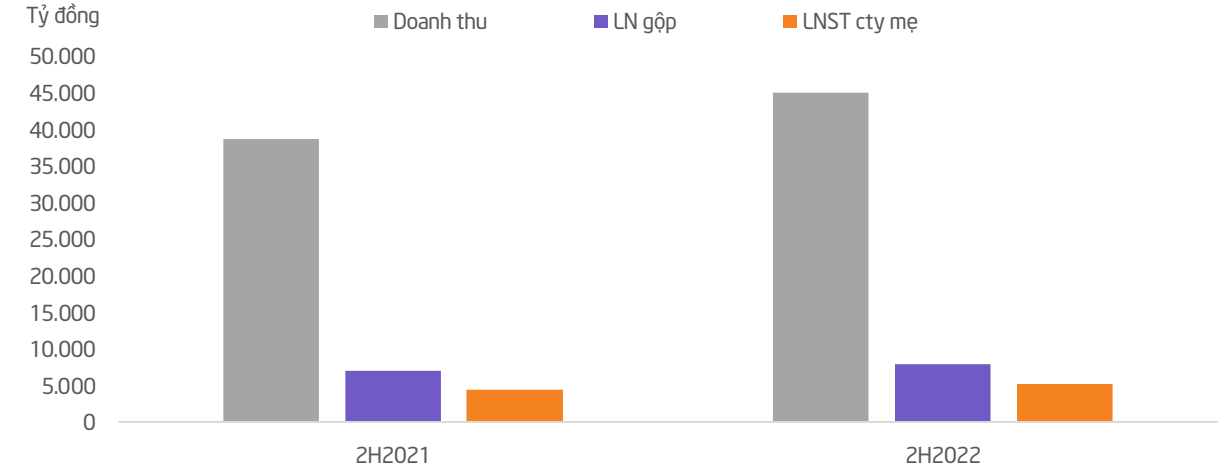
❖ Trong 6 tháng cuối năm, kỳ vọng GAS vẫn sẽ đạt mức tăng trưởng cao so cùng kỳ nhờ:

- (1) Nhu cầu khí thiên nhiên cho sản xuất điện vẫn duy trì do tình trạng thiếu than sẽ dẫn đến việc tiêu thụ khí ở mức cao cho nhiệt điện.
- (2) Hoạt động sản xuất phục hồi với chỉ số sản xuất công nghiệp (IIP) tháng 6 tăng 11.5%yoy, hoạt động sản xuất tăng trưởng là yếu tố thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ khí thấp áp, khí CNG và khí LPG.
- (3) Giá dầu vẫn duy trì mức cao so với mức nền của năm 2021 do nút thắt nguồn cung chưa được tháo gỡ vì xung đột Nga-Ukraine vẫn căng thẳng và nhu cầu phục hồi sau khi dịch Covid-19 được kiểm soát.

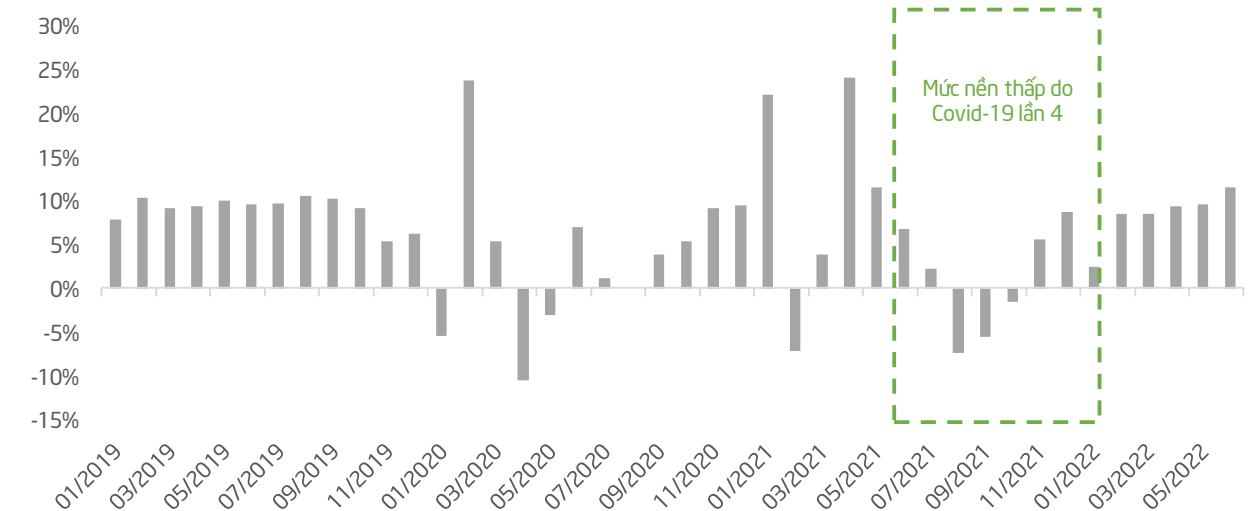
Điện sản xuất toàn hệ thống EVN



Dự báo KQKD của GAS trong 2H2022



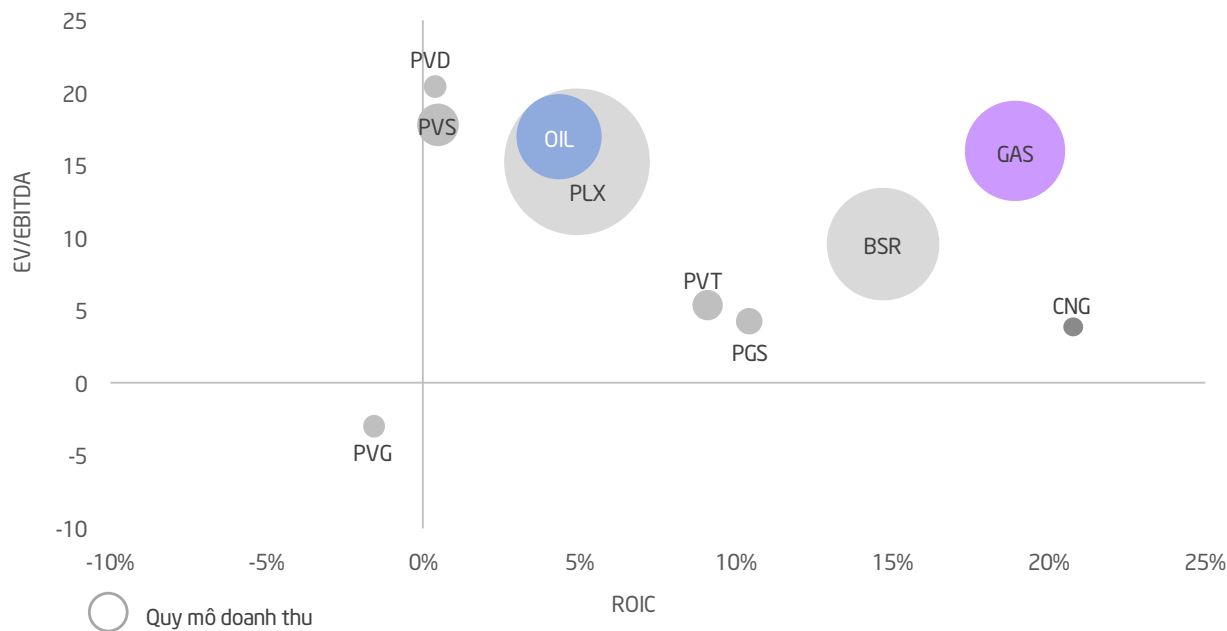
Chỉ số sản xuất công nghiệp của Việt Nam



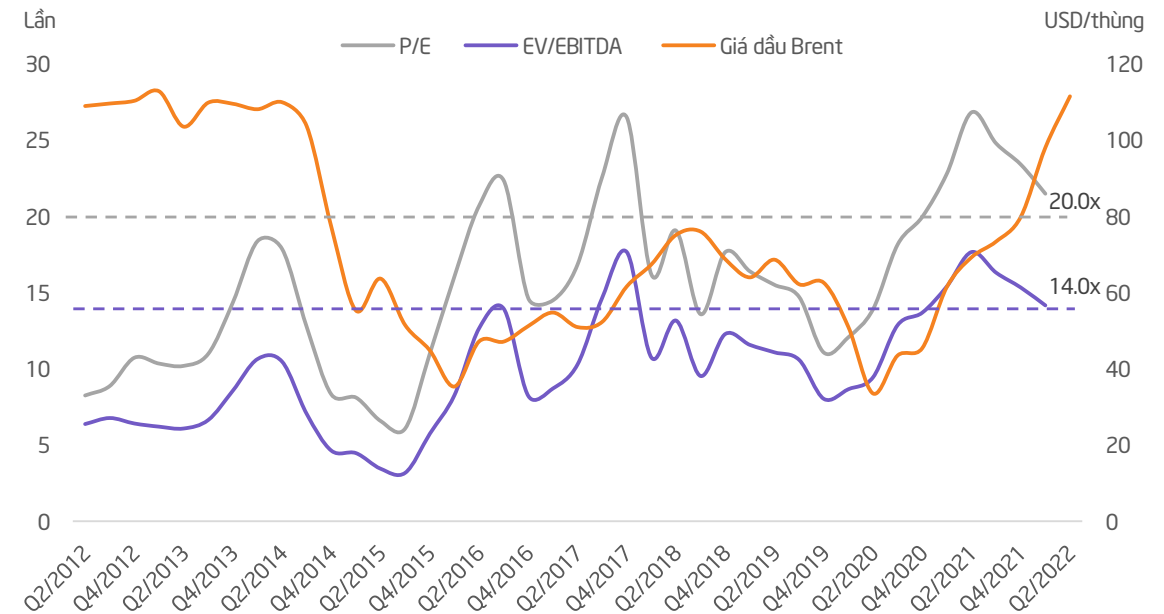
GIÁ CỔ PHIẾU TƯƠNG QUAN MẠNH VỚI GIÁ DẦU

- ❖ **Giá cổ phiếu của GAS tương quan 89% với giá dầu.** Nhìn chung, giá cổ phiếu của GAS đã tăng mạnh do chất xúc tác từ giá dầu. Tuy nhiên, GAS là một trong những cổ phiếu đáng xem xét trong giai đoạn này, đặc biệt có hoạt động kinh doanh cốt tốt và được hỗ trợ bởi hoạt động triển khai các dự án thượng nguồn trong khi giá cổ phiếu đang điều chỉnh về vùng hấp dẫn.
- ❖ Giá cổ phiếu của GAS sẽ được hỗ trợ từ hoạt động kinh doanh vẫn duy trì tăng trưởng trong 6 tháng cuối năm so với cùng kỳ nhờ (1) Yếu tố hỗ trợ ngắn hạn từ giá dầu vẫn ở mức cao do xung đột giữa Nga-Ukraine vẫn căng thẳng và (2) Yếu tố hỗ trợ dài hạn là nhu cầu tăng từ xu hướng chuyển đổi từ nhiên liệu hóa thạch sang năng lượng tái tạo, đặc biệt là nhu cầu khí cho sản xuất điện và sản xuất công nghiệp.

So sánh định giá và hiệu quả của các công ty trong ngành



Biến động P/E và EV/EBITDA của GAS



Nguồn: Fiinpro, Bloomberg, TPS Research

GIÁ MỤC TIÊU - 122,100 VND/CP

❖ Định giá

- Chúng tôi kết hợp 3 phương pháp gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF), EV/EBITDA và PE để đưa ra mức giá mục tiêu của GAS là 122,100 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 18.5% so với giá đóng cửa ngày 05/07/2022.

❖ Rủi ro đầu tư

- Thị trường dầu mỏ thế giới tiếp tục diễn biến phức tạp và tình hình địa chính trị bất ổn do xung đột Nga-Ukraine. Trong khi đó, các tổ chức hạ dự báo tăng trưởng kinh tế toàn cầu, nhu cầu dầu mỏ có xu hướng giảm khiến giá dầu trên thị trường thế giới có sự tăng giảm đan xen.
- Rủi ro địa chính trị liên quan đến việc thăm dò và khai thác ở thượng nguồn
- Thời gian triển khai các dự án thượng nguồn chậm tiến độ và sản lượng khí khô thu gom có thể thấp hơn dự kiến.

Phương pháp FCFF	Giá trị	Chỉ số	Giá trị
Lãi suất phi rủi ro	3.0%	Tăng trưởng dài hạn	2.0%
Phần bù rủi ro	7.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)	133,214
Beta	1.20	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2022-2027 (PV)	67,991
Chi phí vốn chủ sở hữu	12.4%	Tổng giá trị hiện tại	201,205
Lãi suất dài hạn bình quân	10.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	33,190
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ vay	9,020
Chi phí nợ sau thuế	8.0%	Giá trị vốn chủ sở hữu	225,375
Tỷ trọng vốn chủ sở hữu	80%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu CP)	1,914
Chi phí vốn bình quân	11.5%	Giá mục tiêu (VND/CP)	117,800

Tổng hợp các phương pháp định giá

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
FCFF	117,800	60%	70,680
EV/EBITDA	130,560	20%	26,112
PE	126,715	20%	25,343
Giá mục tiêu		100%	122,100
Giá thị trường (05/07/2022)			103,000
Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng			18.5%

Phương pháp EV/EBITDA	Giá trị	Phương pháp P/E	Giá trị
EBITDA	18,047	EPS	6,336
EV/EBITDA mục tiêu	14.0x	P/E mục tiêu	20.0x
Enterprise value (EV)	252,665		
- Tổng nợ vay	9,520		
+ Tiền và tương đương tiền	6,741		
Giá trị vốn chủ sở hữu	249,886		
Giá mục tiêu (VND/CP)	130,560	Giá mục tiêu (VND/CP)	126,715

CÁC CHỈ SỐ TÀI CHÍNH QUAN TRỌNG

Kết quả kinh doanh	2019	2020	2021	2022F
Doanh thu thuần	75,005	64,135	78,992	101,028
Giá vốn hàng bán	58,087	52,729	65,007	82,245
Lợi nhuận gộp	16,919	11,406	13,986	18,783
<i>Tỷ suất lợi nhuận gộp</i>	<i>22.6%</i>	<i>17.8%</i>	<i>17.7%</i>	<i>18.6%</i>
Lãi/lỗ từ hoạt động tài chính	1,424	1,282	784	843
Chi phí bán hàng và QLDN	3,270	2,712	3,612	4,072
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	13,649	8,694	10,374	14,712
Lợi nhuận sau thuế	12,086	7,972	8,852	12,632
LNST của cổ đông Công ty mẹ	11,902	7,855	8,673	12,379

Bảng cân đối kế toán	2019	2020	2021	2022F
Tài sản ngắn hạn	41,815	39,472	51,395	57,865
Tiền và tương đương tiền	4,476	5,237	5,300	6,741
Đầu tư tài chính ngắn hạn	24,915	21,613	24,800	28,288
Các khoản phải thu ngắn hạn	10,358	10,239	16,920	18,233
Hàng tồn kho	1,575	1,663	3,241	3,155
Tài sản ngắn hạn khác	491	720	1,133	1,449
Tài sản dài hạn	20,363	23,736	27,373	32,659
Tài sản cố định	15,438	19,335	17,688	21,280
Đầu tư tài chính dài hạn	405	379	400	420
Tài sản dài hạn khác	4,521	4,022	9,285	10,959
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	62,178	63,208	78,768	90,525
Nợ phải trả	12,564	13,709	26,575	30,809
Nợ ngắn hạn	9,964	9,749	16,561	19,181
Nợ dài hạn	2,600	3,960	10,014	11,628
Vốn chủ sở hữu	49,615	49,500	52,193	59,716
TỔNG NGUỒN VỐN	62,179	63,208	78,768	90,525

Lưu chuyển tiền tệ	2019	2020	2021	2022F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Kinh doanh	12,681	7,330	7,595	11,684
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Đầu tư	(4,722)	99	(6,755)	(6,027)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ Tài chính	(10,188)	(6,668)	(774)	(4,217)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(2,229)	761	65	1,440
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	6,706	4,476	5,237	5,300
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	4,476	5,237	5,300	6,741

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên TPS không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo.

Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. TPS và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của TPS và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này.

TPS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. TPS sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này. TPS nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của TPS

Manager

Bùi Quốc Hiếu

028 7301 3839 (Ext 573)

hieubq@tps.com.vn

Head of Research

Ngô Thị Lệ Thanh

028 7301 3839 (Ext 121)

thanhnt@tps.com.vn

LIÊN HỆ

PHÒNG PHÂN TÍCH - CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN TIỀN PHONG (TPS)

 028 7301 3839  p.pt@tpbs.com.vn  <https://www.tpbs.com.vn/>