

Ngành Dầu khí

Dự phóng 3Q24F: Khí chậm lại, Khoan lên ngôi

Khí tự nhiên đường ống: Giảm do mùa thấp điểm

Trong 3Q24F, chúng tôi dự báo tiêu thụ khí tự nhiên đường ống sẽ giảm 16% n/n và 34% q/q, đạt 1.3 tỷ Sm³. Nguyên nhân chính đến từ sản lượng tiêu thụ của nhóm khách hàng Điện dự kiến thấp kỷ lục, ước tính giảm 24% n/n. Ngược lại, nhu cầu từ nhóm khách hàng Đạm và khách hàng công nghiệp (KHCN) dự báo sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn này. Ngoài ra, khả năng cấp khí (cho Điện) đã giảm xuống 9 triệu Sm³/ngày vào tháng 8 (-34% n/n) và tăng huy động khí từ các nguồn có chi phí cao hơn như Sao Vàng - Đại Nguyệt, giá khí thiên nhiên trong tháng 8 đã tăng 10% bất chấp giá FO giảm 15% n/n. Chúng tôi dự báo giá khí trong 3Q24F sẽ đạt mức trung bình 9.1 USD/mmBTU, tăng 7% trong khi giá FO trung bình giảm 7% n/n.

LNG: Tăng trưởng nhờ bán khí cho KHCN

Chúng tôi cho rằng động lực thúc đẩy sản lượng mạnh mẽ LNG như trong 2Q24 (do dự phòng về thiếu điện mùa cao điểm) sẽ không lặp lại trong 2H24F do sự phục hồi mạnh mẽ của thủy điện vào mùa mưa và hiệu ứng La Nina. Trong tháng 9, PV GAS, thông qua công ty con là CNG Việt Nam, đã chính thức phân phối LNG ra miền Bắc bằng đường sắt, chúng tôi đánh giá đây là một tín hiệu tích cực cho CNG Việt Nam. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng điều này không có tác động lớn trên quy mô toàn ngành do khối lượng nhỏ và hạn chế về khả năng mở rộng. Tổng sản lượng LNG qua kênh này dự kiến sẽ đạt khoảng 0.7 triệu Sm³ trong 3Q24F và khoảng 2-4 triệu Sm³ trong 2H24F.

Thăm dò và khai thác (E&P): Giá thuê giàn khoan dự kiến tăng do nguồn cung hạn chế

Tính đến tháng 8, số lượng giàn khoan ngoài khơi hoạt động tại Đông Nam Á (ĐNÁ) vẫn duy trì ở mức 26 giàn (không đổi so với cùng kỳ và so với tháng trước), điều này có nghĩa là các giàn khoan bị tạm ngưng ở Trung Đông trước đó không có dấu hiệu dịch chuyển sang và cạnh tranh ở ĐNÁ. Điều này sẽ tiếp tục hỗ trợ giá khoan ngày trong bối cảnh nhu cầu E&P cao ở ĐNÁ khi chính phủ các nước ban hành các kế hoạch đầu tư thương nguồn đầy tham vọng. Theo đó, PVD là công ty niêm yết được hưởng lợi nhiều nhất vì đây là một trong những doanh nghiệp khoan hoạt động tích cực nhất trong khu vực. Chúng tôi dự báo giá thuê ngày trung bình của PVD có thể vượt mức 100,000 USD trong 3Q24F (+30% n/n, +4% q/q).

Trung lập

Công ty	K/N	GMT (đồng)
PV GAS	Không xếp hạng	-
CNG Việt Nam	Không xếp hạng	-
PV Drilling	Không xếp hạng	-

Bảng 1. Danh mục cổ phiếu

Công ty	Khuyến nghị		Lợi nhuận và Định giá										
			Doanh thu (tỷ đồng)	LNHĐ (tỷ đồng)	LNST (tỷ đồng)	EPS (tỷ đồng)	BPS (tỷ đồng)	PE (X)	PB (X)	ROE (%)	EV/ EBITDA (X)	DY (%)	
GAS	Khuyến nghị	KHÔNG XẾP HẠNG	2020A	64,135	8,694	7,855	3,351	20,675	17.8	2.9	16.2	12.7	4.8
			- 2021A	78,992	10,374	8,673	3,579	21,810	19.2	3.1	17.4	12.1	3.6
	Thị giá (01/10, đồng)	73,000	2022A	100,724	17,799	14,798	6,266	25,551	11.9	2.9	26.7	8.0	3.3
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	171,015	2023A	89,954	12,906	11,606	5,112	27,340	13.4	2.5	18.7	8.8	4.3
			2024F	98,152	11,829	10,696	4,583	26,333	18.2	3.2	16.9	16.4	7.1
CNG	Khuyến nghị	KHÔNG XẾP HẠNG	2020A	2,338	52	51	1,114	14,511	11.9	0.9	7.4	1.1	14.6
			- 2021A	3,058	105	82	2,231	14,864	9.3	1.4	15.2	2.4	7.4
	Thị giá (01/10, đồng)	35,200	2022A	4,185	150	118	3,351	16,164	5.2	1.1	21.6	1.0	8.8
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	1,235	2023A	3,112	117	110	3,142	17,169	8.7	1.6	18.8	3.2	5.6
			2024F	3,127	155	132	3,757	19,265	9.5	1.8	20.6	4.0	3.1
PVD	Khuyến nghị	KHÔNG XẾP HẠNG	2020A	5,229	1	187	311	24,842	39.7	0.5	1.4	18.1	-
			- 2021A	3,995	-27	20	49	24,619	461.3	0.9	0.1	27.7	-
	Thị giá (01/10, đồng)	27,400	2022A	5,432	67	-104	-245	25,101	N/A	0.7	-0.7	13.4	-
	Vốn hóa. (tỷ đồng)	15,231	2023A	5,804	764	589	838	26,519	33.2	1.1	4.1	9.5	-
			2024F	8,582	1,282	903	1,622	27,599	16.4	1.0	6.0	11.5	-

Nguồn: Bloomberg, KISVN ước tính

Bảng 2: Dự phóng KQKD 3Q24F, danh mục KIS

(Tỷ đồng, %, %p)

	Doanh thu			LNST		
	3Q24F	n/n	q/q	3Q24F	n/n	q/q
GAS	22,153	1	(25)	2,396	(0)	(30)
CNG	820	4	(2)	38	27	(15)
PVD	2,329	69	3	160	20	22
Danh mục KIS	25,576	5	(23)	2,594	1	(28)

Nguồn: Bloomberg, KISVN ước tính

MỤC LỤC

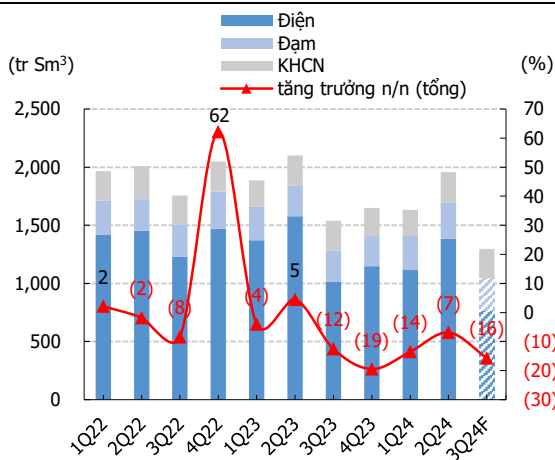
I.	Khí tự nhiên đường ống: Âm đạm mùa thấp điểm	4
	3Q24F – Tiêu thụ khí khô đường ống dự kiến giảm do nhu cầu yếu từ các nhà máy điện	4
	Khả năng cấp khí giảm có thể dẫn đến giá khí tăng đáng kể trong 3Q24	6
II.	LNG: Tăng trưởng nhờ bán khí cho KHCN	7
III.	Thăm dò và khai thác: các doanh nghiệp khoan có thể được hưởng lợi	8
	3Q24F – Giá thuê giàn khoan theo ngày dự báo tiếp tục tăng do hạn chế nguồn cung giàn	8
	Dự án Lô B – Ô Môn tiếp tục dời thời điểm đón dòng khí đầu tiên	9
IV.	Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết trong 3Q24F	10
	GAS – Âm đạm mùa thấp điểm	10
	CNG – Khởi động dòng năng lượng mới	11
	PVD – Trong xu hướng tăng	12

I. Khí tự nhiên đường ống: ẩm đạm mùa thấp điểm

3Q24F – tiêu thụ khí khô qua đường ống dự báo giảm do nhu cầu yếu từ các nhà máy điện

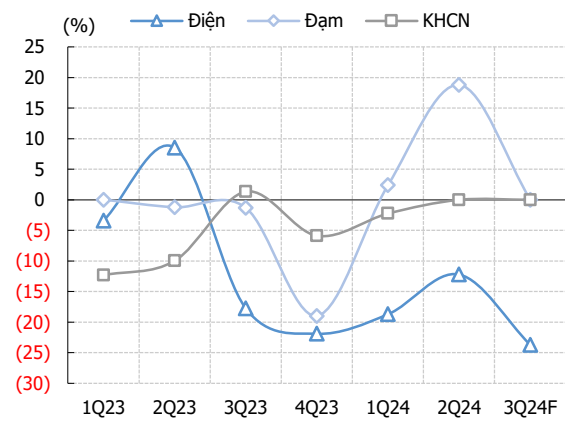
Trong 3Q24F, chúng tôi dự báo tiêu thụ khí khô qua đường ống sẽ giảm 16% n/n và 34% q/q, đạt 1.3 tỷ Sm³. Nguyên nhân chính đến từ tiêu thụ của nhà máy điện (NMD) dự kiến thấp kỷ lục, ước tính giảm 24% n/n. Ngược lại, nhu cầu từ khách hàng Đạm và KHCN dự phóng sẽ duy trì ổn định trong giai đoạn này.

Hình 1. Sản lượng khí khô đường ống có thể giảm 16% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Hình 2. Tăng trưởng n/n theo nhóm khách hàng



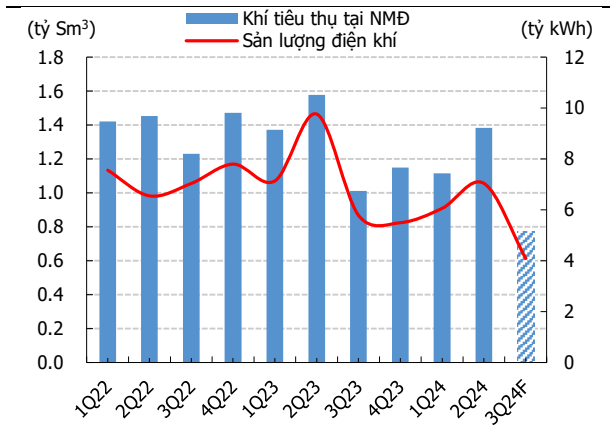
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

- Nhu cầu của các nhà máy điện khí**

Trong 3Q24F, chúng tôi dự báo mức tiêu thụ khí đốt tự nhiên tại các NMD có thể giảm 24% n/n, đạt 0.8 tỷ Sm³. Nguyên nhân đến từ tổng sản lượng nhiệt điện khí ước chỉ đạt tổng cộng 4.1 tỷ kWh trong 3Q24F (-29% n/n, hình 3). Sự sụt giảm này được giải thích bởi:

- (1) Mùa mưa ở miền Nam trở lại và hiệu ứng La Nina trong 3Q24F làm tăng khả năng sản xuất thủy điện, do đó nhu cầu huy động từ các nhà máy nhiệt điện giảm (Hình 4).
- (2) NMD Phú Mỹ 3 đã hết hạn hợp đồng BOT vào tháng 3, nghĩa là EVN không còn nghĩa vụ cam kết bao tiêu sản lượng cho NMD này nữa. Theo đó, sản lượng từ Phú Mỹ 3 (tiêu thụ 0.8 tỷ Sm³ mỗi năm) có thể giảm đáng kể trong 3Q24 và thậm chí có thể bằng 0 vào các giai đoạn thấp điểm.

Hình 3. Sản lượng cho các NMD khí ước giảm 24% n/n



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Hình 4. Hệ số huy động Điện khí ước tính chỉ còn 24% trong 3Q24F, svck con số này là 34%

cf	Total	Hydro	Coal	Gas + DO	Solar	Wind
1Q23	39%	31%	50%	45%	34%	32%
2Q23	46%	29%	68%	59%	38%	17%
3Q23	45%	51%	54%	34%	31%	22%
4Q23	44%	43%	57%	34%	27%	29%
1Q24	42%	21%	65%	38%	33%	36%
2Q24	32%	36%	74%	42%	38%	14%
3Q24E	50%	75%	48%	24%	35%	24%

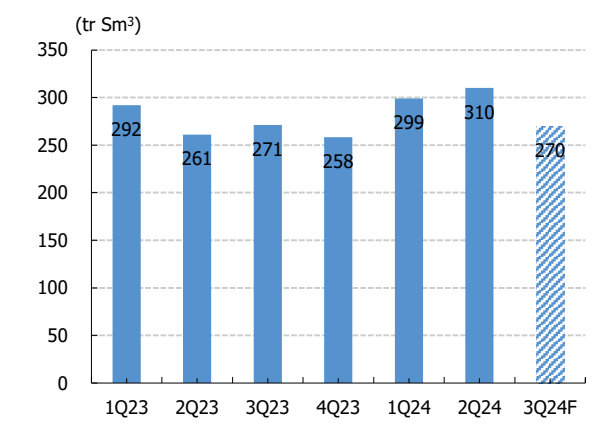
Nguồn: EVN, KISVN ước tính

• **Nhu cầu của các nhà máy phân đạm**

Trong 3Q24F, chúng tôi dự báo rằng khí tự nhiên trong sản xuất Đạm có thể giảm trên nền quý nhưng vẫn gần như không đổi theo nền năm, đạt khoảng 270 triệu Sm³ (Hình 5). Động lực chính đến từ sản xuất phân đạm (urê), dự báo sẽ đạt 427 nghìn tấn (không đổi n/n, -9% q/q, hình 6).

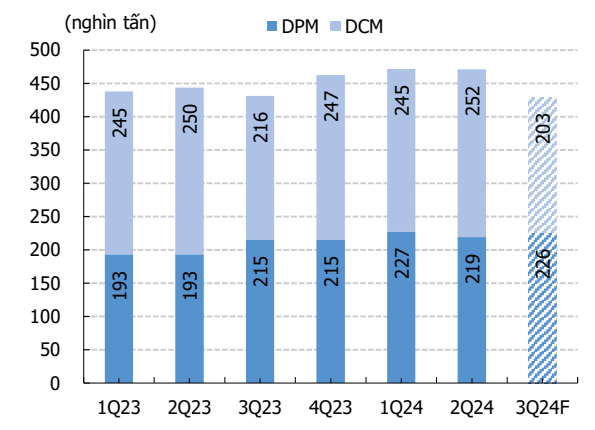
Tổng sản lượng urê đạt tổng cộng 282 nghìn tấn trong tháng 7 và tháng 8, tăng 4.4% n/n (so với năm ngoái 271 nghìn tấn). Tuy nhiên, DCM đặt mục tiêu thấp trong tháng 9, giảm còn 67 nghìn tấn (-18% n/n), chúng tôi tin rằng điều này sẽ tác động đến sản lượng urê của toàn ngành, làm lu mờ mức tăng trưởng các tháng trước và khiến sản lượng trong 3Q24F gần như không thay đổi theo năm.

Hình 5. Khí cho sản xuất phân Đạm có thể đi ngang ...



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Hình 6. ... do sản lượng urê đi ngang trong 3Q24F



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

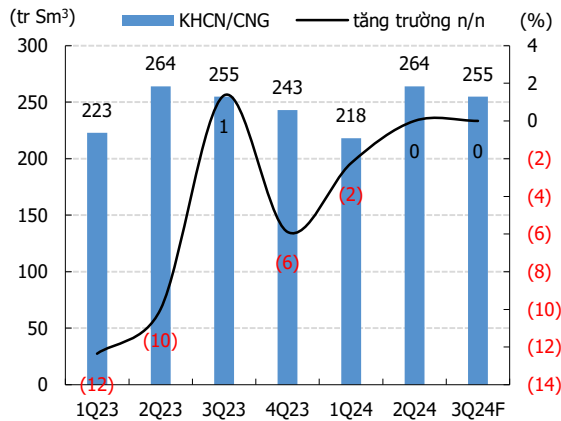
• **Nhu cầu của KHCN**

Chúng tôi dự phóng sản lượng khí 3Q24F cho KHCN không đổi n/n, đạt 0.26 tỷ Sm³ (Hình 7) do triển vọng còn khá phân hoá:

(1) Ngành sản xuất nhìn chung tích cực, thể hiện bởi chỉ số MPMI (Hình 8),

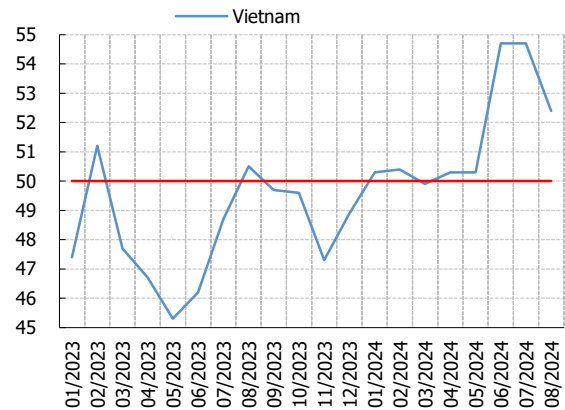
(2) Hoạt động sản xuất của các công ty vật liệu xây dựng nhìn chung có cải thiện, tiêu biểu với sự hồi phục của ngành thép (Hình 9). Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng ngành xây dựng và BĐS chưa sôi động vẫn sẽ tác động mạnh mẽ đến các công ty sản xuất gạch ốp lát, một trong những KHCN lớn của khí thiên nhiên (Hình 10).

Hình 7. Sản lượng khí cho KHCN có thể đi ngang do triển vọng phân hoá



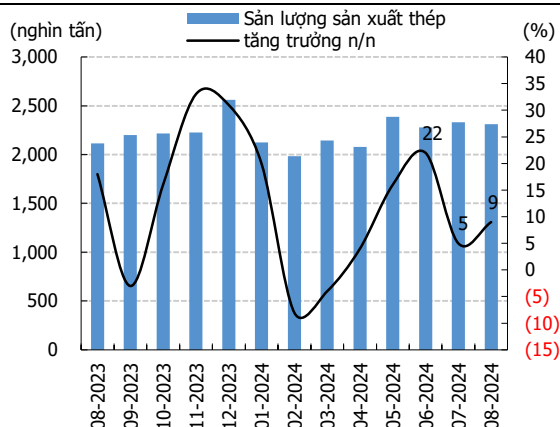
Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Hình 8. Chỉ số MPMI cho thấy ngành sản xuất nhìn chung vẫn tích cực



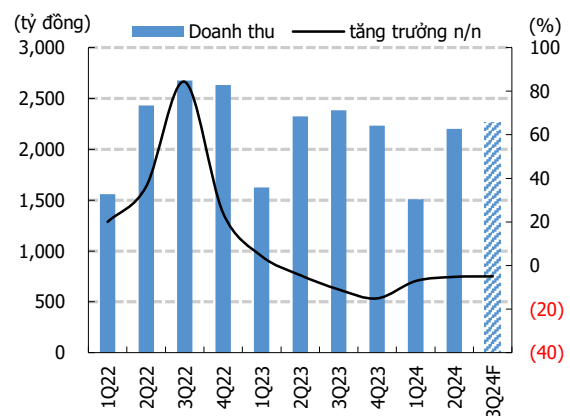
Nguồn: Bloomberg, KISVN

Hình 9. Sản lượng sản xuất thép tăng trưởng liên tục trong thời gian gần đây ...



Nguồn: VSA, KISVN

Hình 10. ... tuy nhiên doanh thu phân khúc gạch ốp lát của các doanh nghiệp niêm yết dự kiến vẫn giảm nhẹ (n/n) trong 3Q24F



Ghi chú: tổng doanh thu của mảng gạch ốp lát của các công ty niêm yết
 Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

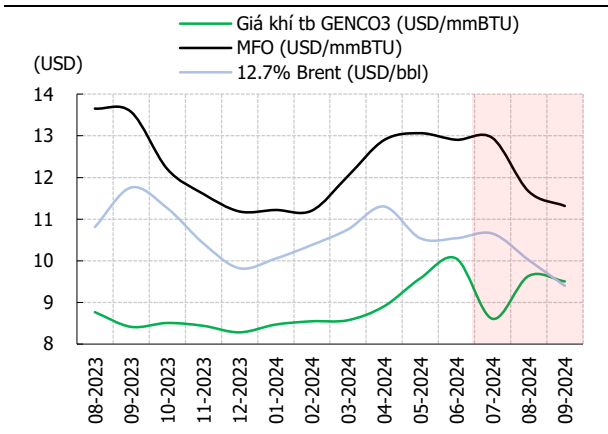
Khả năng cấp khí giảm có thể dẫn đến giá bán tăng đáng kể trong 3Q24

Giá khí cung cấp cho các NMD (GENCO¹) trong tháng 8 tăng vọt 10% n/n, đạt 9.6 USD/mmBTU (Hình 11), trái ngược với giá FO giảm 15% n/n trong tháng 8. Nguyên nhân chính do khả năng cấp khí hạn chế trong tháng 8, chỉ đạt 9 triệu Sm³/ngày (-34% n/n, Hình 12) dẫn đến tăng huy động khí Sao Vàng – Đại Nguyên, có giá khí miệng giếng cao hơn.

Chúng tôi dự báo giá khí trung bình sẽ đạt 9.1 USD/mmBTU trong 3Q24F (+7% n/n), bất chấp triển vọng kém của giá dầu FO (dự báo sẽ giảm 7% n/n trong 3Q24F).

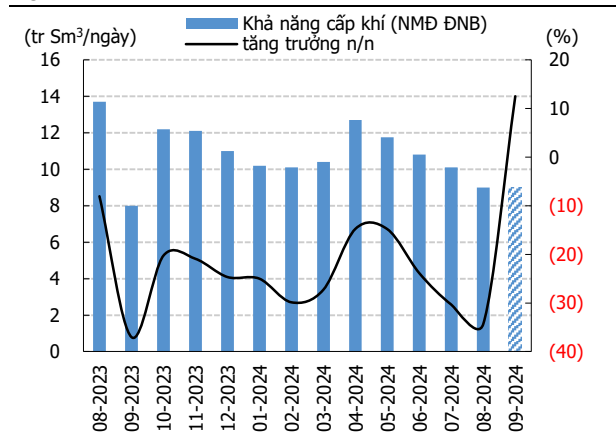
¹ EVN GENCO3 (HSX: PGV) tiêu thụ khoảng 40% sản lượng khí cho NMD ở Đông Nam Bộ

Hình 11. Giá khí 3Q24F dự báo sẽ tăng bất chấp triển vọng kém của giá dầu quốc tế ...



Nguồn: GENCO3, Bloomberg, KISVN ước tính

Hình 12. ... do khả năng cấp khí sụt giảm dẫn đến tăng huy động khí Sao Vàng – Đại Nguyệt có giá miệng giếng cao hơn



Nguồn: GENCO3, KISVN ước tính

II. Khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG): tăng trưởng nhờ doanh thu từ KHCN

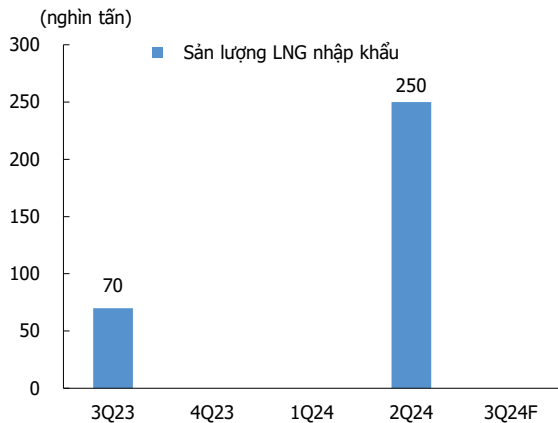
Trong 2Q24, sản lượng LNG bùng nổ do tình trạng thiếu điện ngắn hạn trong mùa khô buộc EVN sử dụng LNG để duy trì ổn định lưới điện bất chấp giá LNG cao. Chúng tôi ước tính rằng PV GAS đã nhập khẩu khoảng 250,000 tấn LNG và phân phối hơn 300,000 tấn LNG cho các NMD riêng trong 2Q24. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rằng động lực này sẽ không được duy trì trong 2H24 do (1) nguồn thủy điện dự báo cải thiện mạnh mẽ trong 2H24 được hỗ trợ bởi mùa mưa và hiệu ứng La Nina và (2) chi phí đầu vào của LNG đắt đỏ, dẫn đến giá điện cao và có thể gây lỗ cho EVN.

Ngày 5 tháng 9, lô LNG đầu tiên gồm 16 container bồn ISO (tổng cộng ~300 tấn) đã được vận chuyển bằng đường sắt từ miền Nam (nơi có kho LNG Thị Vải) đến các KHCN miền Bắc. Lô hàng này tương đương với 2-3.5 ngày tiêu thụ của các KHCN miền Bắc. Đây là một bước tiến đáng kể trong quá trình phát triển mạng lưới phân phối LNG, tuy nhiên, chúng tôi đánh giá rằng tác động vẫn còn hạn chế trên quy mô toàn ngành vì (1) người mua chủ yếu là các KHCN ở miền bắc của CNG Việt Nam, có sức tiêu thụ chỉ khoảng 50-75 triệu Sm³/năm so với toàn ngành là 5-6 tỷ Sm³/năm và (2) chúng tôi cho rằng khoảng cách lớn là rào cản lớn để mở rộng mô hình này do sự hạn chế về cơ sở hạ tầng.

Chúng tôi ước tính rằng, theo mô hình này, PV GAS thông qua công ty con CNG Việt Nam có thể phân phối khoảng 1.2-3.0 nghìn tấn (2-4 triệu Sm³) ra miền Bắc trong năm nay, đạt 3%-8% kế hoạch cung khí của CNG cho miền Bắc. CNG Việt Nam dự kiến hưởng lợi nhiều nhất nhờ giải quyết tình trạng thiếu hụt nguồn cung khí để sản xuất CNG tại miền Bắc. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng sản lượng LNG giao cho miền Bắc không tác động đáng kể tới kết quả 3Q24 vì chỉ còn lại ít hơn 1 tháng kể từ khi đoàn tàu đầu tiên cập bến (Hình 14).

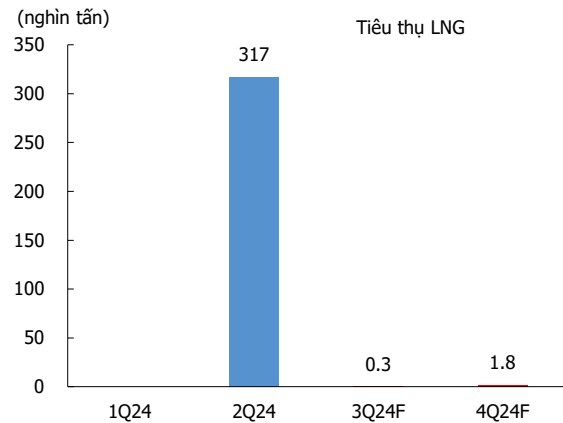
Về giá, chúng tôi ước tính giá vốn hàng bán trung bình của các lô LNG của GAS tại kho cảng Thị Vải là 9.5 USD/mmBTU dựa trên dữ liệu thương mại. So với giá khí thấp áp trong nước để sản xuất CNG là khoảng 10 USD/mmBTU và giá bán khí thấp áp trung bình là 12 USD/mmBTU. Do vậy, chúng tôi đánh giá việc phân phối LNG cho KHCN có tiềm năng và có tính cạnh tranh.

Hình 13. Sản lượng LNG nhập khẩu tại kho LNG Thị Vải 3Q23 – 3Q24F



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Hình 14. Sản lượng LNG trong 2H24F có thể tăng trưởng nhờ phân phối cho KHCN miền Bắc



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

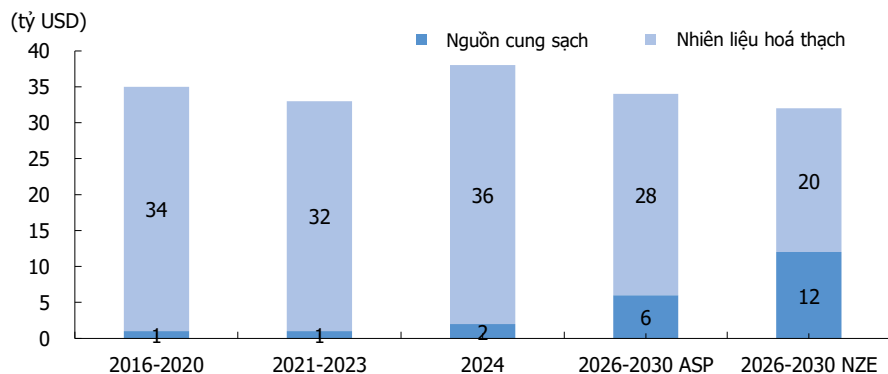
Chúng tôi tin rằng động lực tăng trưởng chính cho phân khúc LNG phải là hợp đồng bán khí (GSA) với các NMD Nhơn Trạch 3&4 (NT3&4). Về vấn đề này, tiến độ xây dựng tại các nhà máy này đã đạt trên 90% và dự kiến chạy thử vào 4Q24F. Chúng tôi tin rằng GSA giữa PV GAS và NT3&4 có thể đạt được trong năm nay, với sản lượng hợp đồng là 0.98 tỷ Sm³ mỗi năm theo kỳ vọng của GAS. Khi NT3&4 đi vào hoạt động thương mại lần lượt vào tháng 2 và tháng 5 năm 2025, do đó chúng tôi kỳ vọng sản lượng LNG sẽ tăng trưởng rõ rệt và bền vững kể từ tháng 2/2025.

III. E&P: các doanh nghiệp khoan có thể được hưởng lợi

3Q24F – Giá khoan ngày tiếp tục tăng nhờ nguồn cung giàn khoan hạn chế

Tính đến tháng 8, theo Baker Hughes, số lượng giàn khoan ngoài khơi hoạt động tại ĐNÁ vẫn duy trì ở mức 26 giàn (không đổi so với cùng kỳ và tháng trước), điều này đồng nghĩa các giàn khoan bị đình chỉ ở Trung Đông trước đó không có dấu hiệu dịch chuyển sang và cạnh tranh ở ĐNÁ. Điều này sẽ tiếp tục hỗ trợ giá khoan ngày trong bối cảnh nhu cầu E&P cao ở ĐNÁ khi chính phủ các nước ban hành các kế hoạch đầu tư thượng nguồn đầy tham vọng.

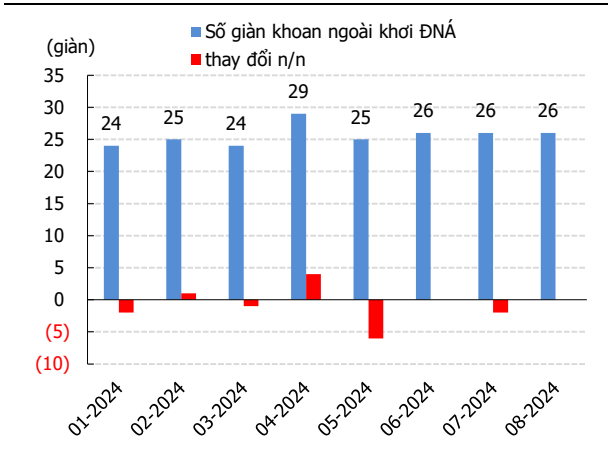
Hình 15. Đầu tư vào nguồn cung nhiên liệu trong kịch bản cam kết đã công bố (ASP) và kịch bản phát thải ròng bằng 0 vào năm 2050 (NZE) của các nước ĐNÁ



Nguồn: EIA, KISVN.

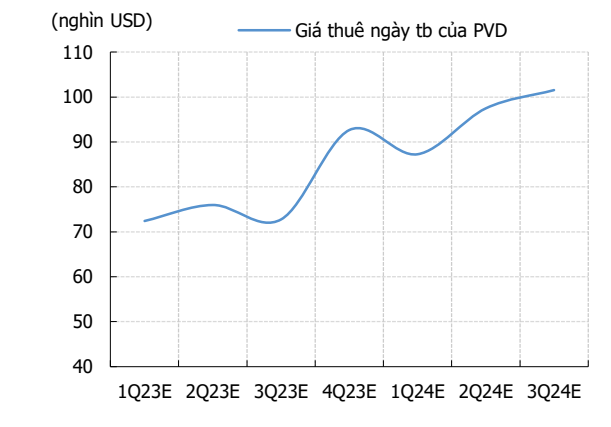
Chúng tôi dự báo giá khoan ngày trong khu vực có thể tiếp tục xu hướng tăng trong 3Q24F. PVD là công ty niêm yết được hưởng lợi nhiều nhất vì đây là một trong những công ty khoan hoạt động tích cực nhất ở Đông Nam Á, chúng tôi dự báo giá khoan ngày trung bình của PVD có thể vượt 100,000 USD trong 3Q24F (+30% n/n, +4% q/q, Hình 17).

Hình 16. Số giàn khoan hoạt động ở ĐNÁ vẫn thắt chặt



Nguồn: Baker Hughes, KISVN

Hình 17. Giá thuê ngày trung bình của PVD có thể tiếp tục tăng



Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Dự án Lô B – Ô Môn tiếp tục dời thời điểm đón dòng khí đầu tiên (first gas)

Trong 1Q24, Lô B – Ô Môn đã chứng kiến nhiều chuyển động, với nhiều hợp đồng quan trọng được ký kết (Hình 18). Tuy nhiên, tính đến thời điểm hiện tại, Lô B mới chỉ nhận được Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) từ MOECO (Nhật Bản, 22.4% cổ phần), trong khi PVN & PVEP (Việt Nam, 69.9% cổ phần) và PTTEP (Thái Lan, 7.7% cổ phần) vẫn chưa có. Điều này trái ngược với kỳ vọng trước đó rằng tất cả FID đều đạt được vào cuối 1H24. Theo các chuyên gia trong ngành của Tạp chí Năng lượng, vào tháng 9, kế hoạch first gas của Lô B đã bị trượt, từ cuối năm 2026F sang cuối năm 2027F.

Hình 18. Các hợp đồng chủ chốt của đại dự án Lô B – Ô Môn

Thượng nguồn	Tên hợp đồng	Các bên liên quan	Trạng thái			
			Đã ký	Đã ký	Đã ký	Đã ký
Thượng nguồn	GSPA (Gas sale and purchase agreement)	Giữa các chủ mỏ khí (PVN, PVEP, MOECO và PTTEP) và PVN (bên mua khí)	Đã ký			
	GTA (Gas transport agreement)	Giữa PVN và bên vận chuyển (PV GAS, MOECO, PTTEP)	Đã ký			
	TOSA (Tie-in, operation and service agreement)	Giữa bên vận chuyển và các bên tiêu thụ hạ nguồn (các nhà máy điện)	Đã ký			
Hạ nguồn	GSA (Gas sales agreement)	Giữa PVN và các nhà máy điện	O Mon I	O Mon II	O Mon III	O Mon IV
	PPA (Power purchase agreement)	Giữa nhà máy điện và bên mua điện (EVN)	O Mon I	O Mon II	O Mon III	O Mon IV

Nguồn: PVN, KISVN.

Trong ngắn hạn, sự chậm trễ của FID ảnh hưởng mạnh đến các nhà thầu như PVS (nhà thầu của các gói EPCI#1, 2, 3) vì FID là yếu tố thiết yếu để triển khai và xây dựng dự án. FID là cơ sở để giải ngân vốn cho các nhà thầu, cũng như quá trình huy động vốn và đàm phán các khoản vay ngân hàng cho dự án.

Trong 3Q24F, chúng tôi cho rằng chuỗi dự án sẽ vẫn phải đối mặt với những vướng mắc liên quan đến giá khí Lô B và tỷ lệ bao tiêu, và có thể không đạt được tất cả FID trong năm nay.

Về dài hạn, trong giai đoạn hậu first gas, triển vọng của các bên hưởng lợi ở trung nguồn có thể bị ảnh hưởng. Cụ thể, xếp hạng và định giá của GAS có thể bị ảnh hưởng tiêu cực nếu first gas bị trì hoãn (GAS là chủ đầu tư đường ống Lô B – Ô Môn, sở hữu 51%).

IV. Kết quả kinh doanh các doanh nghiệp niêm yết trong 3Q24F

GAS – Âm ảm mùa thấp điểm

Bảng 3. Dự phóng kết quả kinh doanh của GAS 3Q24F

(tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F	2024F		Đồng thuận	
				n/n	q/q	3Q24F	2024F
Giá dầu FO	511	504	450	(12)	(11)	468	4
Giá CP	469	591	578	23	(2)	595	3
Doanh thu	22,153	30,071	22,427	1	(25)	99,233	10
Bán và vận chuyển khí	21,864	29,931	22,287	2	(26)	98,632	11
Thuê văn phòng	53	26	26	(51)	1	104	1
Xây lắp và khác	236	114	114	(52)	0	496	(26)
Lợi nhuận gộp	3,632	5,633	3,674	1	(35)	16,715	(2)
Doanh thu tài chính	594	445	445	(25)	0	1,797	(21)
QL&BH	998	1,726	934	(6)	(46)	4,386	9
LNTT	3,009	4,239	2,980	(1)	(30)	13,489	(8)
LNST	2,404	3,416	2,396	(0)	(30)	10,851	(8)
LNST-CTM	2,377	3,321	2,366	(0)	(29)	10,662	(8)

Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ARAMCO, KISVN ước tính

Dự phóng: Trong 3Q24F, chúng tôi ước tính doanh thu của GAS đạt 22.4 nghìn tỷ đồng (+1% n/n, -25% q/q). Lợi nhuận gộp của công ty có thể đạt 3.7 nghìn tỷ đồng (+1% n/n, -35% q/q). Lợi nhuận sau thuế (LNST) dự kiến đạt 2.4 nghìn tỷ đồng (không đổi n/n, -30% q/q). Cụ thể:

- **Mảng khí khô:** Sản lượng có thể đạt tổng cộng 1.3 tỷ Sm³, giảm 16% n/n, do tiêu thụ tại các NMD giảm (-24% n/n, -44% q/q) trong mùa thấp điểm. Giá FO dự kiến giảm 7% xuống còn 470 USD/tấn trong 3Q24F, nhưng giá bán trung bình vẫn có thể tăng nhờ tăng huy động từ Sao Vàng – Đại Nguyệt với giá khí miệng giếng cao hơn.
- **Mảng LPG:** Doanh thu từ LPG có thể tăng trong 3Q24F nhờ giá bán tăng, khi giá CP có thể tăng 23% lên 578 USD/tấn, từ mức nền thấp của năm ngoái. Sản lượng LPG có thể vẫn ở mức cao, đạt 800 nghìn tấn (+4% n/n, -3% q/q) nhờ hoạt động giao dịch trên thị trường quốc tế.

CNG – Khởi động dòng năng lượng mới

Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh của CNG 3Q24F

(tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F		2024F		Đồng thuận		
			n/n	q/q		n/n	1Q24F	2024F	
Sản lượng (tr m ³)	61	62	62	3	1	234	(5)		
Doanh thu	785	840	820	4	(2)	3,122	0	N/A	N/A
Lợi nhuận gộp	71	91	83	16	(9)	286	12	N/A	N/A
QL&BH	35	36	36	3	0	136	(9)		
LNHĐ	38	55	47	26	(15)	151	34		
LN khác	(0)	0	-	-	-	-	-		
LNTT	38	56	47	26	(15)	151	17	N/A	N/A
LNST	30	45	38	27	(15)	121	17	N/A	N/A

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Dự phóng: Trong 3Q24F, chúng tôi kỳ vọng tổng sản lượng CNG không đổi, đạt 62 triệu Sm³ vì chúng tôi thấy những triển vọng ngược chiều nhau trong lĩnh vực sản xuất. Chúng tôi tin rằng sự phục hồi chậm của thị trường bất động sản và xây dựng vẫn là một hạn chế đối với tăng trưởng sản lượng, mặc dù lĩnh vực sản xuất nói chung đang cải thiện.

Mặt khác, vào ngày 05/09, công ty đã bắt đầu cung cấp LNG cho khách hàng phía Bắc, với khối lượng lô đầu tiên khoảng 0.7 triệu Sm³, chúng tôi tin rằng điều này có thể không ảnh hưởng đáng kể đến báo cáo lợi nhuận của công ty, nhưng phản ánh cam kết chuyển đổi sang LNG của công ty². Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận gộp của LNG sẽ đạt 7.1%, thấp hơn của CNG là khoảng 10.1%.

Doanh thu 3Q24F có thể tăng nhẹ 4% n/n, đạt 820 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp được dự báo là 83 tỷ đồng (+16% n/n, -9% q/q) vì biên lợi nhuận gộp có thể đạt 10.1% (+1% n/n). LNST dự phóng đạt 38 tỷ đồng (+27% n/n, -15% q/q).

² CNG Việt Nam đặt mục tiêu thay thế hoàn toàn cơ cấu sản phẩm với LNG sau năm 2029

PVD – Trong xu hướng tăng

Bảng 5. Dự phóng kết quả kinh doanh của PVD 3Q24F

(tỷ đồng, %)

	3Q23A	2Q24A	3Q24F			2024F		Đồng thuận	
			n/n	q/q		n/n	3Q24F	2024F	
Doanh thu	1,381	2,254	2,329	69	3	8,587	48	N/A	7,593.9
Khoan	944	1,538	1,710	81	11	6,040	49		
DVKT	405	556	495	22	(11)	1,921	21		
Hàng hoá	32	160	124	281	(23)	626	304		
Lợi nhuận gộp	296	469	468	58	(0)	1,871	44	N/A	1,874.6
Chi phí tài chính	134	133	97	(27)	(27)	446	115		
Lỗ tỷ giá	72	67	30	(58)	(55)	180	28		
QL&BH	118	153	153	30	0	578	7		
LNHĐ	91	217	251	177	16	969	73	N/A	1,273.3
LN khác	62	(12)	(14)	(123)	-	(52)	(158)		
LNTT	153	206	237	56	15	917	41	N/A	1,084.2
Thuế	20	75	78	295	4	294	157		
Thuế suất (%), dựa trên LNTT)	13	36	33	20	(4)	32	15		
LNST	133	131	160	20	22	623	16		
LNST-CMT	151	136	165	9	21	647	12	N/A	847.2

Nguồn: Dữ liệu công ty, KISVN ước tính

Dự phóng: Trong 3Q24, chúng tôi ước tính doanh thu của PVD sẽ đạt mức cao kỷ lục là 2.3 nghìn tỷ đồng (+69% n/n, +3% q/q), trong đó hoạt động kinh doanh cốt lõi là khoan có thể tăng trưởng 81%, nhờ:

- (1) *Khối lượng công việc cao hơn:* với 7.67 giàn khoan hoạt động trong 3Q24F (bao gồm 6 giàn khoan sở hữu và 1.67 giàn khoan thuê, so với năm ngoái với 6 giàn khoan sở hữu và không có giàn khoan thuê, và quý trước với 7 giàn khoan).
- (2) *Giá thuê ngày trung bình:* Giá thuê ngày được hỗ trợ bởi nguồn cung giàn khoan hạn chế và nhu cầu khoan cao ở ĐNÁ. Chúng tôi ước tính giá thuê ngày trung bình của PVD có thể vượt 100,000 USD/ngày trong 3Q24F.

Theo đó, lợi nhuận gộp có thể tăng vọt lên 468 tỷ đồng (+58% n/n, -0% q/q). Lợi nhuận trước thuế (LNTT) có thể tăng lên 237 tỷ đồng (+56% n/n, +15% q/q), bất chấp việc không ghi nhận khoản lợi nhuận bất thường 62 tỷ đồng như năm ngoái, nhờ vào khoản lỗ tỷ giá thấp hơn khi tỷ giá USD/VND hạ nhiệt trong suốt 3Q24F.

Chi phí thuế có thể đạt 33% LNTT trong 3Q24F (-4%p q/q và +20%p n/n) do thu nhập chịu thuế³ cao hơn đáng kể. Do đó, LNST có thể tăng trưởng chậm hơn, ở mức 20% n/n, đạt 160 tỷ đồng.

Kế hoạch mở rộng đội khoan của PVD: Trong ĐHCĐ vào tháng 5, PVD cho biết họ đang có kế hoạch mua một giàn khoan đã qua sử dụng vào năm 2024, với tổng vốn đầu tư khoảng 90 triệu USD. Tuy nhiên, vào tháng 7, công ty cho biết khoản đầu tư này có thể mất nhiều thời gian hơn dự kiến. Chúng tôi kỳ vọng thỏa thuận sẽ được hoàn tất trong 1H25 và giàn khoan này có thể tạo ra doanh thu từ năm 2026F, sau thời gian tái kích hoạt kỹ thuật.

Rủi ro lớn có thể xảy ra liên quan đến (1) sự chậm trễ hơn nữa của kế hoạch mở rộng đội khoan và (2) khả năng cạnh tranh gia tăng nếu các giàn khoan bị đình chỉ ở Trung Đông di chuyển đến ĐNÁ.

³ Thu nhập chịu thuế của PVD không nhất thiết bằng với LNTT do công ty chịu một chế độ thuế khá phức tạp do hoạt động ở nước ngoài; PVD cũng có các khoảng lỗ kết chuyển có thể dùng để giảm trừ thuế, và các khoảng chi phí không được giảm trừ như lỗ tỷ giá.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. stock ratings based on 12-month forward performance**

- BUY: Expected total return will be 15%p or more
- Hold: Expected total return will be between -5%p and 15%p
- Sell: Expected total return will be -5%p or less
- KIS Vietnam Securities Corp. does not offer target prices for stocks with Hold or Sell ratings.

■ **Guide to KIS Vietnam Securities Corp. sector ratings for the next 12 months**

- Overweight: Recommend increasing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Neutral: Recommend maintaining the sector's weighting in the portfolio in line with its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.
- Underweight: Recommend reducing the sector's weighting in the portfolio compared to its respective weighting in the VNIndex based on market capitalization.

■ **Analyst Certification**

I/We, as the research analyst/analysts who prepared this report, do hereby certify that the views expressed in this research report accurately reflect my/our personal views about the subject securities and issuers discussed in this report. I/We do hereby also certify that no part of my/our compensation was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this research report.

■ **Important compliance notice**

As of the end of the month immediately preceding the date of publication of the research report or the public appearance (or the end of the second most recent month if the publication date is less than 10 calendar days after the end of the most recent month), KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not own 1% or more of any class of common equity securities of the companies mentioned in this report.

There is no actual, material conflict of interest of the research analyst or KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates known at the time of publication of the research report or at the time of the public appearance.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not managed or co-managed a public offering of securities for the companies mentioned in this report in the past 12 months;

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates has not received compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the past 12 months; KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates does not expect to receive or intend to seek compensation for investment banking services from the companies mentioned in this report in the next 3 months.

KIS Vietnam Securities Corp. or its affiliates was not making a market in securities of the companies mentioned in this report at the time that the research report was published.

KIS Vietnam Securities Corp. does not own over 1% of shares of the companies mentioned in this report as of 2 Oct 2024.

KIS Vietnam Securities Corp. has not provided this report to various third parties.

Neither the analyst/analysts who prepared this report nor their associates own any shares of the company/companies mentioned in this report as of 2 Oct 2024.

KIS Vietnam Securities Corp. has not issued CW with underlying stocks of stock names and is not the liquidity provider.

Prepared by: Phòng Phân Tích

Global Disclaimer

■ General

This research report and marketing materials for Vietnamese securities are originally prepared and issued by the Research Center of KIS Vietnam Securities Corp., an organization licensed with the State Securities Commission of Vietnam. The analyst(s) who participated in preparing and issuing this research report and marketing materials is/are licensed and regulated by the State Securities Commission of Vietnam in Vietnam only. This report and marketing materials are copyrighted and may not be copied, redistributed, forwarded or altered in any way without the consent of KIS Vietnam Securities Corp..

This research report and marketing materials are for information purposes only. They are not and should not be construed as an offer or solicitation of an offer to purchase or sell any securities or other financial instruments or to participate in any trading strategy. This research report and marketing materials do not provide individually tailored investment advice. This research report and marketing materials do not take into account individual investor circumstances, objectives or needs, and are not intended as recommendations of particular securities, financial instruments or strategies to any particular investor. The securities and other financial instruments discussed in this research report and marketing materials may not be suitable for all investors. The recipient of this research report and marketing materials must make their own independent decisions regarding any securities or financial instruments mentioned herein and investors should seek the advice of a financial adviser. KIS Vietnam Securities Corp. does not undertake that investors will obtain any profits, nor will it share with investors any investment profits. KIS Vietnam Securities Corp., its affiliates, or their affiliates and directors, officers, employees or agents of each of them disclaim any and all responsibility or liability whatsoever for any loss (director consequential) or damage arising out of the use of all or any part of this report or its contents or otherwise arising in connection therewith. Information and opinions contained herein are subject to change without notice and may differ or be contrary to opinions expressed by other business areas or KIS Vietnam Securities Corp. The final investment decision is based on the client's judgment, and this research report and marketing materials cannot be used as evidence in any legal dispute related to investment decisions.

■ Country-specific disclaimer

United States: This report is distributed in the U.S. by Korea Investment & Securities America, Inc., a member of FINRA/SIPC, and is only intended for major U.S. institutional investors as defined in Rule 15a-6(a)(2) under the U.S. Securities Exchange Act of 1934. All U.S. persons that receive this document by their acceptance thereof represent and warrant that they are a major U.S. institutional investor and have not received this report under any express or implied understanding that they will direct commission income to Korea Investment & Securities, Co., Ltd. or its affiliates. Pursuant to Rule 15a-6(a)(3), any U.S. recipient of this document wishing to effect a transaction in any securities discussed herein should contact and place orders with Korea Investment & Securities America, Inc., which accepts responsibility for the contents of this report in the U.S. The securities described in this report may not have been registered under the U.S. Securities Act of 1933, as amended, and, in such case, may not be offered or sold in the U.S. or to U.S. person absent registration or an applicable exemption from the registration requirement.

United Kingdom: This report is not an invitation nor is it intended to be an inducement to engage in investment activity for the purpose of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom ("FSMA"). To the extent that this report does constitute such an invitation or inducement, it is directed only at (i) persons who are investment professionals within the meaning of Article 19(5) of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (as amended) of the United Kingdom (the "Financial Promotion Order"); (ii) persons who fall within Articles 49(2)(a) to (d) ("high net worth companies, unincorporated associations etc.") of the Financial Promotion Order; and (iii) any other persons to whom this report can, for the purposes of section 21 of FSMA, otherwise lawfully be made (all such persons together being referred to as "relevant persons"). Any investment or investment activity to which this report relates is available only to relevant persons and will be engaged in only with relevant persons. Persons who are not relevant persons must not act or rely on this report.

Hong Kong: This research report and marketing materials may be distributed in Hong Kong to institutional clients by Korea Investment & Securities Asia Limited (KISA), a Hong Kong representative subsidiary of Korea Investment & Securities Co., Ltd., and may not otherwise be distributed to any other party. KISA provides equity sales service to institutional clients in Hong Kong for Korean securities under its sole discretion, and is thus solely responsible for provision of the aforementioned equity selling activities in Hong Kong. All requests by and correspondence with Hong Kong investors involving securities discussed in this report and marketing materials must be effected through KISA, which is registered with The Securities & Futures Commission (SFC) of Hong Kong. Korea Investment & Securities Co., Ltd. is not a registered financial institution under Hong Kong's SFC.

Singapore: This report is provided pursuant to the financial advisory licensing exemption under Regulation 27(1)(e) of the Financial Advisers Regulation of Singapore and accordingly may only be provided to persons in Singapore who are "institutional investors" as defined in Section 4A of the Securities and Futures Act, Chapter 289 of Singapore. This report is intended only for the person to whom Korea Investment & Securities Co., Ltd. has provided this report and such person may not send, forward or transmit in any way this report or any copy of this report to any other person. Please contact Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd in respect of any matters arising from, or in connection with, the analysis or report (Contact Number: 65 6501 5600).

Copyright © 2024 KIS Vietnam Securities Corp. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without permission of KIS Vietnam Securities Corp.