

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

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

MUA

Lê Thị Kim Huê

Email: hue.lethikim@abs.vn

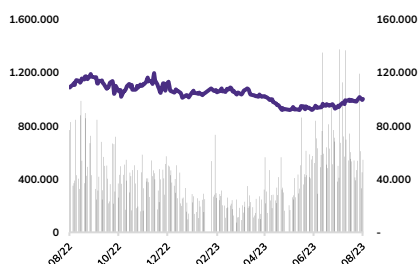
THÔNG TIN CƠ BẢN

Ngành:	Dầu khí
Ngày báo cáo:	15/08/2023
Giá hiện tại (VND/CP):	100.600
Giá mục tiêu (VND/CP):	122.000
Tỷ lệ tăng (%):	21,29%
Vốn hóa (Tỷ VND):	192.543
SLCPĐLH (CP):	1.913.950.000

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95,76%
Cổ đông khác	4,24%

DIỄN BIẾN GIÁ



CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2Q22	2Q23
Tăng trưởng DTT (%)	21,8%	-13,1%
Tăng trưởng LNST (%)	124,9%	-38,0%
Biên LNG (%)	25,0%	18,1%
Biên LNST (%)	18,4%	13,1%
ROA (%)	5,7%	3,6%
ROE (%)	8,6%	4,8%
Nợ vay/VCSH (lần)	0,14	0,09
EPS (VND/CP)	2.618	1.602
BVPS (VND/CP)	31.024	34.511

Luận điểm đầu tư

- **Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của PVGas sụt giảm so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần Q2 đạt gần 24.043 tỷ đồng (-13% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 3.156 tỷ đồng (-38% svck). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm về mức 18% từ mức 25% của cùng kỳ năm trước.
- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, KQKD của PVGas sụt giảm svck nhưng đã vượt chỉ tiêu kế hoạch LNST của cả năm.** Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của PVGas đạt trên 45.257 tỷ đồng (-17% svck) & LNST đạt gần 6.506 tỷ đồng (-24% svck). Như vậy, nửa đầu năm PVGas đã hoàn thành 59,2% kế hoạch doanh thu và 101,1% kế hoạch LNST năm 2023.
- **Trên cơ sở tình hình thực hiện 6 tháng đầu năm 2023 của PVGas, chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận sau thuế năm 2023 của GAS +15% so với báo cáo gần nhất. Cụ thể:** Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của PVGas đạt 89.155 tỷ đồng (-11,5% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 12.795 tỷ đồng (-13,5% svck). Năm 2024, dự kiến các chỉ tiêu sẽ phục hồi trở lại với doanh thu thuần dự kiến đạt 97.664 tỷ đồng (+9,5% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 14.788 tỷ đồng (+15,6% svck). EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 6.563 đồng/cp & 7.585 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 34.897 đồng/cp & 38.560 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 15,5 lần & 2,91 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 13,4 lần & 2,63 lần.
- **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 26% (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.
- Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 122.000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +21,3% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **TRUNG LẬP** thành **MUA** 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.
 - ✓ 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.

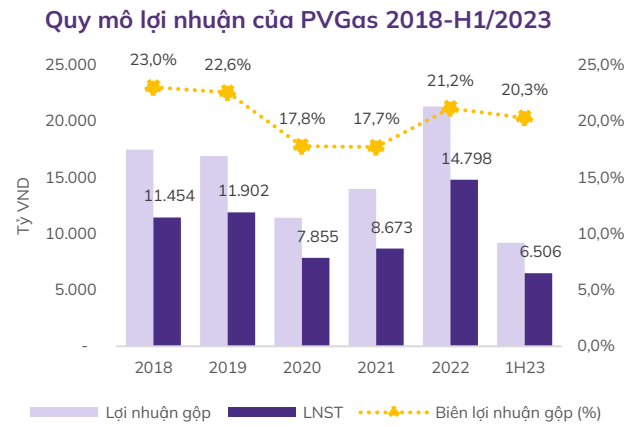
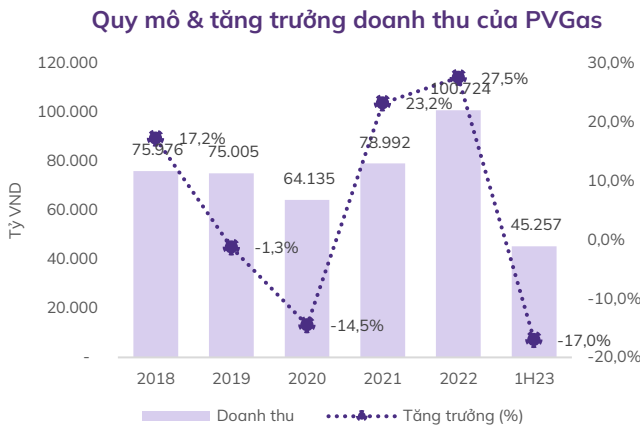
Bảng tổng hợp và dự phóng kết quả kinh doanh của PVGas

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	78.992	100.724	89.155	97.664
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần (%)</i>	<i>23,2%</i>	<i>27,5%</i>	<i>-11,5%</i>	<i>9,5%</i>
Lợi nhuận gộp	13.986	21.315	17.878	20.529
<i>Biên lợi nhuận gộp (%)</i>	<i>17,7%</i>	<i>21,2%</i>	<i>20,1%</i>	<i>21,0%</i>
Doanh thu tài chính	1.187	1.568	1.958	2.245
Chi phí tài chính	-403	-671	-431	-536
Chi phí bán hàng	-2.133	-2.440	-2.160	-2.366
Chi phí QLDN	-1.479	-1.075	-1.046	-1.146
Lợi nhuận từ HĐKD	11.173	18.728	16.199	18.725
Lãi/Lỗ khác	32	78	88	98
Lợi nhuận trước thuế	11.205	18.806	16.287	18.823
LNST cổ đông Công ty mẹ	8.673	14.798	12.795	14.788
<i>Tỷ suất lợi nhuận sau thuế (%)</i>	<i>11,0%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>15,1%</i>
EPS (đồng/cp)	4.356	7.649	6.563	7.585

Nguồn: PVGAS, ABS Research

Cập nhật doanh nghiệp

- **Kết quả kinh doanh Quý 2/2023 của PVGas sụt giảm so với cùng kỳ.** Doanh thu thuần Q2 đạt gần 24.043 tỷ đồng (-13% svck) & LNST của cổ đông Công ty mẹ đạt 3.156 tỷ đồng (-38% svck). Biên lợi nhuận gộp sụt giảm về mức 18% từ mức 25% của cùng kỳ năm trước.
- **Lũy kế 6 tháng đầu năm 2023, KQKD của PVGas sụt giảm svck nhưng đã vượt chỉ tiêu kế hoạch LNST của cả năm.** Theo đó, trong nửa đầu năm, doanh thu thuần của PVGas đạt trên 45.257 tỷ đồng (-17% svck) & LNST đạt gần 6.506 tỷ đồng (-24% svck). Đáng chú ý, doanh thu tài chính tăng mạnh 77% svck lên gần 1.135 tỷ đồng, trong đó chủ yếu là lãi tiền gửi chiếm tới 91% cơ cấu doanh thu tài chính trong kỳ (1.033 tỷ đồng), trong khi đó chi phí tài chính lại giảm 44% svck về 170 tỷ đồng (trong đó chi phí lãi vay giảm 28% svck về 124 tỷ đồng). Bên cạnh đó, chi phí bán hàng và chi phí QLDN trong kỳ cũng tăng 15% lên 1.915 tỷ đồng. Năm 2023, PVGas đặt mục tiêu 76.441 tỷ đồng doanh thu và 6.539 tỷ đồng LNST. Như vậy, nửa đầu năm PVGas đã hoàn thành 59,2% kế hoạch doanh thu và 101,1% kế hoạch LNST năm 2023.



Nguồn: Finpro & BCTC của PVGas, ABS Research

- **Tình hình sản xuất kinh doanh của PVGas:**
 - Trong 6 tháng năm 2023, PVGas tiếp nhận trên 4,1 tỷ m3 khí ẩm, sản xuất và cung cấp trên 3,9 tỷ m3 khí khô; sản xuất 46,4 nghìn tấn condensate; sản xuất và kinh doanh gần 1,1 triệu tấn LPG (xuất khẩu và kinh doanh quốc tế gần 0,3 triệu tấn). 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 (12,82%).
 - **Giá dầu giảm ảnh hưởng tới KQKD:** Hiện giá bán khí khô của PVGas dựa trên giá dầu FO. Hiện tại, giá dầu FO đang dao động quanh 409 USD/tấn, giảm 10,3% trong vòng 1 năm qua.
 - **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 470 USD/tấn (-36% so với bình quân năm 2022). Giá dầu Brent và giá LPG giảm ảnh hưởng đến giá bán và biên lợi nhuận gộp của GAS, giảm từ 22% trong 6T2022 xuống 20,3% trong 6T2023.

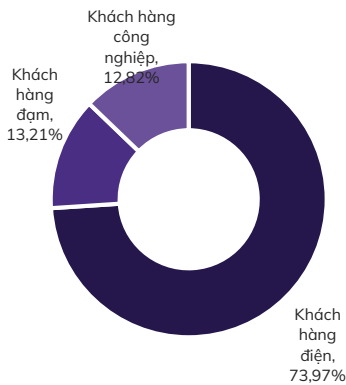
TÌNH HÌNH TIÊU THỤ MỘT SỐ SẢN PHẨM CHÍNH CỦA PVGAS

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	8,10
2	Khí khô sản xuất & tiêu thụ	tỷ m3	9,95	8,69	7,15	7,90	7,78
	Khách hàng điện		7,99	6,64	5,04	5,60	5,77
	Khách hàng đạm		1,01	1,15	1,10	1,20	1,02

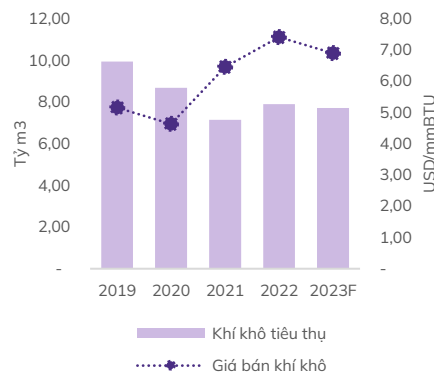
	Khách hàng công nghiệp		0,94	0,90	1,01	1,10	0,99
	Giá bán khí khô	USD/mmBTU	5,15	4,63	6,46	7,41	7,04
	% svck		6%	-10%	39%	15%	-5%
3	Sản lượng tiêu thụ LPG	nghìn tấn	1.770	1.960	2.000	2.040	2.100
	GPP Dinh Cố (nghìn tấn)		218,90	238,90	250,00	270,00	N/A
	GPP Cà Mau (nghìn tấn)		151,40	131,70	110,20	86,00	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	92,00
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 tính toán

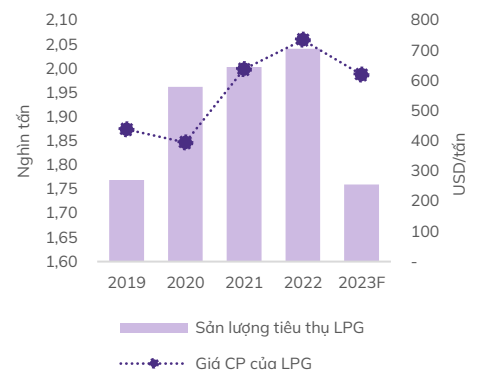
Cơ cấu khách hàng khí khô của PVGas năm 2022 (%)



Sản lượng & giá bán khí khô của PVGas



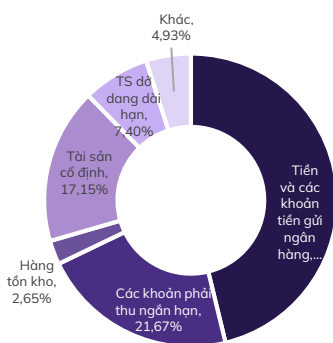
Sản lượng & giá bán LPG của PVGas



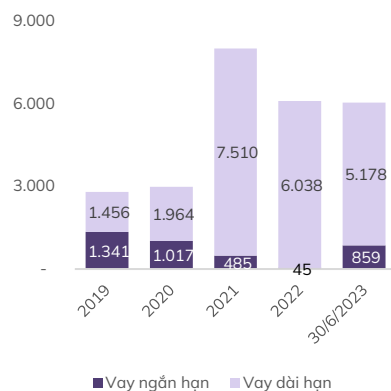
Nguồn: BCTN của PVGAS, ABS Research

- **Nguồn lực tài chính vững chãi với lượng tiền dồi dào và đòn bẩy tài chính thấp.** Tại 30/6/2023, PVGas có trên 40.767 tỷ đồng tiền và các khoản tiền gửi ngân hàng (+18,94% so với đầu năm), chiếm 46,2% cơ cấu tổng tài sản. Trong khi đó, tổng nợ vay ngắn và dài hạn là 6.036 tỷ đồng (-26,6% so với đầu năm). Nợ/VCSH ở mức thấp, chỉ 0,09 lần. Lượng tiền dồi dào và nợ vay thấp đã giúp tăng doanh thu tài chính 77% svck lên gần 1.135 tỷ đồng, và giảm chi phí tài chính -44% svck về 170 tỷ đồng trong 6T/2023.

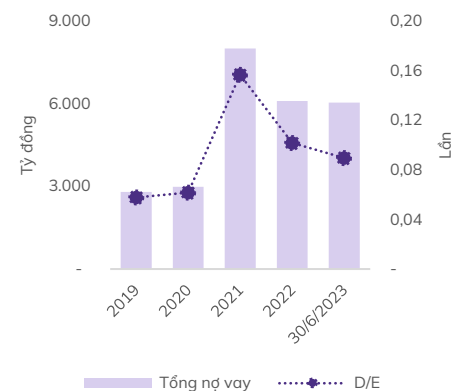
Cơ cấu tài sản của PVGas tại 30/6/2023



Cơ cấu nợ vay của PVGas 2019-H1/2023



Quy mô nợ vay & hệ số D/E của PVGas 2019-H1/2023



Nguồn: Fiinpro & BCTC của PVGAS, ABS Research

- **Dự án LNG:** Theo QH điện VIII, **mảng điện khí được nâng vai trò khi tỷ trọng đóng góp trong hệ thống điện quốc gia sẽ tăng lên 26% vào năm 2030.** Với việc sản lượng khí tại các mỏ khu vực Đông Nam Bộ đang suy giảm và bắt đầu xuất hiện tình trạng thiếu hụt, Việt Nam lên kế hoạch xây dựng các kho chứa LNG để nhập khẩu khí, song song với việc triển khai dự án Lô B – Ô Môn. Hiện nay, cả hai dự án kho, cảng nhập khẩu LNG trọng điểm (Kho LNG Thị Vải và Sơn Mỹ) được nhấn mạnh trong Quy hoạch điện VIII đều thuộc quyền sở hữu hoặc đồng sở hữu của GAS.
 - **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, ngày 18/7/2023 đã hoàn thành tiếp nhận 70.000 tấn LNG đầu tiên về kho cảng Thị Vải & hoàn thành công tác chạy thử vào 30/7/2023. 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 cũng mới được tỉnh Bình Thuận chấp thuận chủ trương đầu tư vào tháng 7 vừa qua.
- **Dự án Lô B – Ô Môn:** với tổng vốn đầu tư 8,1 tỷ USD, dự kiến Dự án sẽ cho dòng khí đầu tiên vào năm 2026. GAS là một trong các doanh nghiệp hưởng lợi nhiều nhất từ dự án này khi sẽ góp vốn 51% vào dự án Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn vận chuyển khí 400 km từ các mỏ thượng nguồn về các nhà máy nhiệt điện. Các cơ quan quản lý chưa thể ra quyết định FID vào tháng 6/2023 như kế hoạch ban đầu, nhưng đang đẩy nhanh tiến độ. Dự kiến sẽ có quyết định FID cuối năm 2023 hoặc đầu năm 2024.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2023

- **Giá định giá dầu Brent năm 2023 ở mức 90 USD/thùng:** Thời gian qua, giá dầu đã “hạ nhiệt” và điều chỉnh trước lo ngại suy thoái kinh tế toàn cầu làm suy yếu nhu cầu tiêu thụ dầu khí. 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 OPEC cắt giảm sản lượng, 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, v.v.
- **Chúng tôi cho rằng KQKD 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.
- **Dựa trên cơ sở hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm 2023 của PVGas, chúng tôi điều chỉnh lại một số dự phóng cho sát với tình hình thực tế và tăng dự phóng lợi nhuận 2023F và 2024F so với báo cáo gần nhất.** Cụ thể, chúng tôi giả định sản lượng khí ẩm tiếp nhận vào bờ năm 2023 dự kiến đạt 8,1 tỷ m³ (+1,3% svck) do sản lượng khí tại các mỏ vẫn đang suy giảm. Sản lượng khí khô tiêu thụ dự kiến giảm 1,5% về 7,78 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 2,1 triệu tấn (+2,9% svck).
- Chúng tôi giả định giá bán khí khô năm 2023 sẽ giảm khoảng 5% svck và đạt 7,04 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.
- Biên LNG của GAS năm 2023/2024 dự báo đạt 20,1% / 21%, tăng so với dự báo trước đó là 19,8% / 20,7%.
- Trên cơ sở các giả định trên, chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2023 của PVGas đạt 89.115 tỷ đồng (-11,5% svck). LNST cổ đông Công ty mẹ năm 2023 dự báo đạt 12.795 tỷ đồng (-13,5% svck), tăng 15% so với dự báo gần nhất của chúng tôi. Năm 2024, dự kiến các chỉ tiêu sẽ phục hồi trở lại với doanh thu thuần dự kiến đạt 97.664 tỷ đồng (+9,5% svck) và LNST cổ đông Công ty mẹ dự kiến đạt 14.788 tỷ đồng (+15,6% svck).
- EPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 6.563 đồng/cp & 7.585 đồng/cp, BVPS 2023F & 2024F dự kiến đạt 34.897 đồng/cp & 38.560 đồng/cp, tương ứng 2023F P/E và P/B đạt 15,5 lần & 2,91 lần tại mức giá giao dịch hiện tại, trong khi đó 2024F P/E và P/B đạt 13,4 lần & 2,63 lần.

Dự phóng doanh thu, lợi nhuận của PVGAS năm 2023-2024 theo mảng kinh doanh

Mảng kinh doanh	2020	2021	2022	2023F	2024F
1. Bán Khí khô					
Doanh thu	33.067	37.461	49.176	46.456	50.172
<i>% YOY</i>	<i>-21,5%</i>	<i>13,3%</i>	<i>31,3%</i>	<i>-5,5%</i>	<i>8,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>51,6%</i>	<i>47,4%</i>	<i>48,8%</i>	<i>52,1%</i>	<i>51,4%</i>
Giá vốn hàng bán	(27.293)	(30.049)	(36.312)	(35.518)	(37.769)
Lợi nhuận gộp	5.774	7.412	12.864	10.937	12.403
<i>% YOY</i>	<i>-40,9%</i>	<i>28,4%</i>	<i>73,6%</i>	<i>-15,0%</i>	<i>13,4%</i>
2. Bán LPG					
Doanh thu	23.250	33.690	41.298	31.205	33.702
<i>% YOY</i>	<i>0,9%</i>	<i>44,9%</i>	<i>22,6%</i>	<i>-24,4%</i>	<i>8,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>36,3%</i>	<i>42,7%</i>	<i>41,0%</i>	<i>35,0%</i>	<i>34,5%</i>
Giá vốn hàng bán	(21.547)	(30.727)	(37.298)	(28.178)	(30.106)
Lợi nhuận gộp	1.704	2.964	4.000	3.027	3.596
<i>% YOY</i>	<i>-16,7%</i>	<i>74,0%</i>	<i>35,0%</i>	<i>-24,3%</i>	<i>18,8%</i>
3. Bán CNG					
Doanh thu	4.503	3.808	4.186	4.562	5.019
<i>% YOY</i>	<i>32,7%</i>	<i>-15,4%</i>	<i>9,9%</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>7,0%</i>	<i>4,8%</i>	<i>4,2%</i>	<i>5,1%</i>	<i>5,1%</i>
Giá vốn hàng bán	(2.133)	(2.781)	(3.885)	(3.650)	(3.965)
Lợi nhuận gộp	2.370	1.027	300	912	1.054
<i>% YOY</i>	<i>231,5%</i>	<i>-56,7%</i>	<i>-70,8%</i>	<i>203,9%</i>	<i>15,5%</i>
4. Vận chuyển khí & condensate					
Doanh thu	2.283	2.990	3.970	3.851	4.236
<i>% YOY</i>	<i>-52,2%</i>	<i>30,9%</i>	<i>32,8%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>10,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>3,6%</i>	<i>3,8%</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,3%</i>	<i>4,3%</i>
Giá vốn hàng bán	(822)	(664)	(719)	(1.336)	(1.355)
Lợi nhuận gộp	1.461	2.325	3.250	2.514	2.880
<i>% YOY</i>	<i>-63,3%</i>	<i>59,1%</i>	<i>39,8%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>14,6%</i>
5. Bán Condensate					
Doanh thu	703	791	1.864	1.551	1.706
<i>% YOY</i>	<i>-46,3%</i>	<i>12,5%</i>	<i>135,5%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>10,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,0%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,7%</i>
Giá vốn hàng bán	(654)	(506)	(928)	(1.090)	(1.199)
Lợi nhuận gộp	50	285	936	461	507
<i>% YOY</i>	<i>-77,6%</i>	<i>473,3%</i>	<i>228,0%</i>	<i>-50,8%</i>	<i>10,0%</i>
6. Dịch vụ khác					
Doanh thu	328	252	231	1.530	2.830
<i>% YOY</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-23,3%</i>	<i>-8,4%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,0%</i>
<i>% Tổng doanh thu</i>	<i>0,5%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,2%</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,3%</i>
Giá vốn hàng bán	(281)	(279)	(266)	(1.503)	(2.741)
Lợi nhuận gộp	47	(27)	(36)	27	89
<i>% YOY</i>	<i>-74,7%</i>	<i>-158,0%</i>	<i>31,3%</i>	<i>n.a</i>	<i>n.a</i>
Tổng doanh thu	64.135	78.992	100.724	89.155	97.664
<i>% YOY</i>	<i>23,1%</i>	<i>23,1%</i>	<i>27,5%</i>	<i>-11,5%</i>	<i>9,5%</i>
Tổng giá vốn hàng bán	(52.729)	(65.007)	(79.409)	(71.276)	(77.135)
Tổng lợi nhuận gộp	11.406	13.986	21.315	17.878	20.529
Biên lợi nhuận gộp	17,78%	17,71%	21,16%	20,05%	21,02%

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/B
- 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/B:

- P/B được lấy dựa trên trung bình của các Công ty cùng ngành trên thế giới là 2,74 lần.
- BVPS 2024F là 38.560 đ/cp. Theo đó, giá cổ phiếu GAS được xác định theo phương pháp P/B là 105.656 đ/cp.

Company	Country	P/B
Petronas Gas BHD	Malaysia	2,61
INDRAPRASTHA Gas Ltd	India	4,05
SHENZHEN Gas Ltd	China	1,56
Trung bình		2,74

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 2,76%. Phần bù rủi ro thị trường là 12,15% (theo ABS Research tháng 6/2023). Beta là 0,88 lần. Khi đó, tỷ suất lợi nhuận yêu cầu WACC được tính ra là 11,84%.
- Giá theo phương pháp FCFF cho 1 năm tới là 138.382 đ/cp.

Lãi suất phi rủi ro	2,76%
Phần bù rủi ro thị trường	12,15%
Beta	0,88
WACC	11,84%
Tăng trưởng dài hạn	1,00%

Kết quả định giá:

Phương pháp	Giá (đồng)	Tỷ trọng
- FCFF	138.382	50%
- P/B	105.656	50%
Giá trung bình (đồng/cổ phiếu)		122.019

Nguồn: ABS Research

Khuyến nghị: Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra là 122.000 đồng/cp, tương ứng tiềm năng tăng giá +21,3% so với giá hiện tại. Do đó, chúng tôi giữ quan điểm **MUA** 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 HĐKD (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
Doanh thu thuần	78.992	100.724	89.155	97.664
Giá vốn hàng bán	-65.007	-79.409	-71.276	-77.135
Lợi nhuận gộp	13.986	21.315	17.878	20.529
Doanh thu tài chính	1.187	1.568	1.958	2.245
Chi phí tài chính	-403	-671	-431	-536
Chi phí bán hàng	-2.133	-2.440	-2.160	-2.366
Chi phí QLDN	-1.479	-1.075	-1.046	-1.146
Lợi nhuận từ HĐKD	11.173	18.728	16.199	18.725
Lãi/Lỗ khác	32	78	88	98
Lợi nhuận trước thuế	11.205	18.806	16.287	18.823
Lợi nhuận sau thuế	8.852	15.066	13.030	15.059
LNST cổ đông Công ty mẹ	8.673	14.798	12.795	14.788

Báo cáo LCTT (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
LCT thuần từ HĐKD	7.595	12.792	15.152	17.051
LCT thuần từ Hoạt động đầu tư	-6.755	265	-2.578	-8.500
LCT thuần từ Hoạt động tài chính	-774	-7.809	-6.692	-6.228
LCT thuần trong kỳ	65	5.248	5.882	2.324
Tiến & tương đương tiền đầu kỳ	5.237	5.300	10.549	16.431
Tiến & tương đương tiền cuối kỳ	5.303	10.548	16.431	18.755

Chỉ số tài chính	2021	2022	2023F	2024F
Khả năng thanh toán				
Khả năng thanh toán hiện hành	3,10	4,46	7,11	7,08
Khả năng thanh toán nhanh	2,84	4,04	6,46	6,49
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,82	2,74	4,75	4,72
Khả năng thanh toán lãi vay	37,84	56,83	46,33	41,99

Cơ cấu vốn	2021	2022	2023F	2024F
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,66	0,74	0,79	0,80
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,34	0,26	0,21	0,20
Nợ vay/Vốn chủ sở hữu (D/E)	0,15	0,10	0,08	0,09

Chỉ số hiệu suất hoạt động	2021	2022	2023F	2024F
Số ngày phải thu	37,4	35,9	34,8	32,5
Số ngày phải trả	26,1	30,5	26,2	17,4
Số ngày tồn kho	13,8	16,9	21,8	20,4

Khả năng sinh lời	2021	2022	2023F	2024F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17,7%	21,2%	20,1%	21,0%
Tỷ suất lợi nhuận HĐKD	13,3%	17,7%	16,6%	17,8%
Tỷ suất LNST	11,2%	15,0%	14,6%	15,4%
ROE	17,4%	26,6%	20,1%	19,9%
ROA	12,5%	18,7%	15,4%	16,0%

Bảng cân đối kế toán (Tỷ đồng)	2021	2022	2023F	2024F
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	5.300	10.549	16.431	18.755
+ Đầu tư ngắn hạn	24.800	23.726	23.726	23.726
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	16.920	16.191	14.403	15.948
+ Hàng tồn kho	3.241	4.102	4.419	4.304
+ Tài sản ngắn hạn khác	1.133	1.082	1.079	1.005
Tài sản ngắn hạn	51.395	55.652	60.059	63.738
+ Các khoản phải thu dài hạn	188	169	149	164
+ Tài sản cố định	18.098	16.370	15.413	19.528
+ Bất động sản đầu tư	22	36	35	34
+ Tài sản dở dang dài hạn	4.871	5.978	5.978	5.978
+ Đầu tư dài hạn	400	406	406	406
+ Tài sản dài hạn khác	3.794	4.053	4.366	4.347
Tài sản dài hạn	27.373	27.011	26.346	30.455
Tổng Tài sản	78.768	82.663	86.405	94.193
+ Vay ngắn hạn	485	45	95	145
+ Nợ ngắn hạn khác	16.077	12.443	8.356	8.855
Nợ ngắn hạn	16.561	12.488	8.451	9.000
+ Vay dài hạn	7.510	6.038	5.038	6.416
+ Các khoản phải trả dài hạn khác	2.504	2.963	4.575	3.153
Nợ dài hạn	10.014	9.001	9.613	9.569
Tổng nợ phải trả	26.575	21.489	18.064	18.569
+ 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	10.487	19.241	26.175	33.187
+ Quỹ khác	22.566	22.793	23.027	23.298
Vốn chủ sở hữu	52.193	61.174	68.341	75.624
Tổng cộng nguồn vốn	78.768	82.663	86.405	94.193

Tỷ lệ tăng trưởng (%)	2021	2022	2023F	2024F
Tăng trưởng doanh thu	23,2%	27,5%	-11,5%	9,5%
Tăng trưởng LNNT	14,2%	66,3%	-13,0%	15,8%
Tăng trưởng LNST	11,0%	70,2%	-13,5%	15,6%
Tăng trưởng VCSH	5,4%	17,2%	11,7%	10,7%
Tăng trưởng Tổng tài sản	24,6%	4,9%	4,5%	9,0%

Định giá (lần)	2021	2022	2023F	2024F
P/E	21,5	13,3	15,5	13,4
P/B	3,5	3,2	2,9	2,6
EPS (VND/CP)	4.356	7.649	6.563	7.585
BVPS (VND/CP)	26.696	31.274	34.897	38.560

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