

Triển vọng vững chắc

Chuyên viên phân tích – Tiêu Phan Thanh Quang
quangtpt@kbsec.com.vn

04/08/2022

Doanh thu Quý 2/2022 tăng trưởng 21.8% YoY trong khi LNST đạt mức cao nhất lịch sử

Trong Quý 2/2022, GAS tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 27,653 tỷ VNĐ (+21.8% YoY) và 5,141 tỷ VNĐ (+123.4% YoY). Sản lượng của GAS giảm nhẹ so với cùng kỳ với tổng sản lượng khí khô đạt 2.01 tỷ m³ (-1.8% YoY) và sản lượng LPG đạt 465 nghìn tấn (-15.4% YoY).

Nâng dự phóng giá dầu nhờ vào diễn biến giá tích cực trong 1H2022 và vấn đề về cung cầu dầu thô chưa được giải quyết triệt để

KBSV dự phóng giá dầu Brent trung bình cho năm 2022 đạt 100 USD/thùng (+41% YoY). Bên cạnh đó với 2 loại hàng hoá dẫn xuất của dầu mỏ thô có tác động tới giá bán của GAS là dầu FO và LPG, chúng tôi cũng lưu ý rằng giá của dầu FO và LPG có độ tương quan chặt chẽ với giá Brent với độ tương quan 5 năm đạt 93.7% với dầu FO. Do đó, đà tăng giá của Brent sẽ tác động tích cực tới FO và LPG, dẫn tới giá bán khí trung bình cao hơn cho GAS.

Khách hàng chính của GAS là các nhà máy nhiệt điện sẽ gặp khó khăn trong 2H2022 khi vào mùa mưa nhưng triển vọng sẽ sáng hơn trong 2023

Theo các dự báo từ các tổ chức khí tượng quốc tế, hiện tượng La Nina sẽ tiếp tục duy trì tới hết năm 2022, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, dự báo cũng chỉ ra rằng kể từ năm 2023, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên trên ngưỡng 50%, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Điều này hàm ý rằng, 2023 sẽ là một năm có triển vọng tươi sáng hơn với các doanh nghiệp nhiệt điện khí sau giai đoạn La Nina 2021-2022 và chịu áp lực từ các dự án điện năng lượng tái tạo phát triển ồ ạt.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 151,100 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E, triển vọng kinh doanh cũng như xem xét các rủi ro có thể phát sinh, chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là 151,100 VNĐ/cổ phiếu với tổng mức sinh lời là 34.9% so với giá tại ngày 03/08/2022.

Mua

Giá mục tiêu	VND 151,100
Tăng/giảm (%)	34.9%
Giá hiện tại (03/08/2022)	VND 112,000
Giá mục tiêu thị trường	VND 145,000
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	214,368

Dữ liệu giao dịch

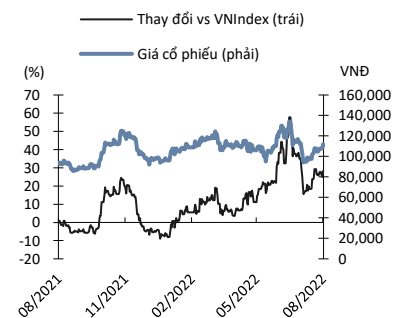
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	119.93
Sở hữu nước ngoài (%)	45.9%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
GAS	-4.2	2.1	-0.7	16.3
VNINDEX	-7.5	12.4	18.2	24.9

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	64,135	78,992	105,821	109,661
EBIT	8,694	10,374	17,615	16,470
LN sau CĐTS	7,855	8,673	14,300	13,346
EPS (VNĐ)	4,028	4,356	7,471	6,973
Thay đổi EPS (%)	-34.4	8.1	72.0	-7.0
P/E (x)	10.5	16.6	20.0	21.4
EV/EBITDA (x)	7.1	10.6	14.2	15.1
P/B (x)	1.7	2.7	4.4	3.7
ROE (%)	16.1	17.0	22.4	17.8
Tỷ suất cổ tức (%)	8.4	4.2	2.0	2.0



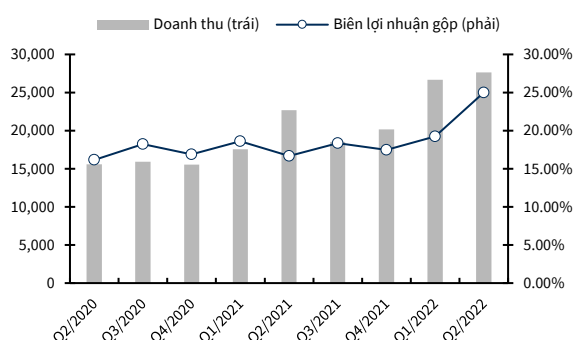
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Doanh thu Quý 2/2022 tăng trưởng 21.8% YoY trong khi LNST đạt mức cao nhất lịch sử

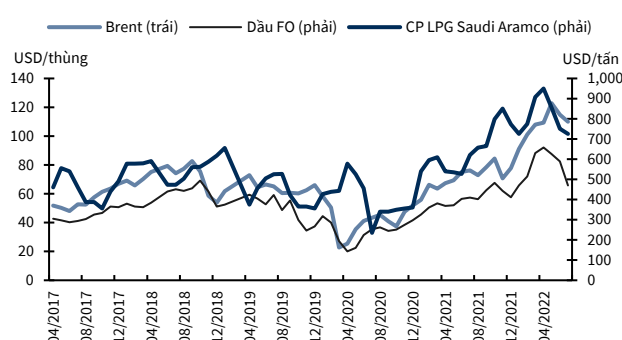
Trong Quý 2/2022, GAS tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 27,653 tỷ VNĐ (+21.8% YoY) và 5,141 tỷ VNĐ (+123.4% YoY). Sản lượng của GAS giảm nhẹ so với cùng kỳ với tổng sản lượng khí khô đạt 2.01 tỷ m³ (-1.8% YoY) và sản lượng LPG đạt 465 nghìn tấn (-15.4% YoY). Mặc dù sản lượng suy giảm so với cùng kỳ, tuy nhiên KQKD của GAS vẫn rất tích cực nhờ vào diễn biến giá dầu Brent, dầu FO cũng như giá LPG được neo ở mức cao. Trong Quý 2/2022, giá dầu Brent trung bình đạt 112 USD/thùng, cao hơn 62.0% so với mức giá trung bình 69.1 USD/thùng của Quý 2/2021. Giá LPG trung bình Quý 2/2022 cũng ghi nhận mức tăng trung bình 59.4% YoY, lên ngưỡng 851.7 USD/tấn. Biên lợi nhuận của GAS tiếp tục được nới rộng so với Quý 1/2022 khi tăng 5.75 điểm % QoQ lên ngưỡng 25%, đánh dấu mức biên lợi nhuận gộp cao nhất trong vòng 10 quý trở lại đây.

Biểu đồ 1. Kết quả kinh doanh của GAS, 2020 – 2022 (tỷ đồng)



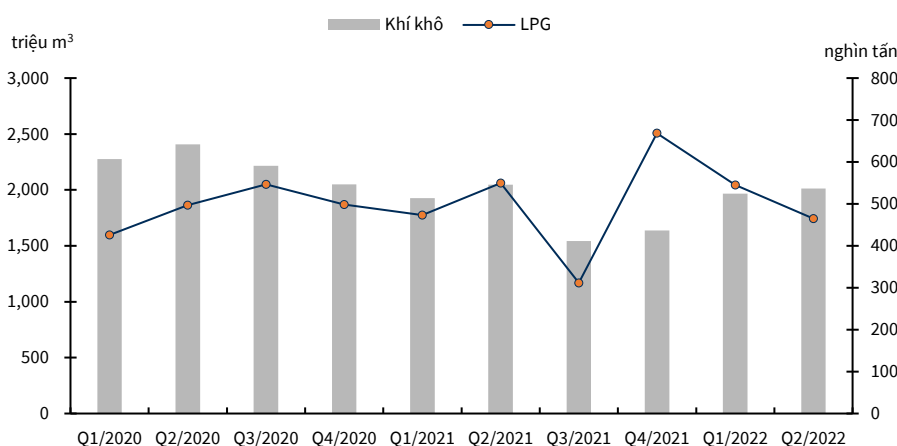
Nguồn: GAS, KBSV

Biểu đồ 2. Diễn biến giá dầu Brent, FO và CP LPG Aramco, 2017 – 2022



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Sản lượng khí khô và LPG của GAS, 2020 - 2022



Nguồn: GAS, KBSV

Bảng 1. Tổng hợp KQKD 1H2022 của GAS

Tỷ VNĐ	1H2021	1H2022	YoY %	Nhận xét
Giá dầu				Giá dầu tiếp tục duy trì ở mức cao trong 1H2022 khi căng thẳng chính trị diễn ra và vấn đề về nguồn cung thay thế dầu chưa được giải quyết triệt để
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	65.2	104.9	60.9%	
Giá dầu FO bình quân (USD/tấn)	367.9	579.7	57.6%	
Giá CP LPG Saudi Aramco (USD/tấn)	557.9	827.1	48.2%	
Sản lượng				
Sản lượng khí khô (triệu m ³)	3,972.5	3,977.8	0.1%	
Khách hàng điện	3,018.4	2,873.7	-4.8%	Sản lượng Quý 2/2022 sụt giảm 9.4% YoY do mùa mưa đến sớm, dẫn tới việc tăng huy động từ thủy điện trong tháng 5 và tháng 6/2022
Khách hàng đạm	449.3	556.3	23.8%	
Khách hàng hộ CN	504.8	547.7	8.5%	
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	1,022.9	1,010.3	-1.2%	
Doanh thu	40,272	54,343	34.9%	Doanh thu tăng mạnh nhờ mặt hàng cơ sở để tính giá khí như Brent, dầu FO và LPG có mức tăng mạnh so với cùng kỳ
Lợi nhuận gộp	7,052	12,049	70.9%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.51%	22.17%		Nhờ vào tỷ trọng đóng góp của mảng có biên lợi nhuận gộp cao hơn là kinh doanh và vận chuyển khí
Chi phí SG&A	(1,816)	(1,669)		
% SG&A / doanh thu	-4.51%	-3.07%		
LN từ HĐKD	5,236	10,380		
Thu nhập tài chính	467	641		
Chi phí tài chính	(169)	(305)	80.5%	Chi phí tài chính tăng chủ yếu tới từ chi phí lãi vay tăng do GAS tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án lớn như đường ống Nam Côn Sơn 2, LNG Thị Vải.
Thu nhập khác (ròng)	34	56		
LN trước thuế	5,567	10,772	93.5%	
LN sau thuế	4,358	8,637	98.2%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	10.82%	15.89%		

Nguồn: KBSV, GAS

Nâng dự phóng giá dầu nhờ vào diễn biến giá tích cực trong 1H2022 và vấn đề về cung cầu dầu thô chưa được giải quyết triệt để

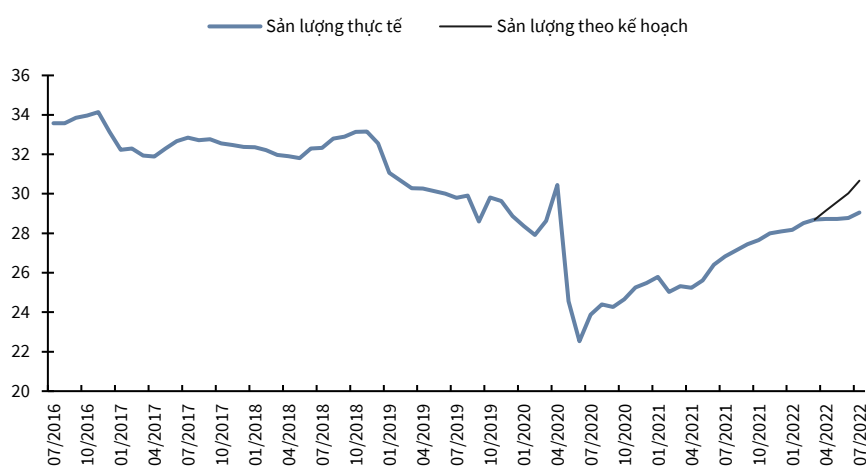
Trong 1H2022, giá dầu Brent trung bình tăng 60.9% YOY lên ngưỡng 105 USD/thùng, cao hơn kỳ vọng của chúng do: **(1)** xung đột Nga – Ukraine kéo dài dẫn tới sự suy giảm về nguồn cung dầu toàn cầu, **(2)** cam kết tăng sản lượng của OPEC+ không được thực hiện đúng như kỳ vọng, và **(3)** nhu cầu về dầu thô lớn hơn khi các nước đã dần mở cửa nền kinh tế trở lại.

Với nguồn cung dầu ra thị trường chiếm tới khoảng trên 40% của toàn thị trường, mọi quyết định của OPEC+ đều đáng chú ý, đặc biệt trong lúc Nga - nước có sản lượng dầu thô chiếm khoảng 10% thị trường nhận các lệnh trừng phạt từ các nước phương Tây và Mỹ. Trong các cuộc họp hàng tháng vào Quý 4/2021 và Quý 1/2022, OPEC + đã quyết định duy trì kế hoạch tăng sản lượng

400,000 thùng/ngày cho đến tháng 4/2022 (với tùy chọn gia hạn đến tháng 12 năm 2022). Vào ngày 31 tháng 3 năm 2022, OPEC+ đã lên kế hoạch tăng sản lượng lên 432,000 thùng/ngày vào tháng 5/2022. Cuối cùng, OPEC + đã quyết định cuộc họp tháng 6/2022 để nâng mức tăng sản lượng lên 648,000 thùng/ngày vào tháng 7 - 8/2022. Đây là tín hiệu cho thấy OPEC+ sẽ hoàn toàn khôi phục sản xuất dầu về thời điểm trước đại dịch vào tháng 8/2022. Tuy nhiên, sản lượng thực tế của OPEC + trong tháng 5 và tháng 6 năm 2022 đã không đạt được các mục tiêu về tăng sản lượng khi trong thực tế, một số thành viên của OPEC+ như Nigeria và Libya đang gặp khó khăn về việc duy trì sản lượng hàng tháng do các bất ổn trong nước cũng như năng lực hạn chế về sản xuất, vận chuyển và lưu trữ dầu. Do đó, theo chúng tôi, OPEC+ sẽ cần mất một khoảng thời gian để có thể bù đắp dần sản lượng thiếu hụt từ Nga do căng thẳng chính trị trong thời gian gần đây. Điều này sẽ tiếp tục là động lực neo giá dầu Brent ở mức cao hơn trong 2H2022 và 2023.

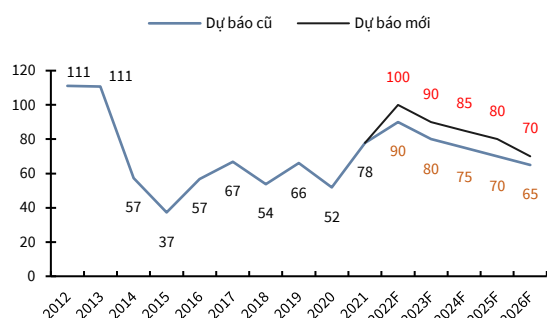
Theo quan sát của chúng tôi, các tổ chức dự báo lớn vẫn đồng thuận rằng thị trường dầu sẽ tiếp tục thắt chặt với các nguyên nhân: **(1)** Nhu cầu dầu năm 2023 có khả năng vượt mức trước Covid-19 trong bối cảnh nguồn cung dầu thay thế cho Nga chưa được giải quyết, **(2)** Các biện pháp trừng phạt nặng hơn từ các nước Châu Âu có thể giảm lượng dầu xuất khẩu của Nga trên toàn cầu và 3) Khả năng tăng công suất của OPEC+ đang được bỏ ngỏ khi sản lượng tháng 5 và tháng 6/2022 không đạt được như kì vọng. Do đó, KBSV nâng mức dự báo trung bình của mình dầu Brent cho năm 2022 và 2023 lên lần lượt 100 USD/thùng và 90 USD/thùng như tại biểu đồ 4 dưới đây. Bên cạnh đó, với diễn biến và dự phóng giá dầu Brent tiếp tục neo cao trong giai đoạn tới, chúng tôi cũng cho rằng dầu FO – tham chiếu cho giá bán khí tại Việt Nam sẽ có tương quan cùng chiều với Brent khi độ tương quan giữa 2 sản phẩm này trong 5 năm qua đạt trên 90%, ngụ ý tới giá bán trung bình cao hơn cho GAS trong giai đoạn tới.

Biểu đồ 4. Sản lượng sản xuất thực tế và theo kế hoạch của OPEC, 2016 – 2022 (triệu thùng/ngày)



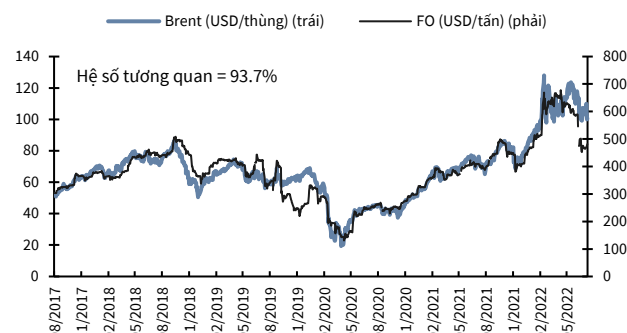
Nguồn: GAS, KBSV

Biểu đồ 5. Dự báo giá dầu Brent của KBSV, 2017-2026 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 6. Brent và dầu FO có độ tương quan chặt chẽ, 2017-2022

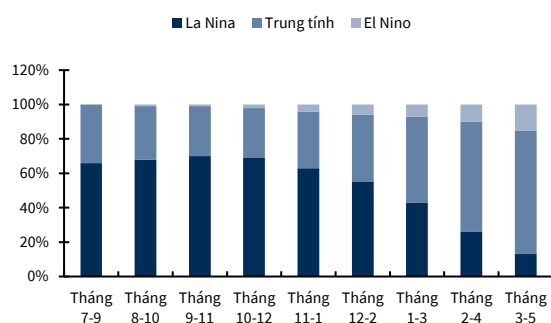


Nguồn: Bloomberg, KBSV

Khách hàng chính của GAS là các nhà máy nhiệt điện sẽ gặp khó khăn trong 2H2022 khi vào mùa mưa nhưng triển vọng sẽ sáng hơn trong 2023

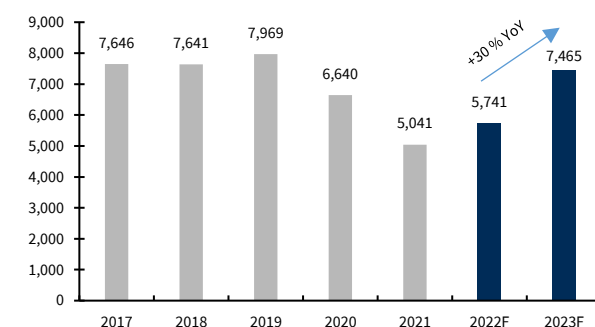
Với đặc thù về thủy văn và huy động của EVN hàng năm, chúng tôi nhận thấy rằng nửa cuối năm hàng năm sẽ là thời điểm thấp điểm cho điện khí khi đây là lúc vào mùa mưa và EVN sẽ tăng cường huy động điện từ các nhà máy thủy điện để có thể giảm thiểu chi phí huy động trên toàn hệ thống so với các nguồn điện có chi phí đắt đỏ hơn như nhiệt điện khí. Ngoài ra, theo các dự báo từ các tổ chức khí tượng quốc tế, hiện tượng La Nina sẽ tiếp tục duy trì tới hết năm 2022, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, dự báo cũng chỉ ra rằng kể từ năm 2023, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên trên ngưỡng 50%, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Điều này hàm ý rằng, 2023 sẽ là một năm có triển vọng tươi sáng hơn với các doanh nghiệp nhiệt điện khí sau giai đoạn La Nina 2021-2022 và chịu áp lực từ các dự án điện năng lượng tái tạo phát triển ồ ạt. Cho năm 2022 và 2023, chúng tôi dự phóng sản lượng khí khô cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện khí sẽ đạt lần lượt 5.7 tỷ m³ (+14% YoY) và 7.5 tỷ m³ (+30% YoY) nhờ vào diễn biến tích cực nêu trên.

Biểu đồ 7. Thời tiết sẽ có khả năng bước vào pha trung tính trong năm 2023



Nguồn: IRI, KBSV

Biểu đồ 8. Sản lượng khí cung cấp cho khách hàng điện, 2017-2023 (triệu m³)



Nguồn: GAS, KBSV

LNG là động lực tăng trưởng dài hạn

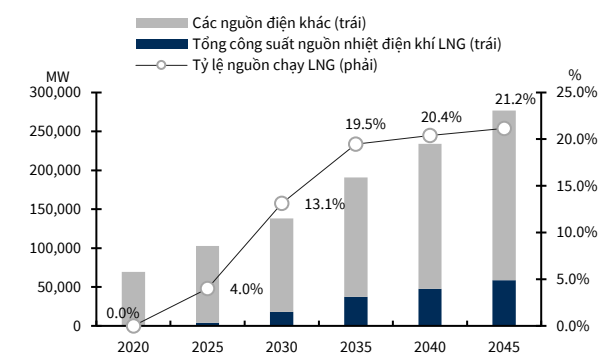
Với việc nguồn cung dầu và khí thu hẹp qua từng năm trong khi nhu cầu điện để phát triển kinh tế lớn, Chính phủ đã chỉ đạo thực hiện Quy hoạch điện VIII với mục tiêu đảm bảo đủ nguồn điện để phát triển và một nguồn phát mới trọng tâm được phát triển trong tương lai là nhiệt điện khí chạy LNG. Chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu thụ LNG sẽ tích cực và GAS với vị thế là nhà nhập khẩu LNG lớn nhất trong tương lai sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ việc này, góp phần

đem lại động lực tăng trưởng cho GAS trong trung và dài hạn. GAS hiện đang là nhà đầu tư tiên phong khi sở hữu 9/14 kho LNG sẽ được xây dựng và khai thác trong giai đoạn tới.

Chúng tôi kì vọng rằng dự án LNG đầu tiên của GAS – kho LNG Thị Vải sẽ hoàn thành đúng tiến độ và sẽ bắt đầu khai thác trong cuối năm 2022. Công suất giai đoạn 1 của kho LNG Thị Vải là 1 triệu tấn/năm, sau đó có thể mở rộng lên 3 triệu tấn/năm trong năm 2023.

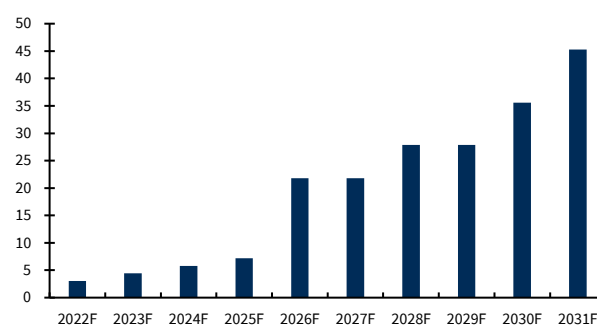
Bên cạnh đó, GAS cũng đã thực hiện ký kết thỏa thuận liên doanh thành lập công ty TNHH Kho cảng LNG Sơn Mỹ với AES. Công suất kho cảng giai đoạn 1 là 3.6 triệu tấn/năm và sẽ nâng công suất lên tới 10 triệu tấn/năm vào năm 2030. Kho cảng sẽ tiếp nhận, xử lý và cung cấp khí LNG tái hóa làm nhiên liệu cho 2 nhà máy điện Sơn Mỹ 1 và Sơn Mỹ 2, dự kiến được đưa vào hoạt động từ cuối năm 2025.

Biểu đồ 7. Tỷ trọng nguồn nhiệt điện khí chạy LNG tăng đáng kể trong Quy hoạch điện VIII



Nguồn: Quy hoạch điện VIII, KBSV

Biểu đồ 8. Dự phóng sản lượng nhập khẩu LNG qua các cảng (triệu tấn/năm)



Nguồn: PV GAS, Quy hoạch điện VIII, KBSV

Bảng 2. Các cảng LNG dự kiến trong giai đoạn 2022 – 2035 (triệu tấn)

Công trình	Thời điểm vận hành	Công suất (MMTPA)	Chủ đầu tư
Kho LNG Thị Vải	2022	1 (GĐ1)	PV GAS
	2023 (GĐ2)	2 (GĐ2)	
	2022 - 2025 (GĐ1)	1 (GĐ1)	
Kho LNG Hòn Khoai (Cà Mau)	Sau 2025 (GĐ2)	2 (GĐ2)	PV GAS
	2023 - 2025 (GĐ1)	3.6 (GĐ1)	
	2027 - 2030 (GĐ2)	2.4 (GĐ2)	
Kho LNG Sơn Mỹ (Bình Thuận)	2031 - 2035 (GĐ3)	4 (GĐ3)	PV GAS
Kho LNG Hà Tĩnh	2031 - 2035	2 - 3	
Kho LNG nổi (FSRU) Nam Du (Kiên Giang)	2028 - 2029	1 - 3	
Kho LNG Long Sơn (Vũng Tàu)	2031 - 2035	3 - 6	ExxonMobil
Kho LNG nổi (FSRU) Hòn Mê (Thanh Hoá)	2022 - 2025	1	
Kho LNG Lạch Huyện (Hải Phòng)	2030 - 2035	3 - 4	
Kho LNG Nam Vân Phong (Khánh Hòa)	2030 - 2035	2 - 3	Petrolimex
Kho LNG Hải Lĩnh (Vũng Tàu)	2022 - 2025	1.2	
			Công ty TNHH Hải Lĩnh

Nguồn: PV GAS, Quy hoạch điện VIII, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Năm 2022: doanh thu và lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 34.0% YoY và 64.8% YoY

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GAS sẽ lần lượt đạt 105,821 tỷ VNĐ (+ 34% YoY) và 14,584 tỷ VNĐ (+ 65% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu Brent ở mức trung bình 90 USD/thùng.
- Sản lượng khí khô phục hồi so với 2021, đạt 8,085 triệu m³ (+13.0% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp đạt 21.0% nhờ đóng góp nhiều hơn từ mảng vận chuyển và kinh doanh khí khô.
- Chi phí lãi vay là 677 tỷ VNĐ (+68% YoY) do GAS tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án lớn trong tương lai.

Bảng 3. Dự phóng KQKD 2022 của GAS

Tỷ VNĐ	2021	2022	YoY %	Nhận xét
Giá dầu				
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	71	100	40.8%	
Giá dầu FO bình quân (USD/tấn)	398.7	561.4	40.8%	
Giá CP LPG Saudi Aramco (USD/tấn)	639.0	769.36	20.4%	
Sản lượng				
Sản lượng khí khô (triệu m3)	7,153.0	8,085.8	13.0%	
Khách hàng điện	5,041.0	5,740.9	13.9%	Sản lượng cho khách hàng điện hồi phục so với cùng kỳ do khó khăn về nguồn cung than cho các nhà máy nhiệt điện và năm 2021 là năm thấp điểm do thủy điện được ưu tiên huy động
Khách hàng đạm	1,102.0	1,212.9	10.1%	
Khách hàng hộ CN	1,010.0	1,132.0	12.1%	
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	2,003	2,003	0.0%	
Doanh thu	78,992	105,821	34.0%	Doanh thu tăng mạnh nhờ giá dầu Brent (cơ sở tính giá bán khí) có mức tăng mạnh so với cùng kỳ và sản lượng phục hồi từ mức nền thấp của 2021
Lợi nhuận gộp	13,986	22,227	58.9%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.71%	21.00%		Nhờ vào tỷ trọng đóng góp của mảng có biên lợi nhuận gộp cao hơn là kinh doanh và vận chuyển khí
Chi phí SG&A	(3,612)	(4,612)		
% SG&A / doanh thu	-4.57%	-4.36%		
LN từ HĐKD	10,374	17,615		
Thu nhập tài chính	1,187	1,271		
Chi phí tài chính	(403)	(677)	68.0%	Chi phí tài chính tăng chủ yếu từ chi phí lãi vay tăng do GAS tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án lớn như đường ống Nam Côn Sơn 2, LNG Thị Vải.
Thu nhập khác (ròng)	49	39		
LN trước thuế	11,205	18,230	62.7%	
LN sau thuế	8,852	14,584	64.8%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	11.21%	13.78%		

Nguồn: GAS, KBSV

Định giá

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và P/E với tỷ lệ 50% cho mỗi phương pháp để đưa ra khuyến nghị MUA cho GAS với mức giá mục tiêu là 151,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 34.9% so với giá đóng cửa 112,000 VNĐ/cổ phiếu ngày 19/05/2022.

Biểu đồ 9. Mô hình DCF của GAS

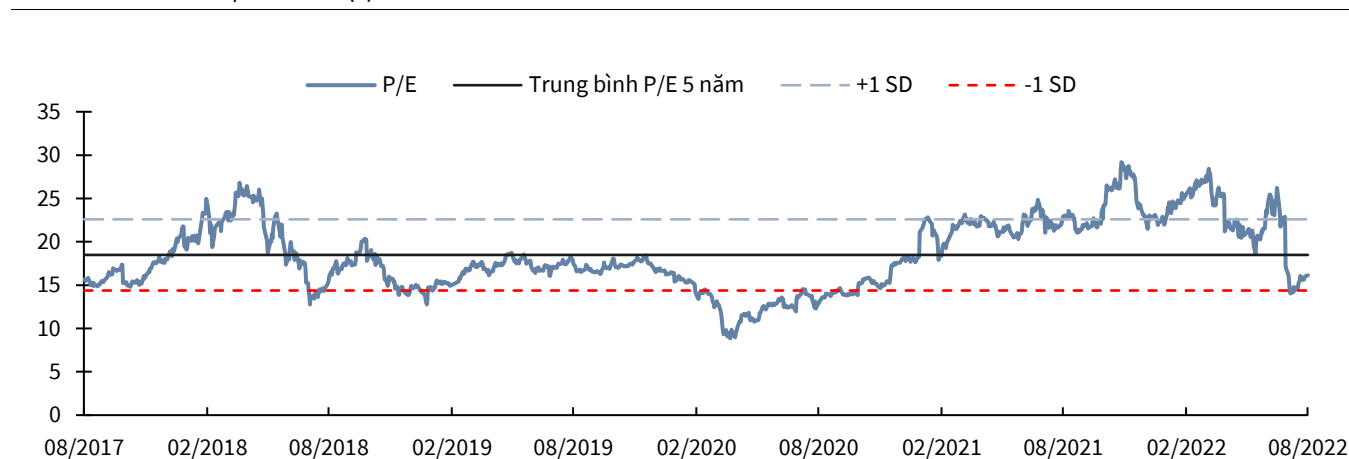
K_E	11.23%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)	230,457
Lãi suất phi rủi ro	3.43%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2022-2026 (PV)	34,549
Phần bù rủi ro	7.8%	Tổng giá trị hiện tại	265,006
Beta	1.00	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	36,672
Lãi suất bình quân	7.0%	Trừ: Nợ gộp	-8,227
Thuế suất	20.0%	Trừ: Lợi ích ĐĐT	-1,193
Chi phí vốn bình quân	9.0%	Giá trị VCSH	292,258
Tăng trưởng dài hạn	3.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1,914.0
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	152,695

Nguồn: KBSV

Định giá P/E

Chúng tôi hạ mức P/E mục tiêu năm 2022 của GAS xuống mức 20 lần, thấp hơn trong báo cáo trước do Lô B – mỏ khí lớn nhất ngành dầu khí Việt Nam đang chưa đạt được tiến độ như kì vọng và trong đó GAS dự kiến đóng góp 51% cổ phần vào đường ống vận chuyển khí lô B. Tuy nhiên, mức P/E này vẫn cao hơn mức P/E trung bình 5 năm của GAS, thể hiện kì vọng của chúng tôi về triển vọng phục hồi trong những năm sắp tới của GAS và vị thế nhà phân phối tiên phong trong lĩnh vực LNG là động lực cho tăng trưởng trong dài hạn.

Biểu đồ 9. Diễn biến P/E của GAS (x)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 4. Tổng hợp định giá GAS

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá dự phóng theo tỷ trọng
FCFF	152,695	50%	76,348
P/E (20x)	149,420	50%	74,710
Giá mục tiêu (làm tròn)			151,100
Giá hiện tại (03/08/2022)			112,000
Upside			34.9%

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

GAS – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng, 2020A – 2023F

Báo cáo Kết quả HKKD				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	64,135	78,992	105,821	109,661
Giá vốn hàng bán	-52,729	-65,007	-83,594	-88,411
Lãi gộp	11,406	13,986	22,227	21,250
Thu nhập tài chính	1,451	1,187	1,271	1,335
Chi phí tài chính	-169	-403	-677	-812
Trong đó: Chi phí lãi vay	-101	-304	-677	-812
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-1	-11	-11	-11
Chi phí bán hàng	-1,943	-2,133	-3,378	-3,501
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-769	-1,479	-1,234	-1,279
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	9,975	11,147	18,198	16,982
Thu nhập khác	50	83	83	83
Chi phí khác	37	51	51	51
Thu nhập khác, ròng	13	32	32	32
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	9,988	11,179	18,230	17,014
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,006	-2,353	-3,646	-3,403
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	7,972	8,852	14,584	13,611
Lợi ích của cổ đông thiểu số	117	179	284	265
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	7,855	8,673	14,300	13,346

Chỉ số hoạt động	2020	2021	2022F	2023F
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.8%	17.7%	21.0%	19.4%
Tỷ suất EBITDA	17.5%	17.0%	19.5%	17.9%
Tỷ suất EBIT	13.6%	13.1%	16.7%	15.0%
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15.6%	14.2%	17.2%	15.5%
Tỷ suất lãi hoạt động KD	15.6%	14.1%	17.2%	15.5%
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.4%	11.2%	13.8%	12.4%

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Lãi trước thuế	9,978	11,205	18,230	17,014
Khấu hao TSCĐ	2,554	3,073	2,985	3,135
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-498	-498	-498	-498
Chi phí lãi vay	101	304	677	812
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	12,270	14,084	21,394	20,463
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-961	-7,153	-1,345	-1,564
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-84	-1,612	-309	-277
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-192	7,801	617	1,765
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-168	-2,740	-168	-168
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-3,521	-2,771	-4,695	-4,257
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	7,330	7,595	15,494	15,962
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-4,174	-4,747	-10,053	-10,966
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	27	181	0	0
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-29,154	-41,511	-41,511	-41,511
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	31,866	38,324	38,324	38,324
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,534	998	998	998
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	99	-6,755	-12,229	-13,142
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,202	6,247	4,697	2,530
Tiền trả các khoản đi vay	-2,020	-1,156	0	0
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0
Cổ tức đã trả	-6,850	-5,865	-5,742	-5,742
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-6,668	-774	-1,045	-3,212
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	761	66	2,220	-392
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4,476	5,237	5,301	7,521
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,237	5,301	7,521	7,129

Nguồn: GAS, KBSV

Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	63,208	78,768	98,284	114,326
TÀI SẢN NGẮN HẠN	39,472	51,395	74,014	90,946
Tiền và tương đương tiền	5,237	5,300	7,521	7,129
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	21,613	24,800	26,040	27,342
Các khoản phải thu	10,239	16,920	18,265	19,829
Hàng tồn kho, ròng	1,663	3,241	3,550	3,827
TÀI SẢN DÀI HẠN	23,736	27,373	24,270	23,380
Phải thu dài hạn	162	188	188	188
Tài sản cố định	19,774	18,098	14,995	14,105
Tài sản dở dang dài hạn	2,303	4,871	4,871	4,871
Đầu tư dài hạn	22	22	22	22
Lợi thế thương mại	22	1	0	0
NỢ PHẢI TRẢ	13,709	26,575	33,271	37,770
Nợ ngắn hạn	9,749	16,561	19,597	21,558
Phải trả người bán	2,677	6,631	7,248	9,013
Người mua trả tiền trước	228	105	177	193
Vay ngắn hạn	1,017	485	1,522	1,514
Nợ dài hạn	3,960	10,014	13,674	16,212
Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Doanh thu chưa thực hiện	25	24	24	24
Vay dài hạn	1,964	7,510	11,170	13,708
VỐN CHỦ SỞ HỮU	49,500	52,193	65,013	76,556
Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Lãi chưa phân phối	10,029	10,487	22,983	34,262
Vốn Ngân sách nhà nước và quỹ khác	19,307	21,468	21,508	21,507
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,064	1,098	1,382	1,647

Chỉ số chính				
(x, %, VNĐ)				
Chỉ số định giá				
P/E	10.5	16.6	20.0	21.4
P/E pha loãng	10.5	16.6	20.0	21.4
P/B	1.7	2.7	4.4	3.7
P/S	1.3	1.8	2.7	2.6
P/Tangible Book	1.7	2.7	4.4	3.7
P/Cash Flow	11.1	18.3	18.5	17.9
Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.1	10.6	14.2	15.1
Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.2	13.8	16.6	18.0

Hiệu quả quản lý				
ROE%	16.1%	17.0%	22.4%	17.8%
ROA%	12.6%	11.2%	14.8%	11.9%
ROIC%	17.7%	18.1%	24.2%	18.9%
Cấu trúc tài chính				
Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.8	1.8	1.7	1.6
Tỷ suất thanh toán nhanh	3.8	2.8	2.6	2.5
Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.1	3.1	3.8	4.2
Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.1	0.2	0.2
Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.1	0.1	0.1
Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.3	0.3	0.3
Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.5	0.5	0.5
Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.2	0.3	0.3	0.3
Chỉ số hoạt động				
Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.2	5.8	6.0	5.8
Hệ số quay vòng HTK	32.6	26.5	23.6	23.1
Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	27.9	17.0	15.3	13.5

KHOÍ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình
Giám đốc Khối Phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp

Dương Đức Hiếu
Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp
hieudd@kbsec.com.vn

Nguyễn Anh Tùng
Chuyên viên cao cấp – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Hoàng Bảo Nga
Chuyên viên cao cấp – Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng
ngaphb@kbsec.com.vn

Tiêu Phan Thanh Quang
Chuyên viên phân tích – Dầu khí & Tiện ích
quangtpt@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy
Chuyên viên phân tích – Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán
huynd1@kbsec.com.vn

Khối Phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh
Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược Đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Lê Hạnh Quyền
Chuyên viên phân tích – Vĩ mô & Ngân hàng
quyenlh@kbsec.com.vn

Thái Hữu Công
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Hóa chất
congth@kbsec.com.vn

Trần Thị Phương Anh
Chuyên viên phân tích – Chiến lược, Thủy sản & Dệt may
anhhttp@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ
Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương
Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng M, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.