

30/11/2022

Doanh thu và LNST Quý 3/2022 đều tăng trưởng tích cực

Trong Quý 3/2022, GAS tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 24,329 tỷ VNĐ (+31.2% YoY) và 3,029 tỷ VNĐ (+25.4% YoY). Sản lượng khí ẩm của GAS phục hồi so với cùng kỳ 2021, đạt 1.8 tỷ m³ (+13.6% YoY) và sản lượng LPG đạt 547 nghìn tấn (+75.5% YoY).

Nhu cầu khí khô từ các khách hàng nhà máy điện kỳ vọng phục hồi tích cực trong năm 2023

Theo các tổ chức khí tượng quốc tế, xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên ngưỡng 50% từ giai đoạn tháng 2-4, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Sản lượng điện ở các thủy điện giảm đi, nhiệt điện than gặp khó thì điện khí sẽ được ưu tiên huy động. Khách hàng nhà máy điện khí vốn là khách hàng chính của GAS nên nhu cầu khí khô trong năm 2023 kỳ vọng sẽ phục hồi. Chúng tôi dự phóng sản lượng khí khô năm 2023 đạt 8,920 triệu m³ (+16.1% YoY).

GAS có động lực tăng trưởng dài hạn từ tiêu thụ khí LNG và dự án Lô B – Ô Môn

Nhiệt điện khí LNG sẽ được ưu tiên phát triển trong tương lai. GAS sẽ được hưởng lợi từ xu hướng này khi 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. Dự án LNG đầu tiên của GAS – kho LNG Thị Vải sẵn sàng chạy thử trong cuối năm 2022 và chính thức đi vào hoạt động trong năm 2023. 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 giai đoạn 2024-2025. Bên cạnh đó, dự án Lô B – Ô Môn mà GAS là nhà đầu tư chính, kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng trong dài hạn.

Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 134,000 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCF 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 134,000 VNĐ/cổ phiếu với tổng mức sinh lời là 21.6% so với giá tại ngày 30/11/2022.

Mua

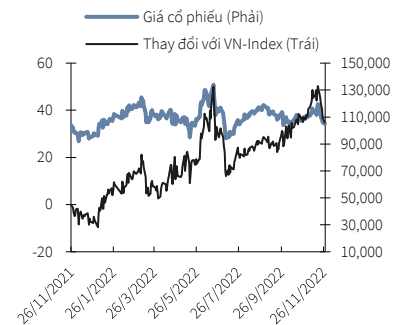
Giá mục tiêu	VND 134,000
Tăng/giảm (%)	21.6%
Giá hiện tại (30/11/2022)	VND 112,000
Giá mục tiêu thị trường	VND 132,753
Vốn hóa (nghìn tỷ VNĐ)	200.852

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	5%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ)	450.68
Sở hữu nước ngoài (%)	3%
Cổ đông lớn	PetroVietnam (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
GAS	-2	-12	-16	3
VNINDEX	-1	11	8	36

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2020A	2021A	2022F	2023F
Doanh thu (tỷ VNĐ)	64,135	78,992	101,027	106,124
EBIT	8,694	10,374	17,530	17,090
LN sau CĐTS	7,855	8,673	14,428	13,898
EPS (VNĐ)	4,028	4,356	7,538	7,261
Thay đổi EPS (%)	-34.4	8.1	73.0	-4.0
P/E (x)	10.5	16.6	20.0	20.8
EV/EBITDA (x)	7.1	10.6	14.3	14.7
P/B (x)	1.7	2.7	4.4	3.7
ROE (%)	16.1	17.0	22.6	18.3
Tỷ suất cổ tức (%)	8.4	4.2	2.0	2.0



Nguồn: Bloomberg, KBSV

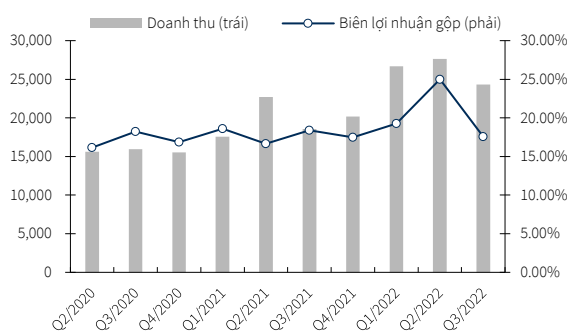
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Doanh thu tăng trưởng đạt 24,329 tỷ VNĐ (+31.2% YoY) nhờ sản lượng tiêu thụ tích cực

Trong Quý 3/2022, GAS tiếp tục ghi nhận kết quả kinh doanh tăng trưởng tốt với Doanh thu và Lợi nhuận sau thuế đạt lần lượt 24,329 tỷ VNĐ (+31.2% YoY) và 3,089 tỷ VNĐ (+25.4% YoY). Tín hiệu tăng trưởng tích đến từ sản lượng khí tổng sản lượng khí khô đạt 1.7 tỷ m³ (+14% YoY) và sản lượng LPG đạt 547 nghìn tấn (+75.5% YoY).

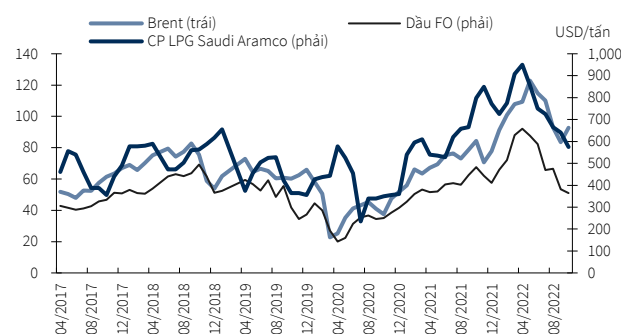
Kết quả kinh doanh của GAS vẫn tích cực nhờ vào sản lượng. Tuy nhiên, biên lợi nhuận của GAS sau khi ghi nhận đỉnh kỷ lục 10 năm vào Quý 2/2022 đã giảm về mức 18.07%. Nguyên nhân đến từ việc diễn biến giá dầu Brent, dầu FO cũng như giá LPG dù vẫn ở mức cao nhưng đã hạ nhiệt so với thời điểm Quý trước đó. Trong Quý 3/2022, giá dầu Brent trung bình đạt 100 USD/thùng, thấp hơn trong Quý 2 (113 USD/thùng) nhưng vẫn cao hơn 32.0% so với mức giá trung bình 76 USD/thùng của Quý 3/2021. Giá LPG trung bình Quý 3/2022 cũng ghi nhận sự hạ nhiệt so với Quý 2 xuống mức 695 USD/tấn.

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



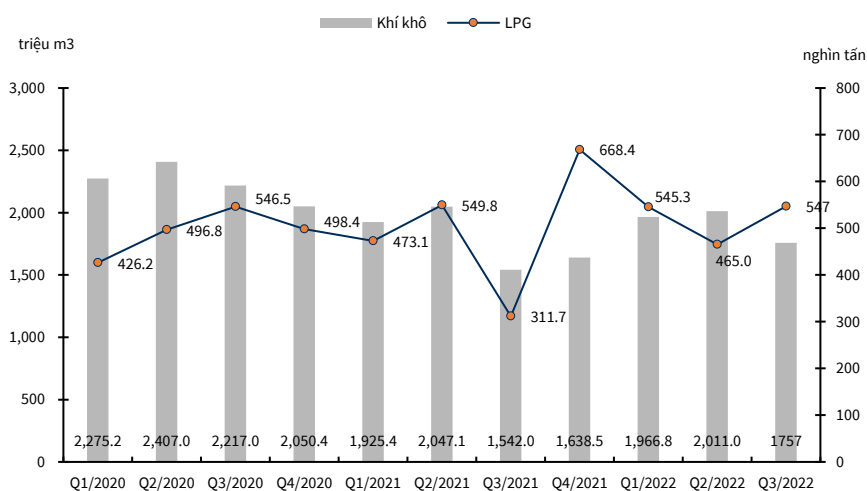
Nguồn: GAS, KBSV

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 9M2022 của GAS

Tỷ VNĐ	9M2021	9M2022	YoY %	Nhận xét
Giá dầu				Giá dầu tuy đã hạ nhiệt nhưng vẫn duy trì ở mức cao trong 9M2022 khi căng thẳng chính trị diễn ra và vấn đề về nguồn cung thay thế dầu chưa được giải quyết
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	70	104	49%	
Giá dầu FO bình quân (USD/tấn)	385	535	39%	
Giá CP LPG Saudi Aramco (USD/tấn)	588	777	32%	
Sản lượng				
Sản lượng khí khô (triệu m ³)	5514.5	5735.2	4%	Sản lượng khí khô phục hồi so với mức thấp của Quý 3/2021
Khách hàng điện	3601.5	4104.8	14%	Tuy sản lượng cho khách hàng điện tăng so với mức nền thấp 2021 nhưng huy động điện khí vẫn bị hạn chế do huy động từ thủy điện vẫn ở mức cao trong Quý 3/2022
Khách hàng đạm	646.7	831	28%	
Khách hàng hộ CN	642.2	799.3	24%	
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	1334.6	1557.3	17%	
Doanh thu	58,815	78,672	33.8%	Doanh thu tăng nhờ mặt hàng cơ sở để tính giá khí như Brent, dầu FO và LPG vẫn ở mức cao so với cùng kỳ và sản lượng khí khô tăng
Lợi nhuận gộp	10,459	16,446	57.2%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.78%	20.90%		
Chi phí SG&A	(2,444)	(2,483)		
% SG&A / doanh thu	-4.2%	-3.2%		
LN từ HĐKD	8,015	13,963		
Thu nhập tài chính	883	1,079		
Chi phí tài chính	289	488	68.86%	Chi phí tài chính tăng do khoản lỗ tỷ giá cao hơn 3.5 lần so với cùng kỳ.
Thu nhập khác (ròng)	34	56		
LN trước thuế	8,644	14,612	69%	
LN sau thuế	6,822	11,726	72%	

Nguồn: KBSV, GAS

Giá dầu kỳ vọng tiếp tục neo cao khi vấn đề nguồn cung chưa được giải quyết

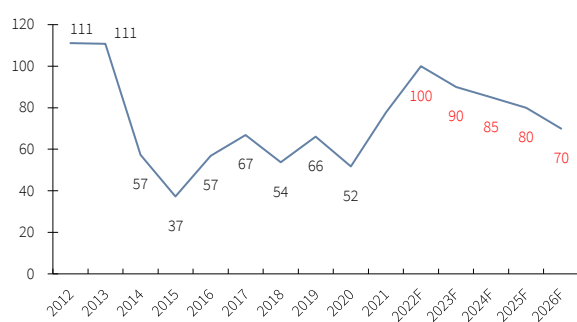
Trong Quý 3/2022, giá dầu Brent mặc dù đã giảm so với quý trước nhưng vẫn đang ở mức trung bình 95 USD/thùng (+36% YoY). Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục neo cao trong thời gian tới do **(1)** xung đột Nga – Ukraine tiếp tục kéo dài đe dọa nguồn cung toàn cầu, **(2)** Ả Rập Xê-út (nhà sản xuất chính của OPEC+) bác bỏ tin đồn sẽ tăng sản lượng và kiên trì với chính sách cắt giảm cho đến năm 2023, khả năng tăng công suất của OPEC+ là không chắc chắn **(3)** Dự trữ dầu của Mỹ xuống mức thấp, khi giá dầu giảm Mỹ có khả năng sẽ mua vào để tăng lượng hàng trong kho dự trữ chiến lược.

Theo quan sát của chúng tôi, các tổ chức dự báo lớn đều cho thấy quan điểm

thị trường dầu tiếp tục bị thắt chặt. 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, thậm chí cung xuất khẩu dầu thế giới có thể giảm do lệnh trừng phạt của Châu Âu và Mỹ. Tuy nhiên, dấu hiệu mở cửa của Trung Quốc chưa rõ ràng cùng những động thái kiềm chế từ Mỹ và đồng minh là yếu tố có thể khiến giá dầu hạ nhiệt phần nào trong năm 2023. Do đó, chúng tôi đề mức dự báo trung bình của mình dầu Brent cho năm 2023 giảm nhẹ xuống mức 90 USD/thùng như tại biểu đồ 5 dưới đây.

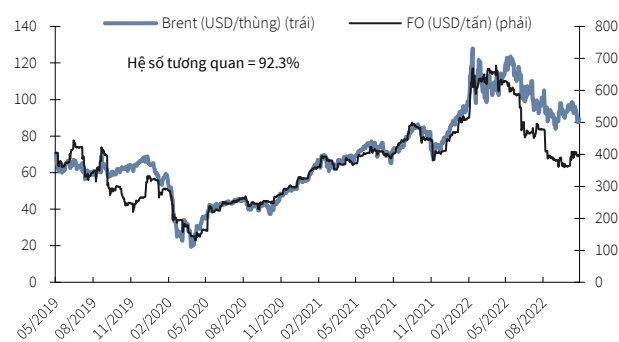
Bên cạnh đó, với diễn biến và dự phóng giá dầu Brent như trên, giá bán ra của GAS sẽ vẫn duy trì ở mức cao nhưng giảm nhẹ vào 2023. Tương ứng, giá LPG dự phóng đưa ra cho năm 2022 khoảng 747 USD/tấn (+16.9% YoY) và giảm xuống 726.82 USD/tấn (-2.7% YoY) vào năm 2023.

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 có triển vọng sẽ sáng hơn trong 2023

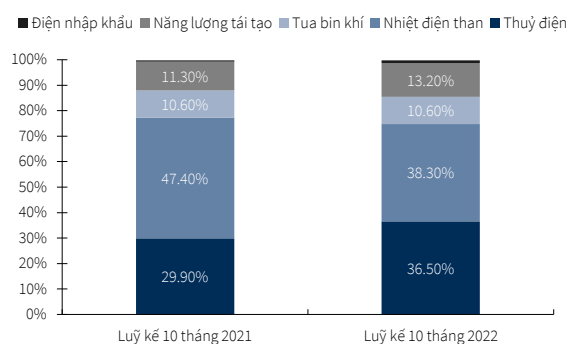
Cơ cấu nguồn huy động điện của EVN cho thấy sự suy giảm của nhiệt điện than khi tỷ lệ này giảm từ 47.4% trong năm ngoái xuống 38.8% trong 10 tháng 2022. Với đặc thù về thủy văn và huy động của EVN hàng năm, EVN sẽ tăng cường huy động điện từ các nhà máy thủy điện để có thể giảm thiểu chi phí huy động trên toàn hệ thống so với các nguồn điện có chi phí đắt đỏ hơn như nhiệt điện. Với lượng nước về khu vực miền Trung và miền Nam tốt nên tổng sản lượng thủy điện huy động 10 tháng cao hơn kế hoạch đạt 82.42 tỷ kWh, chiếm 36.5%.

Theo dự báo từ các tổ chức khí tượng quốc tế, hiện tượng La Nina có xác suất cao duy trì đến hết tháng 2/2023, đồng nghĩa với việc lượng nước sẽ được đảm bảo cho các nhà máy thủy điện. Tuy nhiên, dự báo cũng cho thấy xác suất thời tiết bước vào pha trung tính sẽ tăng lên ngưỡng 50% từ giai đoạn tháng 2-4, đồng nghĩa với việc lượng nước về hồ cho các nhà máy thủy điện sẽ giảm bớt so với giai đoạn 2021 – 2022. Theo đó, giai đoạn đầu Quý 2/2022 các doanh nghiệp nhiệt điện khí có triển vọng tươi sáng hơn sau giai đoạn La Nina 2021-2022 và chịu áp lực từ các dự án điện năng lượng tái tạo phát triển ồ ạt. Ngoài ra, ảnh hưởng từ cuộc chiến giữa Nga-Ukraine đã khiến giá than tăng cao, hiện tại giá than đang được giao dịch ở mức 346.45 USD/tấn (+104% so với đầu năm). Chúng tôi cho rằng giá than vẫn còn neo cao trong thời gian sắp tới do hạn chế về nguồn cung trong khi nhu cầu tăng lên tại nhiều quốc gia khi mở cửa lại nền kinh tế sau đại dịch.

Sản lượng điện ở các thủy điện giảm đi, nhiệt điện than giá gặp khó thì điện khí sẽ được hưởng lợi nếu các nhà máy nhiệt khí được ưu tiên huy động. Khách hàng nhà máy điện khí vốn là khách hàng chính của GAS.

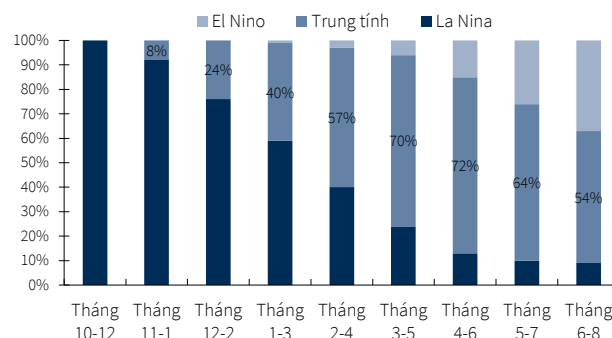
Cho năm 2022 và 2023, chúng tôi giữ nguyên dự phóng sản lượng khí khô cung cấp cho các nhà máy nhiệt điện khí sẽ đạt lần lượt 5.4 tỷ m³ (+8% YoY) và 7.1 tỷ m³ (+30.9% YoY) nhờ vào diễn biến nêu trên.

Biểu đồ 7. Cơ cấu huy động của EVN theo nguồn điện



Nguồn: EVN, KBSV

Biểu đồ 8. Thời tiết có khả năng bước vào trung tính trong năm 2023



Nguồn: IRI, KBSV

LNG là động lực tăng trưởng dài hạn

Nguồn khai thác dầu khí hiện tại đang dần cạn kiệt 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.

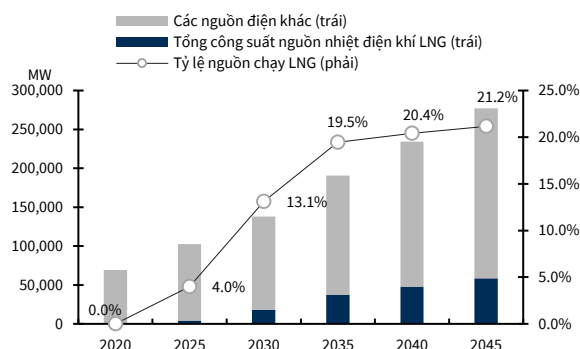
Chúng tôi cho rằng triển vọng tiêu thụ LNG sẽ tích cực và GAS với vị thế là nhà nhập khẩu LNG lớn nhất trong tương lai sẽ được hưởng lợi trực tiếp từ việc này, góp phần đem lại động lực tăng trưởng cho GAS trong trung và dài hạn. GAS hiện đang là nhà đầu tư tiên phong khi sở hữu 9/14 kho LNG sẽ được xây dựng và khai thác trong giai đoạn tới.

Chúng tôi kỳ vọng rằng dự án LNG đầu tiên của GAS – kho LNG Thị Vải sẽ chạy thử cuối năm 2022 và hoạt động chính thức trong năm 2023. 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 giai đoạn 2024-2025. 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.

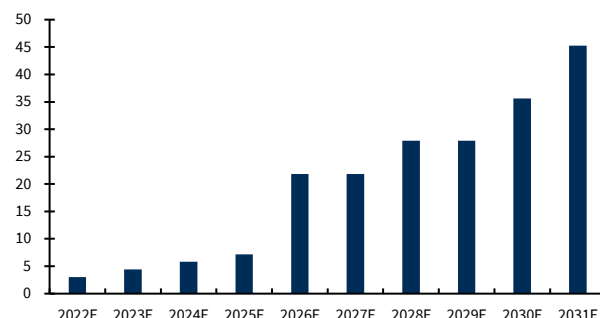
GAS hưởng lợi từ dự án đường ống Lô B – Ô Môn

Với vai trò là nhà chủ đầu tư chính với khoảng 5.1 tỷ USD (tương đương 51% nguồn vốn đầu tư) của dự án đường ống Lô B – Ô Môn, chúng tôi cho rằng GAS sẽ hưởng lợi nhiều khi chuỗi dự án này nhận được FID, bắt đầu triển khai và đi vào hoạt động. Dự án sẽ vận chuyển tối đa 7 tỷ m³ khí tự nhiên/năm với trữ lượng ước tính rơi vào khoảng hơn 100 tỷ m³ khí, giúp bù đắp các thiếu hụt từ nguồn cung khi một số mỏ khai thác hiện tại dần cạn kiệt.

GAS sẽ tăng được sản lượng nhờ các dòng khí mới bổ sung từ các dự án, cũng như tăng được doanh thu từ vận chuyển khí khi đường ống dẫn dài 386km được đưa vào vận hành từ năm 2026.

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
	2023-2025 (GĐ2)	2 (GĐ2)	
Kho LNG Hòn Khoai (Cà Mau)	2022 - 2025 (GĐ1)	1 (GĐ1)	
	Sau 2025 (GĐ2)	2 (GĐ2)	
Kho LNG Sơn Mỹ (Bình Thuận)	2023 - 2025 (GĐ1)	3.6 (GĐ1)	PV GAS
	2027 - 2030 (GĐ2)	2.4 (GĐ2)	
	2031 - 2035 (GĐ3)	4 (GĐ3)	
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	
Kho LNG nổi (FSRU) Hòn Mê (Thanh Hoá)	2022 - 2025	1	
Kho LNG Lạch Huyện (Hải Phòng)	2030 - 2035	3 - 4	ExxonMobil
Kho LNG Nam Vân Phong (Khánh Hòa)	2030 - 2035	2 - 3	Petrolimex
Kho LNG Hải Linh (Vũng Tàu)	2022 - 2025	1.2	Công ty TNHH Hải Linh

Nguồn: PV GAS, Quy hoạch điện VIII, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Dự phóng doanh thu và lợi nhuận Quý 4/2022

Doanh thu dự phóng 4Q2022 của GAS đạt 22,356 tỷ VNĐ (+10.8% YoY). Doanh thu kỳ vọng vẫn tăng trưởng tích cực so với cùng kỳ 2021 nhờ sản lượng và giá dầu ra neo cao theo giá dầu. Biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 19% do giá dầu đã có dấu hiệu hạ nhiệt từ đầu Quý 4/2022. Theo đó, LNST ước tính đạt 2,988 tỷ VNĐ (+47.3% YoY).

Tổng hợp dự phóng KQKD 2022 của GAS đạt doanh thu và LNST lần lượt là 101 nghìn tỷ (+28% YoY) và 14.7 nghìn tỷ (+66% YoY).

Chúng tôi ước tính doanh thu 2023 đạt 106 nghìn tỷ VNĐ (+5% YoY)

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GAS năm 2023 sẽ lần lượt đạt 106 nghìn tỷ VNĐ (+5% YoY) và 14,174 tỷ VNĐ (-3.7% YoY) dựa trên các giả định sau:

- Giá dầu Brent ở mức trung bình 90 USD/thùng.
- Sản lượng khí tích cực từ nhu cầu nhà máy điện khí, đạt 8.91 triệu m³ (+16.1% YoY).
- Biên lợi nhuận gộp đạt 20% do giá dầu giảm nhẹ so với 2021.
- Chi phí tài chính là 754 tỷ VNĐ (+20% YoY) giả định 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	2022F	2023F	Nhận xét
Giá dầu				Giá dầu dự báo sẽ hạ nhiệt bớt nhưng vẫn neo ở mức cao khi căng thẳng chính trị diễn ra và vấn đề về nguồn cung thay thế dầu chưa được giải quyết
Giá dầu Brent bình quân (USD/thùng)	71	100	90	
Giá dầu FO bình quân (USD/tấn)	398.7	561.4	505	
Giá CP LPG Saudi Aramco (USD/tấn)	639.0	769.36	727	
Sản lượng				
Sản lượng khí khô (triệu m3)	7,153.0	7,671.99	8,910	Tuy sản lượng cho khách hàng điện tăng so với mức nền thấp 2021 nhưng huy động điện khí vẫn bị hạn chế do huy động từ thủy điện vẫn ở mức cao. Khi thời tiết bước vào pha trung tính và hiện tượng La Lina giảm bớt, chúng tôi kỳ vọng nhiệt điện khí sẽ được huy động nhiều hơn. Theo đó, sản lượng cho khách hàng điện được cải thiện vào 2023
%YoY		7.3%	16.1%	
Khách hàng điện	5,041.0	5,447.11	7,128	
Khách hàng đạ	1,102.0	1,150.80	936	
Khách hàng hộ CN	1,010.0	1,074.08	847	
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	2,003	2,003	2,103	Do phần lớn được sử dụng cho dân dụng nên chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng ổn định khoảng 5% vào năm 2023
Doanh thu	78,992	101,027	106,124	Doanh thu tăng nhờ mặt hàng cơ sở để tính giá khí như Brent, dầu FO và LPG vẫn ở mức cao và sản lượng khí khô tăng
%YoY		28%	5%	
Lợi nhuận gộp	13,986	20,719	21,715	
Biên lợi nhuận gộp (%)	17.71%	20.51%	20%	
Chi phí SG&A	(3,612)	(3,189)	(4,625)	
% SG&A / doanh thu	-5%	-3%	-4%	
LN từ HĐKD	10,374	17,615	17,090	
Thu nhập tài chính	1,187	1,414	1,335	
Chi phí tài chính	(403)	(626)	(754)	Chi phí tài chính tăng do GAS ghi nhận lỗ tỷ giá và tăng vay nợ để tài trợ cho các dự án lớn trong tương lai.
Thu nhập khác (ròng)	32	75	32	
LN trước thuế	11,205	18,392	17,718	
LN sau thuế	8,852	14,714	14,174	
%YoY		66.2%	-3.7%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	11.21%	14.56%	13.36%	

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 134,000 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 21.6% so với giá đóng cửa VNĐ/cổ phiếu ngày 30/11/2022.

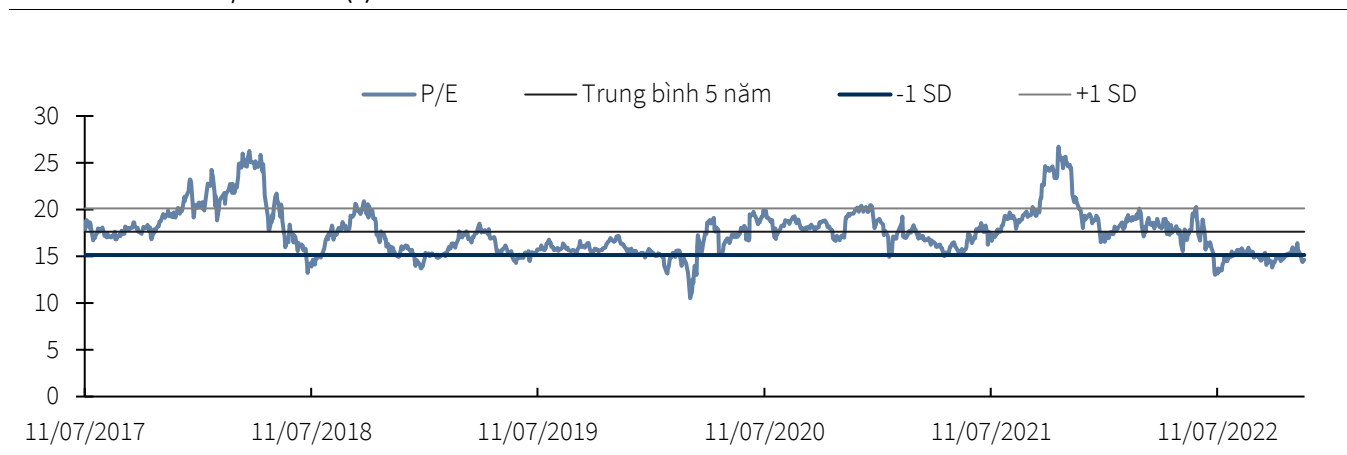
Biểu đồ 9. Mô hình DCF của GAS

K_E	11.23%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (TV)	173,372
Lãi suất phi rủi ro	5%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2022-2026 (PV)	38,298
Phần bù rủi ro	7.8%	Tổng giá trị hiện tại	211,670
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 CBTS	-1,193
Chi phí vốn bình quân	9.0%	Giá trị VCSH	238,922
Tăng trưởng dài hạn	2.0%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1,914.0
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	124,829

Nguồn: KBSV

Định giá P/E

Chúng tôi chọn mức P/E mục tiêu năm 2022 của GAS là 19 lần. 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 trong những năm sắp tới của GAS từ những dự án đầu tư 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	124,829	50%	62,415
P/E (19x)	143,222	50%	71,611
Giá mục tiêu (làm tròn)			134,000
Giá hiện tại (28/11/2022)			110,200
Upside			21.6%

Nguồn: KBSV

PHỤ LỤC

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

Báo cáo Kết quả HKKD					Bảng cân đối kế toán				
(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F	(Tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Doanh số thuần	64,135	78,992	101,027	106,124	TỔNG CỘNG TÀI SẢN	63,208	78,768	96,742	113,651
Giá vốn hàng bán	-52,729	-65,007	-80,308	-84,409	TÀI SẢN NGẮN HẠN	39,472	51,395	72,472	90,271
Lãi gộp	11,406	13,986	20,719	21,715	Tiền và tương đương tiền	5,237	5,300	7,669	8,112
Thu nhập tài chính	1,451	1,187	1,414	1,335	Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	21,613	24,800	26,040	27,342
Chi phí tài chính	-169	-403	-626	-754	Các khoản phải thu	10,239	16,920	17,438	19,190
Trong đó: Chi phí lãi vay	-101	-304	-309	-754	Hàng tồn kho, ròng	1,663	3,241	3,410	3,654
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh (từ năm 2015)	-1	-11	15	15	TÀI SẢN DÀI HẠN	23,736	27,373	24,270	23,380
Chi phí bán hàng	-1,943	-2,133	-2,258	-3,387	Phải thu dài hạn	1,672	188	188	188
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-769	-1,479	-931	-1,238	Tài sản cố định	19,774	18,098	14,995	14,105
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	9,975	11,147	18,333	17,686	Tài sản dở dang dài hạn	2,303	4,871	4,871	4,871
Thu nhập khác	50	83	110	83	Đầu tư dài hạn	22	22	22	22
Chi phí khác	37	51	51	51	Lợi thế thương mại	22	1	0	0
Thu nhập khác, ròng	13	32	59	32	NỢ PHẢI TRẢ	13,709	26,575	31,564	36,215
Lãi/(lỗ) từ công ty liên doanh	0	0	0	0	Nợ ngắn hạn	9,749	16,561	18,396	20,445
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	9,988	11,179	18,392	17,718	Phải trả người bán	2,677	6,631	6,920	8,723
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	-2,006	-2,353	-3,678	-3,544	Người mua trả tiền trước	228	105	177	193
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	7,972	8,852	14,714	14,174	Vay ngắn hạn	1,017	485	883	864
Lợi ích của cổ đông thiểu số	117	179	286	276	Nợ dài hạn	3,960	10,014	13,168	15,770
Lợi nhuận của Cổ đông của Công ty mẹ	7,855	8,673	14,428	13,898	Phải trả nhà cung cấp dài hạn	0	0	0	0
					Người mua trả tiền trước dài hạn	0	0	0	0
Chỉ số hoạt động	2020	2021	2022F	2023F	Doanh thu chưa thực hiện	25	24	24	24
Tỷ suất lợi nhuận gộp	17.8%	17.7%	20.5%	20.5%	Vay dài hạn	1,964	7,510	10,664	13,266
Tỷ suất EBITDA	17.5%	17.0%	20.3%	19.1%	VỐN CHỦ SỞ HỮU	49,500	52,193	65,178	77,436
Tỷ suất EBIT	13.6%	13.1%	17.4%	16.1%	Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	15.6%	14.2%	18.2%	16.7%	Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Tỷ suất lãi hoạt động KD	15.6%	14.1%	18.1%	16.7%	Lãi chưa phân phối	10,029	10,487	23,146	35,129
Tỷ suất lợi nhuận thuần	12.4%	11.2%	14.6%	13.4%	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	1,384	1,660
Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2020	2021	2022F	2023F	Chỉ số chính	(x, %, VNĐ)			
Lãi trước thuế	9,978	11,205	18,392	17,718	Chỉ số định giá				
Khấu hao TSCĐ	2,554	3,073	2,985	3,135	P/E	10.5	16.6	20.0	20.8
Lãi/(lỗ) từ hoạt động đầu tư	-498	-498	-498	-498	P/E pha loãng	10.5	16.6	20.0	20.8
Chi phí lãi vay	101	304	309	754	P/B	1.7	2.7	4.4	3.7
Lãi/(lỗ) trước những thay đổi vốn lưu động	12,270	14,084	21,188	21,109	P/S	1.3	1.8	2.9	2.7
(Tăng)/giảm các khoản phải thu	-961	-7,153	-518	-1,752	P/Tangible Book	1.7	2.7	4.4	3.7
(Tăng)/giảm hàng tồn kho	-84	-1,612	-169	-244	P/Cash Flow	11.1	18.3	17.7	17.6
Tăng/(giảm) các khoản phải trả	-192	7,801	289	1,803	Giá trị doanh nghiệp/EBITDA	7.1	10.6	14.3	14.7
(Tăng)/giảm chi phí trả trước	-168	-2,740	-168	-168	Giá trị doanh nghiệp/EBIT	9.2	13.8	16.8	17.4
Chứng khoán kinh doanh, chi phí lãi vay, thuế và khác	-3,521	-2,771	-4,290	-4,358	Hiệu quả quản lý				
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ các hoạt động sản xuất kinh doanh	7,330	7,595	16,332	16,390	ROE%	16.1%	17.0%	22.6%	18.3%
Tiền mua tài sản cố định và các tài sản dài hạn khác	-4,174	-4,747	-9,598	-10,612	ROA%	12.6%	11.2%	15.2%	12.5%
Tiền thu được từ thanh lý tài sản cố định	27	181	0	0	ROIC%	17.7%	18.1%	24.5%	19.9%
Tiền cho vay hoặc mua công cụ nợ	-29,154	-41,511	-41,511	-41,511	Cấu trúc tài chính				
Tiền thu từ cho vay hoặc thu từ phát hành công cụ nợ	31,866	38,324	38,324	38,324	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	2.8	1.8	1.8	1.7
Đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán nhanh	3.8	2.8	2.8	2.7
Tiền thu từ việc bán các khoản đầu tư vào các doanh nghiệp khác	0	0	0	0	Tỷ suất thanh toán hiện thời	4.1	3.1	3.9	4.4
Cổ tức và tiền lãi nhận được	1,534	998	998	998	Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0.0	0.1	0.2	0.2
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ hoạt động đầu tư	99	-6,755	-11,774	-12,788	Vốn vay dài hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.1	0.1	0.1
Tiền thu từ phát hành cổ phiếu và vốn góp	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0.0	0.0	0.0	0.0
Chi trả cho việc mua lại, trả lại cổ phiếu	0	0	0	0	Vốn vay ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.0	0.0	0.0	0.0
Tiền thu được các khoản đi vay	2,202	6,247	3,552	2,583	Công nợ ngắn hạn/Vốn CSH	0.2	0.3	0.3	0.3
Tiền trả các khoản đi vay	-2,020	-1,156	0	0	Công nợ ngắn hạn/Tổng Tài sản	0.2	0.2	0.2	0.2
Tiền thanh toán vốn gốc đi thuê tài chính	0	0	0	0	Tổng công nợ/Vốn CSH	0.3	0.5	0.5	0.5
Cổ tức đã trả	-6,850	-5,865	-5,742	-5,742	Tổng công nợ/Tổng Tài sản	0.2	0.3	0.3	0.3
Tiền lãi đã nhận	0	0	0	0	Chỉ số hoạt động				
Lưu chuyển tiền tệ từ hoạt động tài chính	-6,668	-774	-2,190	-3,159	Hệ số quay vòng phải thu khách hàng	6.2	5.8	5.9	5.8
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	761	66	2,368	443	Hệ số quay vòng HTK	32.6	26.5	23.6	23.1
Tiền và tương đương tiền đầu kỳ	4,476	5,237	5,301	7,669	Hệ số quay vòng phải trả nhà cung cấp	27.9	17.0	14.9	13.6
Tiền và tương đương tiền cuối kỳ	5,237	5,301	7,669	8,112					

Nguồn: GAS, KBSV

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

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Chuyên viên phân tích cao cấp
tungna@kbsec.com.vn

Nguyễn Đức Huy – Chuyên viên phân tích
huynd1@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@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
anhdt@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Lê Hạnh Uyên – Chuyên viên phân tích
quyenlh@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Hóa chất

Thái Hữu Công – Chuyên viên phân tích
congth@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư, Thủy sản & Dệt may

Trần Thị Phương Anh – Chuyên viên phân tích
anhftp@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.