

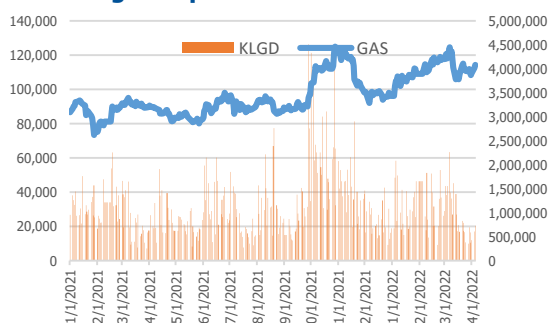
TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HOSE: GAS)

Ngành	Dầu Khí
KHUYẾN NGHỊ	NĂM GIỮ
Giá mục tiêu	118,610
Giá hiện tại	111,600
Upside	6.28%
Ngày	15/04/2022

Một số chỉ tiêu chính

	2021	2022F
Doanh thu (tỷ VND)	78,992	92,551
LN gộp (tỷ VND)	13,985	16,450
EBIT (tỷ VND)	10,374	12,220
LN ròng (VND)	8,673	10,824
Tăng trưởng LNR (%)	10.3%	24.8%
EPS (VND)	4,531	5,655
Tăng trưởng EPS (%)	10.3%	24.8%
BVPS (VND)	26,696	27,667
ROE (%)	17.43%	20.81%
ROA (%)	12.22%	13.48%

Diễn biến giá cổ phiếu



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	95.8%
Cổ đông khác	4.2%

CHUYÊN GIA PHÂN TÍCH

Nguyễn Hồng Phúc

phucnh@psi.vn

GIÁ DẦU THẾ GIỚI ĐẠT ĐỈNH 14 NĂM – GAS HƯỞNG LỢI TRONG TRUNG HẠN

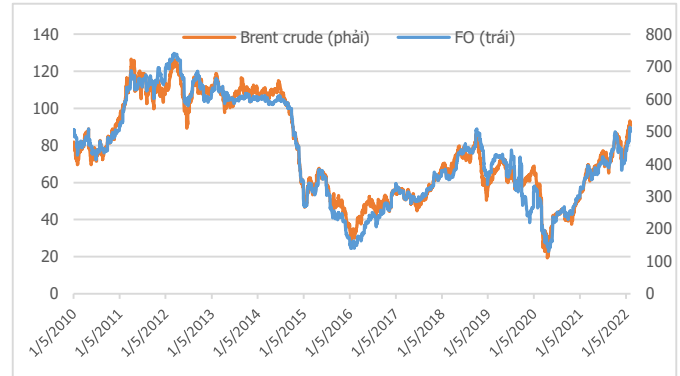
Giá dầu biến động mạnh trong Q1 2022 do căng thẳng địa chính trị ở Ukraine. Dầu Brent đạt đỉnh 14 năm với mức 131USD/thùng ngày 07.03.2022, +69% so với đầu năm và hiện đang giao dịch ở mức 105.26USD/thùng. Giá niêm yết CP LPG của Saudi Aramco tháng 4.2022 trung bình 950USD/ triệu m³, +22.9% so với đầu năm & +76% so với cùng kỳ năm trước. Trong Q1.2022, PV GAS đạt doanh thu khoảng 25.3 nghìn tỷ đồng, LNST ít nhất 3 nghìn tỷ, biên lợi nhuận ròng 11.27%, cao hơn trung bình năm 2021 10.98%. Kết quả sơ bộ này cao hơn trung bình dự phóng quý của chúng tôi về doanh thu 9% và kế hoạch của GAS 26.5% và LNST vượt 70% so với kế hoạch LNST trung bình quý của GAS

PV GAS kỳ vọng hưởng lợi trong trung hạn. Giá dầu Brent trung bình năm 2022 được IEA dự báo đạt 105.2USD/ thùng, tăng 49% so với 2021 và duy trì trên 100USD/thùng tro. Căng thẳng địa chính trị tại Ukraine chưa có dấu hiệu sẽ kết thúc sớm trong tháng 4. Nguồn cung dầu & đạm từ Nga gián đoạn do các lệnh trừng phạt của các nước phương Tây với Nga. Nga lại là nước xuất khẩu dầu mỏ và đạm hàng đầu Thế giới. Nhu cầu tiêu thụ từ thị trường Trung Quốc kỳ vọng hồi phục trong Q2 2022 khi nước này bắt đầu nới lỏng phong tỏa ở các thành phố trọng yếu như Thượng Hải nhưng Chính quyền Bắc Kinh được cho là vẫn kiên quyết theo đuổi kế hoạch "Zero Covid".

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với GAS với giá mục tiêu cuối năm 2022 tương ứng 118,610đ/cp, tăng 8.9% so với giá thị trường 12/04/2022 theo phương pháp định giá DDM và P/E (~22.x, tăng trưởng EPS dài hạn 3.7%/năm). Doanh thu ước đạt 92,551 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 10,842 tỷ đồng– cao hơn kế hoạch của doanh nghiệp lần lượt 16%; 44%.

Giá dầu biến động mạnh trong Q1 2022 do căng thẳng địa chính trị ở Ukraine. Dầu Brent đạt đỉnh 14 năm với mức 131USD/thùng ngày 07.03.2022, +69% so với đầu năm và hiện đang giao dịch ở mức 105.26USD/thùng. Giá niêm yết CP LPG của Saudi Aramco tháng 4.2022 trung bình 950USD/ triệu m³, +22.9% so với đầu năm & +76% so với cùng kỳ năm trước. Trong Q1.2022, PV GAS đạt doanh thu khoảng 25.3 nghìn tỷ đồng, LNST hơn 3 nghìn tỷ, biên lợi nhuận ròng 11.27%, cao hơn trung bình năm 2021 (Biên LNST 2021: 10.98%). Kết quả sơ bộ này cao hơn trung bình dự phóng quý của chúng tôi về doanh thu 9% và kế hoạch của GAS 26.5% và LNST vượt 70% so với kế hoạch LNST trung bình quý của GAS.

Giá dầu Brent (USD/thùng) và giá FO trong tương quan giá dầu.



PV GAS kỳ vọng tăng trưởng tích cực năm 2022 và hưởng lợi trong trung hạn.

Giá dầu Brent trung bình năm 2022 được IEA dự báo đạt 105.2USD/ thùng, tăng 49% so với 2021 và duy trì trên 100USD/thùng năm 2022. Căng thẳng địa chính trị tại Ukraine chưa có dấu hiệu sẽ kết thúc sớm trong tháng 4. Nguồn cung dầu Nga gián đoạn do các lệnh trừng phạt của các nước phương Tây với Nga khi Nga là nước xuất khẩu dầu mỏ hàng đầu Thế giới. Nhu cầu tiêu thụ từ thị trường Trung Quốc kỳ vọng hồi phục trong Q2 2022 khi nước này bắt đầu nới lỏng phong tỏa ở các thành phố trọng yếu như Thượng Hải có thể làm hạ nhiệt giá dầu. Tuy nhiên, Chính quyền Bắc Kinh chưa có động thái rõ ràng và vẫn kiên định với chiến lược "Zero Covid."

- **Khả năng thiếu điện năm 2022.** Thị trường nội địa, nhu cầu tiêu thụ điện hồi phục sau giãn cách dù theo đánh giá của GAS, chưa về được mức 2019 – trước Covid nhưng khả quan về trung dài hạn. Theo cập nhật của PVN, triển vọng điện gió năm 2022 đang gặp khó khăn vì mức biến động năng suất từ gió quá lớn và khả năng thiếu điện trong năm nay. Xét về thực tế, giá than đầu vào đang ở mức đỉnh và định hướng giảm tiêu thụ điện than, tăng năng lượng tái tạo trong dài hạn vì vấn đề ô nhiễm môi trường & theo Quy hoạch điện 8. Nguồn điện từ khí theo chúng tôi sẽ cần huy động chính yếu trong năm 2022 và đây là cơ hội cho GAS với vai trò đảm bảo an ninh năng lượng và lương thực.

	Vietnam			Châu Á TBD			Thế giới		
<i>Đơn vị: KWh</i>	2019	2020	20/19'	2019	2020	20/19'	2019	2020	20/19'
Dầu	1.39	1.24	-11.07%	145.08	123.80	-14.66%	820.50	758.03	-7.61%
Khí tự nhiên	42.49	35.07	-17.46%	1,497.08	1,456.88	-2.69%	6,323.84	6,268.08	-0.88%
Than	110.82	118.57	7.00%	7,397.45	7,386.40	-0.15%	9,826.24	9,421.40	-4.12%
Hạt nhân	0.00	0.00		646.91	654.78	1.22%	2,796.60	2,700.10	-3.45%
Thủy điện	67.72	68.96	1.83%	1,791.48	1,847.22	3.11%	4,227.88	4,296.80	1.63%
Năng lượng tái tạo	4.12	9.45	129.57%	1,149.22	1,322.01	15.04%	2,789.22	3,147.01	12.83%
Khác	0.92	1.19	28.83%	114.35	128.25	12.16%	216.66	231.83	7.00%

Tổng phát điện của Việt Nam, Châu Á TBD, Thế giới – được phân theo nguồn nguyên liệu đầu vào – Nguồn: BP 2021.

- **Nhu cầu xuất khẩu phân đạm cao.** Nga là nước xuất khẩu đạm hàng đầu Thế giới, việc bị trừng phạt thương mại từ các nước phương Tây khiến nguồn cung đạm, tương tự nguồn cung dầu từ Nga bị gián đoạn. Vì vậy, nhu cầu tiêu thụ khí nguyên liệu đầu vào của các khách hàng đạm dự báo sẽ tăng trưởng đột biến trong năm 2022 và mức tăng sản lượng 25% theo chỉ tiêu kế hoạch PVN đề ra đối với GAS năm 2022, chúng tôi cho rằng khả thi.

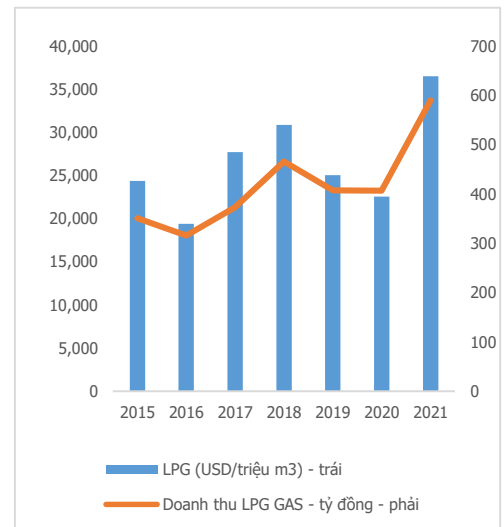
- Về nguồn khí đầu vào, chúng tôi đánh giá lạc quan và nguồn cung khí khô được bảo đảm do bể khí Sao Vàng-Đại Nguyệt đi vào hoạt động từ cuối 2020, dự kiến cung ứng 5 tỷ m³/năm và các hoạt động của nhà máy điện, khách hàng khu công nghiệp phục hồi. Mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt là nguồn khí dự phòng cho Bạch Hổ - Dinh Cố đang cạn kiệt.

Chúng tôi dự phóng sản lượng khí khô khai thác và cung ứng tăng ít nhất 25% so với 2021, đạt 8.87 tỷ m³ năm 2022, nguồn doanh thu từ bán khí khô của GAS ít nhất tăng trưởng 10% so với 2021, đạt 41.2 nghìn tỷ. Năm 2021, doanh thu từ bán khí khô của DN chỉ 37.46 nghìn tỷ, đóng góp 47.42% tổng thu năm 2021, với biên lợi nhuận gộp 19.79%. Chúng tôi kỳ vọng năm 2022, GAS vẫn giữ được biên lợi nhuận gộp này.

Mảng LPG gặp thách thức khi mở rộng ở khu vực phía Bắc:

- LPG hiện đã đóng góp 36% tổng doanh thu của PV GAS và kỳ vọng tăng trưởng ít nhất 10% năm 2022. Năm 2021, LPG đóng góp 33.7 nghìn tỷ doanh thu, +45% so với 2020 với biên lợi nhuận gộp 8.8% với 2.9 nghìn tỷ, tăng 74% so với cùng kỳ. Với lợi thế là nguồn năng lượng có hiệu suất sử dụng cao, ít gây ô nhiễm môi trường so với các nguồn năng lượng hóa thạch khác, nhu cầu tiêu thụ LPG khách hàng khu công nghiệp và hộ gia đình hồi phục từ việc nới lỏng giãn cách, chúng tôi kỳ vọng LPG sẽ tăng trưởng dài hạn 10% và đóng góp chính vào động lực tăng trưởng của PV GAS các năm về sau.
- Theo cập nhật tại ĐHCĐ diễn ra ngày 15.04.2022 DN cho rằng thị trường LPG năm 2022 sẽ cạnh tranh và giữ vững thị phần (>70% như hiện tại, 77% năm 2021 theo ước tính của chúng tôi) sẽ là một thách thức. Đặc biệt, GAS đang gặp khó khăn trong việc mở rộng ở khu vực phía Bắc

LPG (USD/triệu m³) và doanh thu bán LPG (tỷ đồng)



Tái cấu trúc DN theo hướng hiệu quả, minh bạch hơn.

- Đầu tư kho cảng LNG Sơn Mỹ, đầu tư vào PETEC thông qua OIL & mua lại cổ phần của PVE tại BCC Tòa nhà PV GAS Tower. Tuy nhiên, trọng tâm 2022 là Dự án Lô B- Ô Môn. Với quyết tâm của DN, kỳ vọng dự án sẽ hoàn thành đúng tiến độ, đưa vào khai thác 2025.
- GAS sẽ tiến hành thoái vốn PV Pipe và giải thể LNG Việt Nam.
- Chuyển đổi số, nâng cao năng suất.
- Tham gia đánh giá xếp hạng doanh nghiệp theo chuẩn quốc tế và thực hiện báo cáo phát triển bền vững, thông tin tốt hơn đến nhà đầu tư hiện tại và tiềm năng, đặc biệt nhà đầu tư quốc tế. Chúng tôi đánh giá đây là thông điệp tích cực cho việc gọi vốn thực hiện các dự án lớn trọng tâm và cam kết phát triển bền vững với tư duy đổi mới.

ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá là DDM và P/E với tỷ trọng 50% cho mỗi phương pháp. Kết quả định giá được chúng tôi thể hiện trong bảng dưới đây:

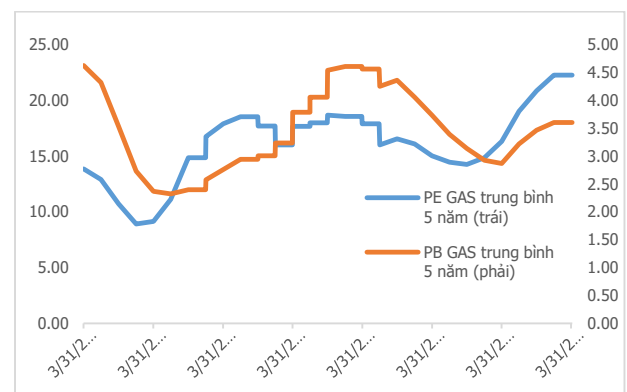
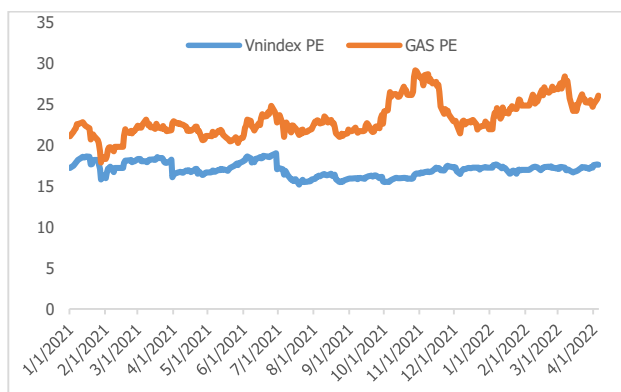
Phương pháp định giá	Tỷ trọng	Kết quả định giá (VNĐ)
DDM	50%	116,983
P/E	50%	120,236
Giá trị mỗi cổ phần		118,610

1. Phương pháp chiết khấu cổ tức (DDM):

Giả định	Giá trị
Hệ số beta	0.59
Thời gian dự phóng	1 năm
Phần bù rủi ro vốn cổ phần	7.8%
Lãi suất phi rủi ro	9.1%
Giá mục tiêu	116,983 đồng

2. Phương pháp so sánh PE:

PE 2021	22.9x
ROE dự phóng 2022	20.04%
Tỷ lệ cổ tức giữ lại 2022	18.48%
Tăng trưởng EPS dài hạn	3.7%
Dự phóng PE 2022	22.1x
Giá mục tiêu	120,236 đồng



Nguồn: Bloomberg – PSI Research

Khuyến nghị: Chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với GAS với giá mục tiêu cuối năm 2022 tương ứng 118,610đ/cp, tăng 8.9% so với giá thị trường 12/04/2022 theo phương pháp định giá DDM và P/E (~22x, tăng trưởng EPS dài hạn 3.7%/năm). Doanh thu ước đạt 92,551 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 10,842 tỷ đồng– cao hơn kế hoạch của doanh nghiệp lần lượt 16%; 44%.

PHỤ LỤC: Báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ VNĐ)	2021	2022F	2023F
Doanh thu thuần	78,992	92,511	154,527
Giá vốn hàng bán	-65,007	-76,565	-131,984
Lợi nhuận gộp	13,986	15,947	22,543
Doanh thu hoạt động tài chính	1,187	2,159	2,296
Chi phí tài chính	-403	-637	-805
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	15	18	29
Chi phí bán hàng & quản lý doanh nghiệp	-3,612	-4,230	-7,065
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	10,374	11,717	15,478
Lợi nhuận khác	32	32	32
Lợi nhuận trước thuế	11,205	13,289	17,030
Lợi nhuận sau thuế	8,852	10,631	13,624
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	8,673	10,421	13,274
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	179	209	350
Bảng cân đối kế toán (tỷ VNĐ)	2021	2022F	2023F
Tài sản ngắn hạn	51,515	49,429	56,881
I. Tiền & tương đương tiền	30,100	31,532	26,891
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	10,669	6,702	11,195
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	3,241	2,414	4,162
IV. Hàng tồn kho	7,505	8,781	14,634
Tài sản dài hạn	27,253	28,163	33,250
I. Tài sản cố định	22,992	28,994	34,052
II. Đầu tư tài chính dài hạn	400	418	447
III. Tài sản dài hạn khác	3,861	-1,249	-1,249
Tổng tài sản	78,768	77,592	90,131
Nợ phải trả	26,575	23,379	33,303
I. Nợ ngắn hạn	16,124	13,727	23,216
II. Nợ dài hạn	10,452	9,652	10,087
1. Các khoản phải trả dài hạn	2,942	3,057	3,246
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	7,510	6,595	6,841
Vốn chủ sở hữu	51,094	52,905	55,170
1. Vốn điều lệ	19,350	19,350	19,350
2. Thặng dư vốn cổ phần			
3. Lợi nhuận để lại và các quỹ	30,646	32,247	34,162
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,098	1,308	1,658
Tổng nguồn vốn	78,768	77,592	90,131

Chỉ số chính	2021	2022F	2023F
Định giá			
EPS	4,531	5,445	6,935
BVPS	26,696	27,642	28,825
Cổ tức	31%	44%	57%
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	17.71%	17.24%	14.59%
Biên EBITDA	17.17%	15.24%	11.66%
Biên lợi nhuận trước thuế	14.18%	14.36%	11.02%
ROE	17.43%	19.70%	24.06%
ROA	12.22%	13.86%	15.11%
Tăng trưởng			
Doanh thu	23.17%	17.11%	67.04%
Lợi nhuận gộp	22.62%	14.02%	41.36%
Lợi nhuận sau thuế	10.33%	20.16%	27.37%
EPS	10.33%	20.16%	27.37%
Tổng tài sản	24.62%	-1.49%	16.16%
VCSH	5.49%	3.54%	4.28%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	3.1	3.6	2.4
Thanh toán nhanh	2.5	2.8	1.6
Nợ/tài sản	10.15%	10.52%	10.42%
Nợ/VCSH	15.65%	15.43%	17.03%
Khả năng thanh toán lãi vay	34.11	28.14	35.48

**LIÊN HỆ****CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn**Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh**

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi,
Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp.
Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank
Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,
phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,
TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

Trần Anh Tuấn, CFA

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: tuanta@psi.vn**Bùi Đăng Thành**

Trưởng Bộ phận Quan hệ Quốc tế

Email: thanhbd@psi.vn**Nguyễn Thị Minh Trang**

Phó phòng Truyền thông – Chỉ số

Email: trangntm@psi.vn**Phạm Hoàng**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Email: phamhoang@psi.vn**Tô Quốc Bảo**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Email: baotq@psi.vn**Nguyễn Đức Duy**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Email: duynd@psi.vn**Đồng Việt Dũng**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Email: dungdv@psi.vn**Vũ Thị Ngọc Lê**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Email: levtn@psi.vn**Nguyễn Việt Dũng**

Chuyên viên cao cấp – Phòng Phân tích Doanh nghiệp

Email: dungnv@psi.vn**Nguyễn Minh Quang**

Chuyên viên IR – Phòng Truyền thông – Chỉ số

Email: quangnm@psi.vn**Vũ Huyền Hà My**

Chuyên viên Truyền thông – Phòng Truyền thông và Chỉ số

Email: myvhh@psi.vn**Nguyễn Quỳnh Trang**

Chuyên viên cao cấp Truyền thông – Phòng Truyền thông và Chỉ số

Email: trangnq@psi.vn**Nguyễn Thị Huyền Trang**

Bộ phận Quan hệ Quốc tế

Email: trangnth@psi.vn**TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM**

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.