

**GAS – MUA**
**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**  
(04/10/2021)

Sàn	HOSE
Thị giá (VND)	104,000
Giá mục tiêu (VND)	120,500
KLGD KLTB 10 phiên	1,590,380
Vốn hóa (VND bn)	198,093
KLCP lưu hành	1,913,950

**Trưởng nhóm phân tích**

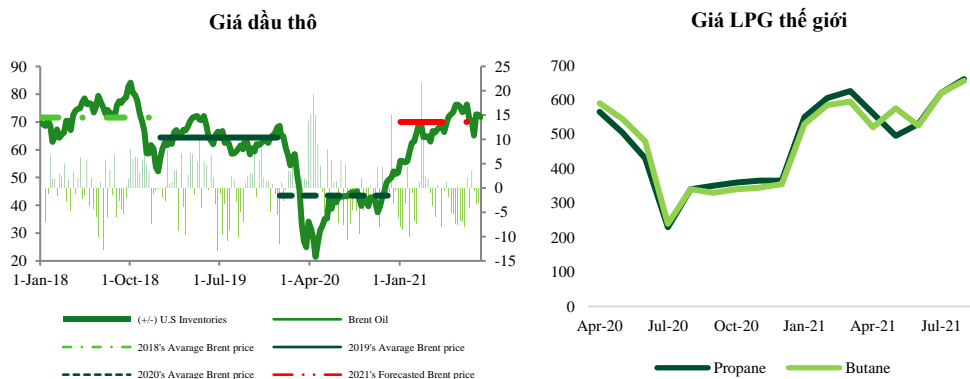
Ngô Duy Tai  
ndtai@vcbs.com.vn  
(+84) 345 406 727

VCBS's research system

[www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch](http://www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch)
**GAS: Diễn biến giá thuận lợi – Sản lượng dầu ra giảm**

➤ **Giá dầu ra thuận lợi:** VCBS đánh giá xác suất để giá dầu tăng lên mức 100 USD/thùng trong năm 2021 là vẫn có thể xảy ra khi nhu cầu đang dần hồi phục và OPEC + vẫn giữ mức cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên trong dài hạn, tỷ lệ cung – cầu dầu thô vẫn chênh lệch rất lớn ở mức 15% công suất thiết kế.

Do đó, cho năm 2021, VCBS dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ ở mức cao 80 USD/thùng cuối năm 2021. Tuy nhiên trong dài hạn VCBS cho rằng giá dầu Brent sẽ ổn định ở mức 65 USD/thùng, đây là mức mà tất cả các bên tham gia thị trường mua bán dầu thô cảm thấy hài lòng.



➤ **Nhu cầu tiêu thụ có thể phục hồi:** Theo dự báo của VCBS, Q3.2021 sẽ là đáy về lợi nhuận của PV GAS trong năm 2021 khi sụt giảm về sản lượng lẫn gia tăng các chi phí liên quan phòng chống COVID. Việc mở cửa trở lại trong Q4 có thể giúp nhu cầu tiêu thụ khí tăng trưởng trở lại ít nhất là ở mảng kinh doanh CNG. Còn nhu cầu tiêu thụ khí đốt cho các nhà máy nhiệt điện vẫn phụ thuộc vào tình hình phát điện các nguồn sản xuất khác. VCBS ước LNST trong Q3 của PV GAS đạt 1,600 – 1,700 tỷ VNĐ.

➤ **Khuyến nghị:** Với tình hình thời tiết tiếp tục mưa nhiều thì sẽ không có gì bất ngờ nếu hiệu suất hoạt động các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục tăng trong Q4.2021 và Q1.2022. Tính tới thời điểm hiện tại mùa mưa đang đến chậm hơn so với 2022, đặc biệt là tại khu vực miền Bắc. Do đó, hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện có thể thấp hơn đến đầu năm 2022. Tuy nhiên, đây cũng là giai đoạn các nhà máy điện gió đi vào hoạt động, tổng công suất thiết kế điện gió dự kiến vận hành trước 2022 để kịp giá FIT của chính phủ dự tính ở mức 6,000 MW ~ 10% công suất tổng nguồn điện cả nước. Đây là con số khá đáng kể, với mức hiệu suất hoạt động trung bình 35-40%. Tổng công suất phát hiện thực tế tăng 3.5-4% tổng công suất hiện tại.

Do đó có thể thấy, trong điều kiện giá dầu vẫn giữ ở mức cao như hiện tại. Hoạt động kinh doanh của GAS phụ thuộc và 2 yếu tố chính (1) **Tổng cầu tiêu thụ điện – đặc biệt là sự hồi phục của nền kinh tế khu vực phía Nam sau dịch;** (2) **Tình hình lượng mua khu vực phía Nam trong Q4.2021 và hiệu suất hoạt động các dự án điện gió mới.**

Tuy nhiên, VCBS tin rằng PV GAS vẫn tăng trưởng nhờ “low base” trong Q4.2020

VCBS đưa ra khuyến nghị “MUA” cho cổ phiếu GAS với giá mục tiêu năm 2021 là **120.500 đồng/CP**

## Cập Nhật KQKD 1H.2021

### Cập nhật

Trong nửa đầu năm 2021, GAS đạt 40.272 tỷ đồng (+ 23,2% YoY) doanh thu và 4.291 tỷ đồng (+ 4,5% YoY) lợi nhuận sau thuế. Sản lượng tiêu thụ nội địa cũng đạt 4,025 triệu tấn (-12,5% YoY). Hiệu suất hoạt động của GAS trong 6 tháng đầu năm 2021 thấp hơn so với kỳ vọng của chúng tôi vào đầu năm 2021, do ảnh hưởng bất ngờ từ dịch bệnh. Mặc dù, VCBS đã dự phóng sản lượng cũng không thể tăng do tình hình thủy văn tốt.

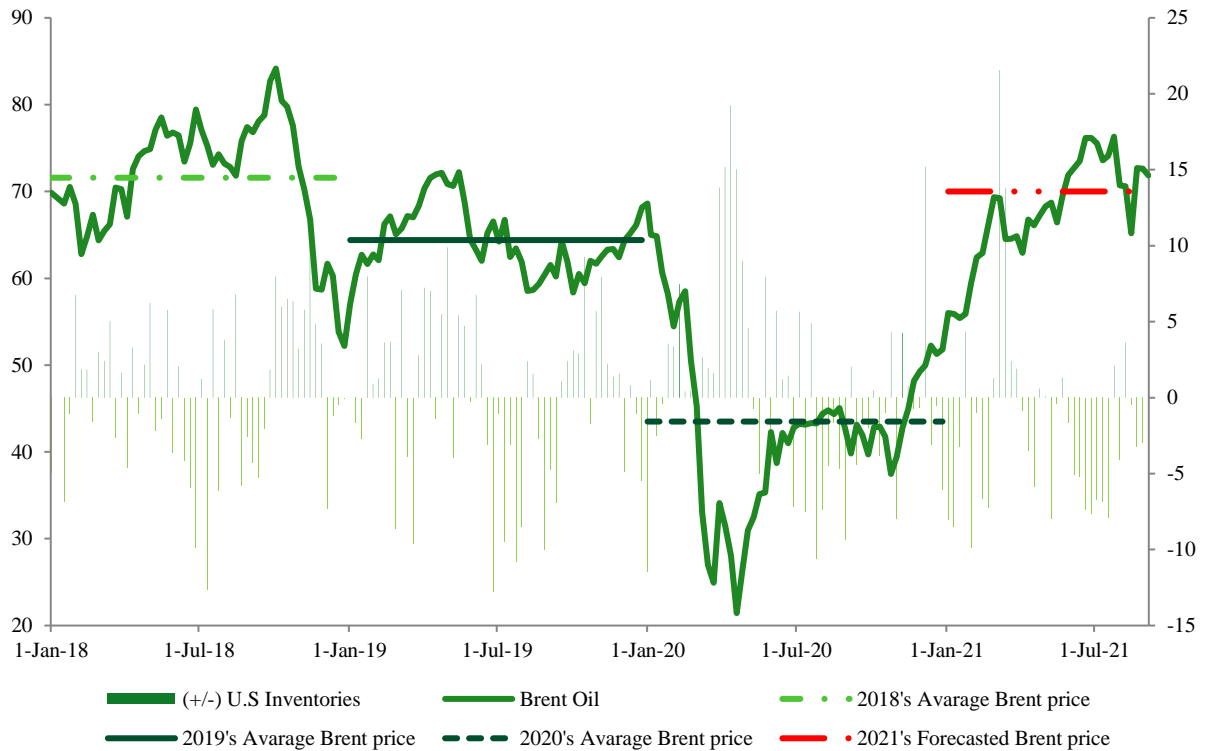
	Doanh thu			Lý do
	1H.2020	1H.2021	YoY	
Giá dầu thô	40	70	80%	Sự phục hồi của dầu thô nhờ (1) Tỷ lệ tiêm chủng cao hơn trên toàn cầu; (2) OPEC + thỏa thuận cắt giảm sản lượng.
Sản lượng khí	4,600	4,025	-12.5%	(2) Mức tiêu thụ khí tự nhiên thấp trong 6 tháng đầu năm 2021 do
<b>Doanh thu</b>	<b>65,223</b>	<b>84,886</b>	<b>+30%</b>	<b>= (1) +(2)</b>
<b>- COGs</b>	<b>(26,857)</b>	<b>(33,220)</b>		Chi phí khấu hao của Nam Côn Sơn 2 - giai đoạn 2 là khoảng 400 tỷ đồng trong 1H.2021
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>5,381</b>	<b>7,051</b>		Lợi nhuận gộp nhận được tăng mạnh nhờ (1) Giá đầu ra tăng nhờ giá dầu Brent phục hồi; (2) Hưởng lợi từ tồn kho LPG và LPG tự sản xuất trong khi giá LPG thế giới tăng mạnh
- Chi phí lãi vay	(60)	(122)		Chi phí lãi vay tăng sau khi dự án Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2 được đưa vào hoạt động.
- Chi phí bán hàng	(884)	(1,025)		Chi phí bán hàng và chi phí quản lý của GAS tăng nhanh do (1) Dịch bệnh Covid - 19; (2) Cải cách chi phí nhân hiệu từ giá vốn thành chi
- Chi phí quản lý DN	(359)	(790)		phí quản lý doanh nghiệp
<b>Lãi/(Lỗ) EBT</b>	<b>(920)</b>	<b>2,741</b>	-	
Thuế	228	(491)	-	
<b>Lãi/(Lỗ) NPAT</b>	<b>(692)</b>	<b>2,250</b>	-	

**Triển vọng giá bán** **Giá khí đầu ra:** Giá = 46% MFO + Tariff

Chúng tôi cho rằng giá FO diễn biến theo cùng một mô hình với giá dầu Brent nói chung. Vì vậy, VCBS sẽ xem xét triển vọng giá dầu Brent để đưa ra dự báo giá khí đốt tự nhiên của Gas trong cuối năm 2021 và đầu 2022.

Trong báo cáo trước đó, VCBS cho rằng năm 2021 sẽ là một năm nổi bật của ngành dầu khí toàn cầu nhờ: (1) Nhu cầu dầu phục hồi cũng như triển vọng kinh tế toàn cầu góp phần thúc đẩy giá dầu tăng trong tương lai gần; (2) Nhiều loại hàng hóa đồng thời trải qua xu hướng tăng mạnh do chính sách tiền tệ nới lỏng ở các nước phát triển, đặc biệt là dự trữ đồng đô la Mỹ gia tăng ở các nước bên ngoài Hoa Kỳ xảy ra như một định lý khi FED thực hiện nới lỏng định lượng.

**Giá dầu thô**



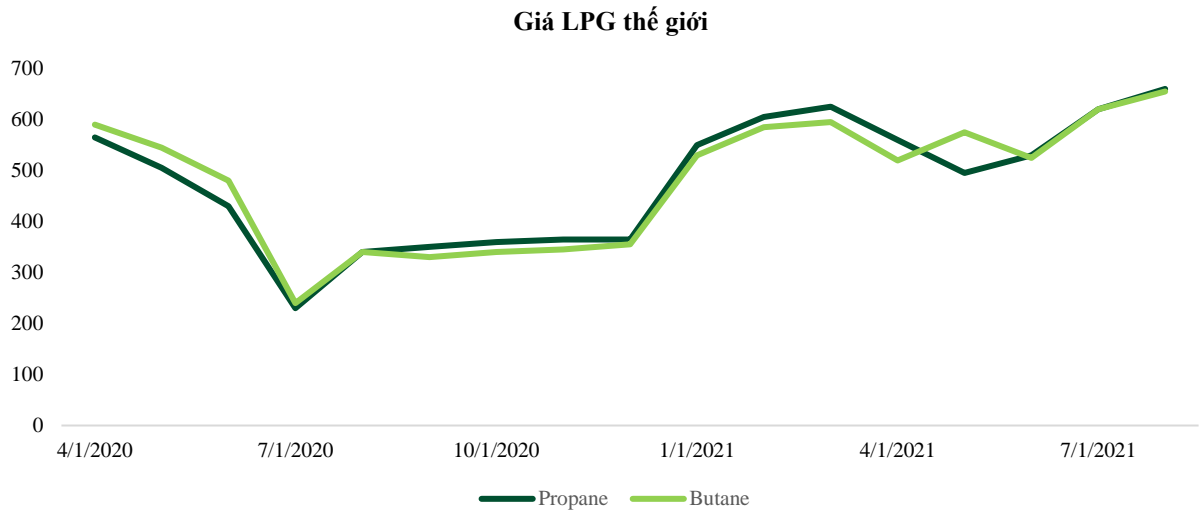
Nguồn: VCBS

Cho đến hiện tại, giá dầu đang có xu hướng tăng trở lại đồng thời cùng với các nhiên liệu năng lượng khác như than đá, khí đốt. Cuộc khủng hoảng về than đá và khí đốt đầy bất ngờ có vẻ đang dần lan qua sản phẩm chiếm 25% tổng giá trị giao thương toàn cầu.

VCBS đánh giá xác suất để giá dầu tăng lên mức 100 USD/thùng trong năm 2021 là vẫn có thể xảy ra khi nhu cầu đang dần hồi phục và OPEC + vẫn giữ mức cắt giảm sản lượng. Tuy nhiên trong dài hạn, tỷ lệ cung – cầu dầu thô vẫn chênh lệch rất lớn ở mức 15% công suất thiết kế.

Do đó, cho năm 2021, VCBS dự báo giá dầu Brent trung bình sẽ ở mức cao 80 USD/Thùng cuối năm 2021. Tuy nhiên trong dài hạn VCBS cho rằng giá dầu Brent sẽ ổn định ở mức 65 USD/thùng, đây là mức mà tất cả các bên tham gia thị trường mua bán dầu thô cảm thấy hài lòng.

**Giá LPG:** Tương tự diễn biến giá dầu Brent, VCBS dự báo giá LPG sẽ tăng mạnh tương ứng trong tình hình hiện tại. Đặc biệt cuộc khủng hoảng khí đốt tại Châu Âu có thể đẩy giá LPG thế giới tăng mạnh hơn nữa.



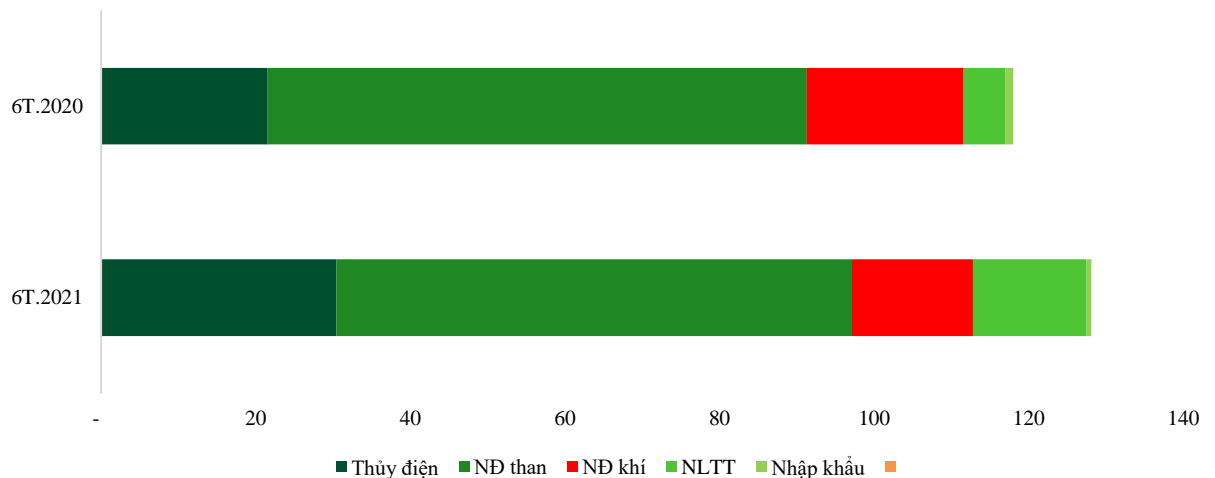
Nguồn: 3mgas

Tuy nhiên, PV GAS có thể được hưởng lợi từ việc tăng tồn kho trong xu hướng tăng của giá LPG thế giới và chi phí LPG đầu vào thấp. Giá LPG nhập khẩu của GAS từ Saudi Aramco chịu chi phí vận chuyển cao sẽ được chuyển cho khách hàng. Điều này sẽ thúc đẩy giá bán lẻ LPG nói chung, phần nào giúp GAS cải thiện tỷ suất lợi nhuận sản phẩm LPG tự sản xuất.

**Triển vọng sản lượng bán hàng**

**Khí tự nhiên + Vận tải:** Theo dự đoán của chúng tôi trong báo cáo cũ, sản lượng của PV GAS trong 6 tháng đầu năm 2021 sẽ không tăng trưởng do điều kiện thuận lợi về thủy điện và điện tái tạo mặc dù Sao Vàng – Đại Nguyệt đã đi vào hoạt động từ Q1/2021. Sản lượng giảm trong 6 tháng đầu năm 2021 cho thấy nhu cầu tiêu thụ điện khí nhìn chung thấp, mặc dù tổng nhu cầu tiêu thụ điện tăng so với cùng kỳ.

**Cơ cấu huy động năng lượng**



Trong Q3/2021, tác động của dịch bệnh COVID - 19 là rất nghiêm trọng về mức độ và phạm vi so với đợt trước. Do đó, tăng trưởng GDP giảm mạnh ở mức 6-7% trong Q3.2021 do chính sách cách ly xã hội gắt gao. Tiêu thụ khí thiên nhiên sụt giảm cũng sẽ ảnh hưởng đến mảng vận tải, đặc biệt trong trường hợp Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2 đi vào hoạt động dẫn đến chi phí khấu hao tăng. **Theo dự báo của VCBS, Q3.2021 sẽ là đáy về lợi nhuận của PV GAS**

trong năm 2021 khi sụt giảm về sản lượng lẫn gia tăng các chi phí liên quan phòng chống COVID. VCBS ước LNST trong Q3 của PV GAS đạt 1,600 – 1,700 tỷ VNĐ.

Việc mở cửa trở lại trong Q4 có thể giúp nhu cầu tiêu thụ khí tăng trưởng trở lại ít nhất là ở mảng kinh doanh CNG. Còn nhu cầu tiêu thụ khí đốt cho các nhà máy nhiệt điện vẫn phụ thuộc vào tình hình phát điện các nguồn sản xuất khác.

## ĐỊNH GIÁ

**Dự báo kinh doanh GAS 2021** VCBS dự báo giá dầu Brent ở mức 80 USD/thùng trong nửa cuối năm 2021, VCBS dự phóng KQKD năm 2021 của GAS lần lượt đạt **75.740 tỷ đồng doanh thu và 9.778 tỷ đồng LNST** - tương đương với EPS là 5.222 đồng / cổ phiếu.

VCBS sử dụng DCF để đánh giá giá hợp lý của GAS năm 2021.

### Dự phóng KQKD của GAS

Business Result	2020E	2021F	2022F	2023F
Revenue	64,150,007	75,740,219	83,149,068	89,436,381
- COGs	52,792,938	60,501,058	66,974,279	72,473,802
Gross profit	11,357,069	15,239,161	16,174,789	16,962,579
EBIT	9,923,682	12,299,964	12,829,289	13,417,388
EBT	9,937,309	12,299,964	12,829,289	13,417,388
EAT	7,927,979	9,778,471	10,199,285	10,666,823
EPS	5,007	5,222	5,462	5,799

### Định giá

	FY21	FY22	FY23	FY24	FY25
EBIT	11,831	12,766	13,296	14,075	17,053
Unlevered net income	9,406	10,149	10,570	11,190	13,557
Plus: D&A	3,342	3,510	3,831	3,725	4,201
Less: Capex	(8,252)	(6,339)	(6,971)	(3,859)	(5,652)
Less: WC increase	(90)	(2,026)	(949)	(1,191)	(910)
UFCF	4,405	5,294	6,481	9,866	11,195
Discount factor	100%	92%	84%	77%	71%
PV of UFCF	4,405	4,917	5,592	7,907	8,335
<b>Giá hợp lý</b>			<b>120,500</b>		

## KHUYẾN NGHỊ

**MUA: 120,500**

Nếu tình hình thời tiết tiếp tục mưa nhiều thì sẽ không có gì bất ngờ nếu hiệu suất hoạt động các nhà máy thủy điện sẽ tiếp tục tăng trong Q4.2021 và Q1.2022. Tính tới thời điểm hiện tại mùa mưa đang đến chậm hơn so với 2022, đặc biệt là tại khu vực miền Bắc. Do đó, hiệu suất hoạt động của các nhà máy thủy điện có thể thấp hơn đến đầu năm 2022. Tuy nhiên, đây cũng là giai đoạn các nhà máy điện gió đi vào hoạt động, tổng công suất thiết kế điện gió dự kiến vận hành trước 2022 để kịp giá FIT của chính phủ dự tính ở mức 6,000 MW ~ 10% công suất tổng nguồn điện cả nước. Đây là con số khá đáng kể, với mức hiệu suất hoạt động trung bình 35-40%. Tổng công suất phát hiện thực tế tăng 3.5-4% tổng công suất hiện tại.

Do đó có thể thấy, trong điều kiện giá dầu vẫn giữ ở mức cao như hiện tại. Hoạt động kinh doanh của GAS phụ thuộc và 2 yếu tố chính (1) Tổng cầu tiêu thụ điện – đặc biệt là sự hồi phục của nền kinh tế khu vực phía Nam sau dịch; (2) Tình hình lượng mua khu vực phía Nam trong Q4.2021 và hiệu suất hoạt động các dự án điện gió mới.

Tuy nhiên, VCBS tin rằng PV GAS vẫn tăng trưởng nhờ “low base” trong Q4.2020

VCBS đưa ra khuyến nghị **“MUA”** cho cổ phiếu GAS với giá mục tiêu năm 2021 là **120.500 đồng/CP**.

**ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG**

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

**Trần Minh Hoàng**

Trưởng phòng Phân tích Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

**Ngô Duy Tài**

Trưởng nhóm Phân tích Ngành – Doanh nghiệp

ndtai@vcbs.com.vn