

Ngành Dầu khí

Báo cáo cập nhật

Tháng 10, 2022

Mã giao dịch: GAS

Reuters: GAS.HM

Bloomberg: GAS VN Equity

Hưởng lợi từ giá dầu cao

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	118.301
Giá thị trường (13/10/2022)	108.000
Lợi nhuận kỳ vọng	9,5%

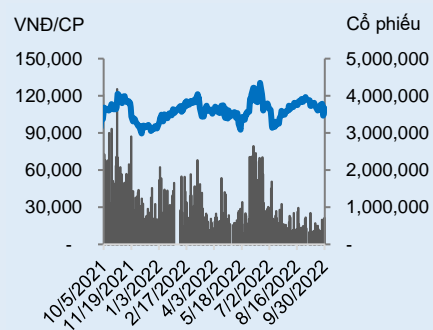
Giá dầu hạ nhiệt trong quý cuối năm, nhưng vẫn sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2023. Trong Q4, chúng tôi cho rằng giá dầu có thể duy trì ở mức 90 USD/thùng, giảm đáng kể so với mức trung bình 111,36 USD/thùng trong 2 quý đầu năm, nhưng cao hơn mức trung bình trong Q3 là 85,42 USD/thùng do lo ngại về suy thoái kinh tế. Tuy nhiên trong dài hạn, BVSC đánh giá chênh lệch cung cầu sẽ khiến giá dầu duy trì ở mức cao. Chúng tôi ước tính giá dầu sẽ đạt 95 USD/thùng trong năm 2023 (-4,5% yoy), và giảm xuống 80 USD/thùng trong năm 2024.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	89.560-130.440
Vốn hóa	210.535 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	1.913.950.000
KLGD bình quân 10 ngày	428.680
% sở hữu nước ngoài	2,99%
Room nước ngoài	49,00%
Giá trị cổ tức/cổ phần	3.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	2,73%
Beta	0,99

Sản lượng khí khô kỳ vọng sẽ phục hồi tốt trong năm 2023. Do hiện tượng La Nina có khả năng kéo dài đến hết năm 2022, huy động thủy điện sẽ được ưu tiên trong bối cảnh giá than và giá khí vẫn đang duy trì ở mức cao. Từ đầu năm 2023, hiện tượng La Nina được dự báo sẽ dần kết thúc và bước vào pha trung tính, sẽ giúp sản lượng khí khô của GAS phục hồi tốt hơn. Ước tính lượng khí khô sẽ đạt 7,6 tỷ m³ trong năm 2022 (+6,2% yoy), và đạt tốc độ tăng trưởng kép 10,4% trong giai đoạn 2023-2024.

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
GAS	10,9%	-5,5%	16,9%	3,8%
VN-Index	-25,8%	-11,4%	-2,9%	-22,2%

Hưởng lợi từ việc gia tăng nhập khẩu LNG. Hiện tại, dự án LNG Thị Vải (công suất 1 triệu tấn/năm) đang bước vào giai đoạn cuối cùng, dự kiến sẽ nhận dòng khí đầu tiên vào cuối Q4/2022 và chính thức đi vào hoạt động trong năm 2023. Dự án sẽ được nâng công suất thêm 3 triệu tấn/năm, đồng thời phát triển trạm LNG thứ 2 tại Sơn Mỹ với công suất 3-6 triệu tấn/năm sẽ giúp bổ sung lượng khí thiếu hụt do tình trạng cạn khí tại các mỏ hiện tại. Theo ước tính, lượng khí thiếu hụt có thể vào khoảng 800 triệu m³ trong năm 2023 và tăng dần lên 2,9 tỷ m³ trong năm 2028.

Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn là động lực tăng trưởng trong dài hạn. Dự án này sẽ giúp bổ sung đáng kể lượng khí cung cấp ra thị trường với công suất ước tính 5-7 tỷ m³/năm, đảm bảo lượng khí hoạt động cho hơn 10 năm tới (trừ lượng vào khoảng 107 tỷ m³). Giá trị dự án đóng góp thêm vào doanh nghiệp theo tính toán của chúng tôi vào khoảng 27.884 VNĐ/cp (~ 25% giá giao dịch của GAS tại ngày 30/9/2022). Tuy nhiên do chưa có quyết định đầu tư chính thức, nên chúng tôi chưa đưa dự án này vào mô hình định giá.

Định giá và khuyến nghị

Sử dụng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** cho **Q4/2022** và **OUTPERFORM** trong năm **2023**, với giá mục tiêu lần lượt là **118.301 VNĐ/cp (upside 9,5%)** và **127.987 VNĐ/cp (upside 18,5%)**.

Chuyên viên phân tích

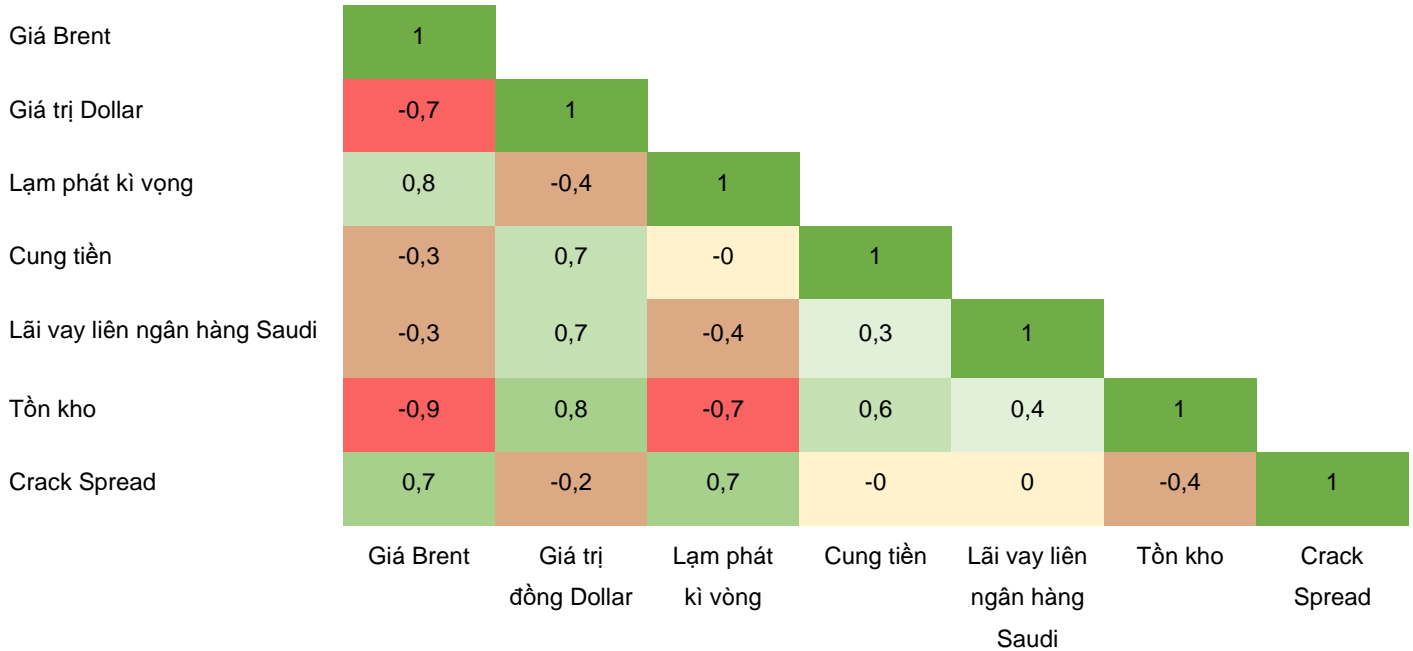
Đỗ Long Khánh

(84 24) 3928 8080 ext 209

khanhdl@bvsc.com.vn

Đánh giá về diễn biến giá dầu

Trong ngắn hạn, giá dầu có thể duy trì ở mức 90 USD/thùng trong những tháng cuối năm do lo ngại suy thoái kinh tế



Nguồn: Bloomberg

Trong nghiên cứu mới đây, Bloomberg đã chỉ ra các yếu tố sẽ tác động lớn lên giá dầu Brent bao gồm: giá trị đồng Dollar, lạm phát kì vọng, cung tiền, lãi vay liên ngân hàng tại Saudi, lượng tồn kho dầu, và tỉ lệ Crack spread. Bảng trên cho chúng ta thấy mối tương quan giữa các biến trong mô hình hồi quy đã được sử dụng. Hệ số tương quan âm cho thấy hai biến có mối quan hệ ngược chiều và ngược lại. Tỉ lệ càng lớn thì mối quan hệ càng lớn. Như vậy, 3 yếu tố lớn ảnh hưởng giá dầu Brent trên thị trường bao gồm: **(1)** giá trị đồng đô-la, **(2)** tỉ lệ dầu tồn kho và **(3)** lạm phát kỳ vọng.

Dựa trên kết quả trên, Bloomberg cũng đã chỉ ra rằng trong ngắn hạn, giá dầu trên thị trường tài chính sẽ bị ảnh hưởng mạnh bởi các yếu tố liên quan đến tâm lý và kỳ vọng, thay vì sự chênh lệch cung cầu. Hiện tại, tâm lý lo lắng về khủng hoảng và sự chậm lại về nhu cầu của các quốc gia tiêu thụ lớn là nguyên nhân chính khiến giá dầu giảm mạnh trong thời gian vừa qua, bất chấp rủi ro chênh lệch cung cầu gia tăng khi lệnh trừng phạt của EU lên Nga chính thức có hiệu lực từ 5/12/2022.

Ước tính giá dầu trung bình trong Q4/2022 có thể đạt mức 90USD/thùng do sự bất ổn trong diễn biến về xung đột tại Ukraine, khả năng OPEC cắt giảm sản lượng trong 2 tháng cuối năm; đồng thời vẫn còn những lo ngại về suy thoái kinh tế và FED sẽ tiếp tục tăng lãi suất. Tuy vậy chúng tôi cho rằng trong trung và dài hạn, tương quan cung – cầu sẽ vẫn là yếu tố quan trọng tác động lên giá dầu

Các yếu tố ảnh hưởng đến giá dầu	Xác suất xảy ra
Upside catalysts	
EU gia tăng các biện pháp trừng phạt dầu Nga vào T12. Nga cắt giảm sản lượng để đáp trả	Cao
Phần lớn thành viên trong khối OPEC gặp khó khăn trong việc nâng sản lượng do công suất dự trữ không còn nhiều	Cao
Nhu cầu toàn cầu hồi phục tốt, trong khi tồn kho dầu suy giảm	Trung bình
Các hạn chế về hàng không được nới lỏng, nhu cầu tiêu thụ dầu nhiên liệu gia tăng	Cao
Các yếu tố địa chính trị, các sự kiện đột biến khác	Trung bình
Downside catalysts	
Dầu Iran được cung cấp trở lại thị trường nếu đạt được thỏa thuận hạt nhân	Thấp
Chính sách thắt chặt của các quốc gia để kiểm soát lạm phát có thể làm giảm nhu cầu tiêu thụ	Trung bình
Trung Quốc tiếp tục kéo dài lockdown trong bối cảnh thực hiện chính sách zero-covid	Trung bình
Đồng Dollar mạnh lên	Trung bình
Sản lượng sản xuất cao hơn dự kiến từ các nước không thuộc OPEC	Thấp
Xung đột địa chính trị hạ nhiệt	Thấp

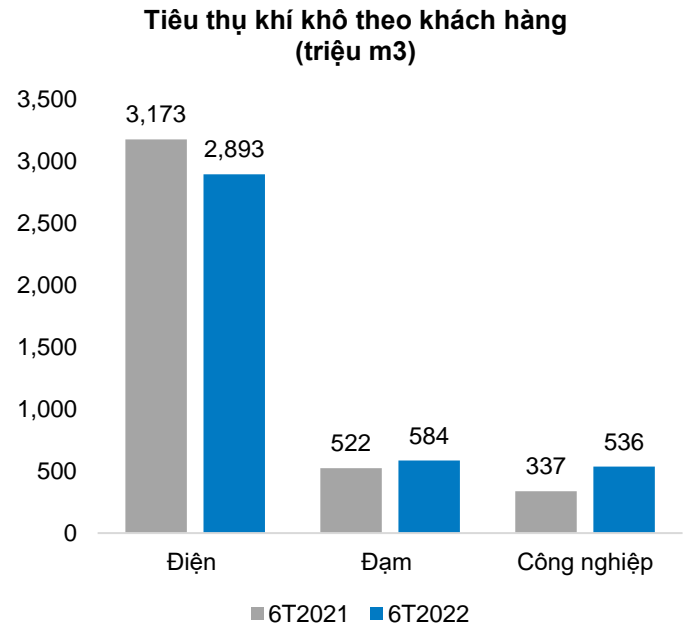
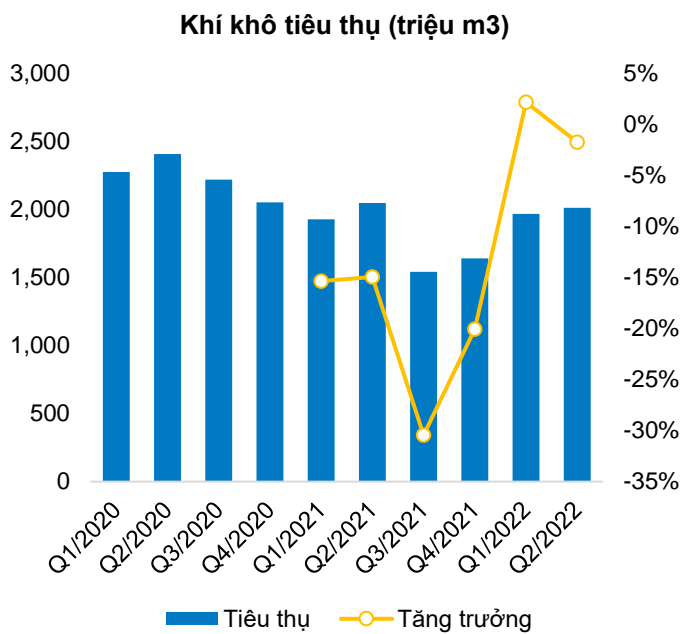
Dự phóng giá dầu của các tổ chức (USD/thùng)

Tổ chức	Q4/2022	2022F	2023F	2024F	2025F
Bloomberg	90				
EIA	98	104,21	96,91		
ICE	91,7	101,97	85,5	79,74	75,71
Fitch Rating		105	100		
S&P Global Ratings		106	90		
BofA		104,48	100		
Standard Chartered		103	91		
Trung bình	93,2	104,1	93,9	79,7	75,7

Cập nhật kết quả kinh doanh và luận điểm đầu tư
Sản lượng tiêu thụ giảm nhẹ do giá cao và nhu cầu thấp từ các nhà máy điện

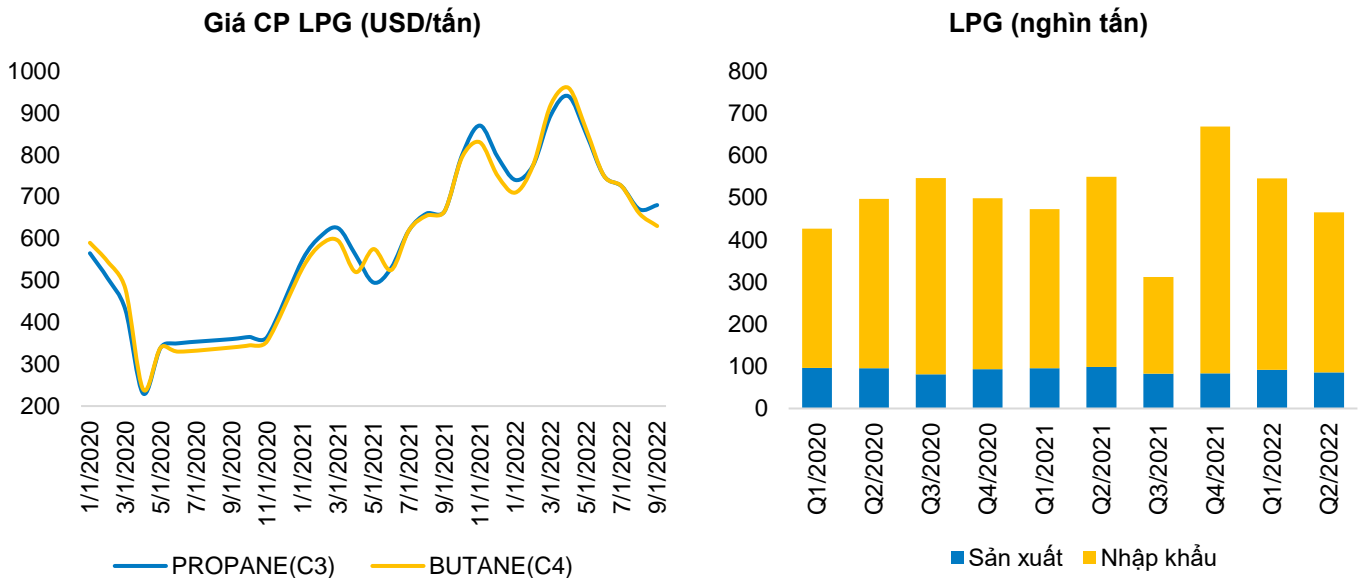
Sản lượng khí ẩm và khí khô của GAS nửa đầu năm chỉ đạt 4,1 và 4 tỷ m³, xấp xỉ cùng kỳ. Nguyên nhân là do nhu cầu của các khách hàng điện vẫn tương đối thấp trong bối cảnh giá khí cao và hiện tượng La Nina tiếp diễn khiến cho huy động điện khí không được như kỳ vọng. Sản lượng khí khô cung cấp cho các khách hàng điện của GAS chỉ bằng 91% cùng kỳ ~ 44,9% kế hoạch cả năm. Trong khi đó, sản lượng cung cấp cho khách hàng đạ m và công nghiệp duy trì ổn định. Giá phân đạ m cao thậm chí đã khiến các nhà máy sản xuất phân đạ m tăng sản lượng tiêu thụ khí

thêm 11,9% so với cùng kỳ. Tiêu thụ khí của khách hàng công nghiệp cũng tăng 59,2% YoY, đạt 536 triệu m3 nhờ sản xuất kinh doanh phục hồi.



Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp

Đối với sản phẩm khí LPG, sau khi có sự hồi phục tốt trong Q1/2022, sản lượng tiêu thụ đã sụt giảm trong Q2, khiến tổng lượng khí tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm chỉ đạt hơn 1 triệu tấn (-1,2% yoy) ~ 59,4% kế hoạch cả năm. Nguyên nhân của sự sụt giảm là do giá LPG duy trì ở mức cao làm giảm tính cạnh tranh so với các nhiên liệu thay thế khác, dẫn đến giảm nhu cầu tiêu thụ. Tính bình quân 6 tháng đầu năm, giá khí hóa lỏng thế giới đã đạt mức 827,08 USD/tấn, cao hơn 276,67 USD/tấn (tương đương tăng khoảng 50,26%) so với 6 tháng đầu năm 2021. Điều đó đã khiến cho giá bán lẻ LPG trong nước được điều chỉnh tăng 4.000 VNĐ/bình 12kg so với thời điểm cuối năm 2021.



Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp

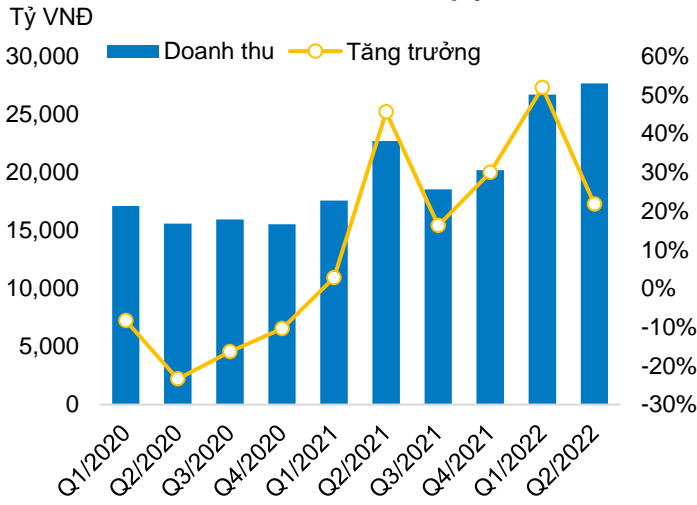
Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng tốt nhờ giá khí tăng cao

Tuy sản lượng không đạt kế hoạch, GAS vẫn ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng ấn tượng trong nửa đầu năm 2022. Cụ thể, doanh thu 6 tháng của GAS đạt 54.343 tỷ đồng, lợi nhuận sau thuế đạt 8.637 tỷ đồng, tăng lần lượt 34,9% và 98,1% YoY. Kết quả trên đạt được chủ yếu là nhờ giá dầu thô bình quân 6 tháng đạt 106 USD/thùng và CP LPG đạt 827 USD/tấn, cao hơn cùng kỳ lần lượt 65,9% và 50,3%. Biên lợi nhuận gộp 6 tháng cũng được cải thiện lên mức 22,2%, tăng 466 bps so với cùng kỳ 2021 nhờ giá thành sản xuất ước tính tăng với tốc độ chậm hơn doanh thu (*riêng biên lợi nhuận trong Q2 đã tăng lên 25%, trong khi cùng kỳ năm 2021 là 16,7%*). Trong đó, giá thành khí khô tăng khoảng 4%, các sản phẩm khác như condensate và LPG cũng có chi phí tăng chậm hơn giá bán ra (+13%-24% YoY tùy sản phẩm).

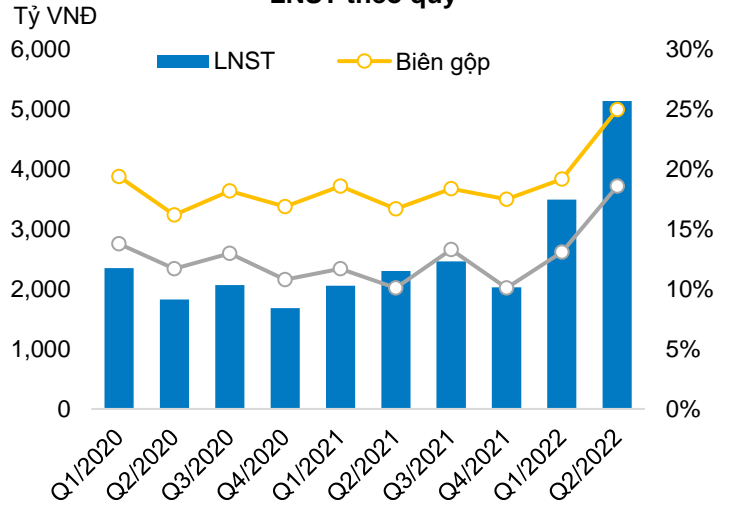
Như vậy, GAS đã hoàn thành 68% kế hoạch doanh thu và 122,7% kế hoạch lợi nhuận của cả năm 2022 chỉ trong 6 tháng. Trong những tháng tiếp theo, chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ khí của các nhà máy điện tiếp tục thấp hơn kế hoạch do miền Nam đang trong mùa mưa và hiện tượng La Nina vẫn rất ủng hộ các nhà máy thủy điện. Nhu cầu của các khách hàng điện sẽ tăng trở lại trong năm 2023 khi hiện tượng La Nina suy yếu và khí hậu bắt đầu bước vào pha trung tính.

Ước tính doanh thu Q3 đạt 23.870 tỷ VNĐ (+28,7% yoy), LNTT đạt 3.303 tỷ VNĐ (+7,1% yoy). Tính chung 3 quý đầu năm, tổng doanh thu đạt 78.213 tỷ VNĐ (+33,0% yoy) ~ 97,7% kế hoạch năm; LNTT đạt 13.908 (+58,4% yoy) ~ 155,9% kế hoạch năm.

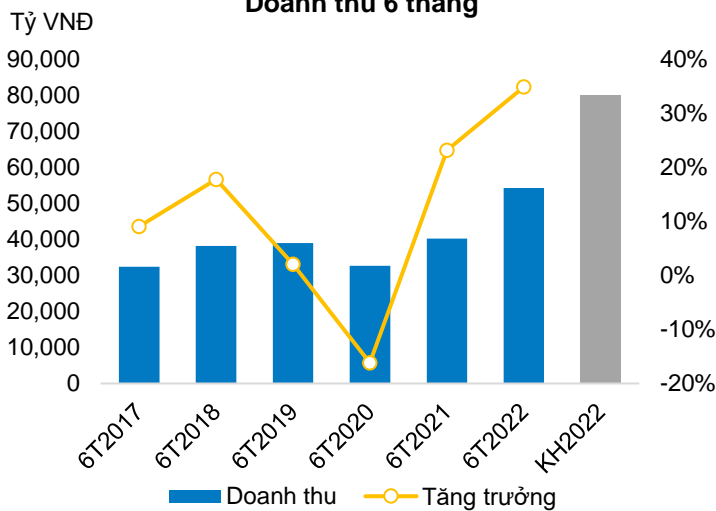
Doanh thu theo quý



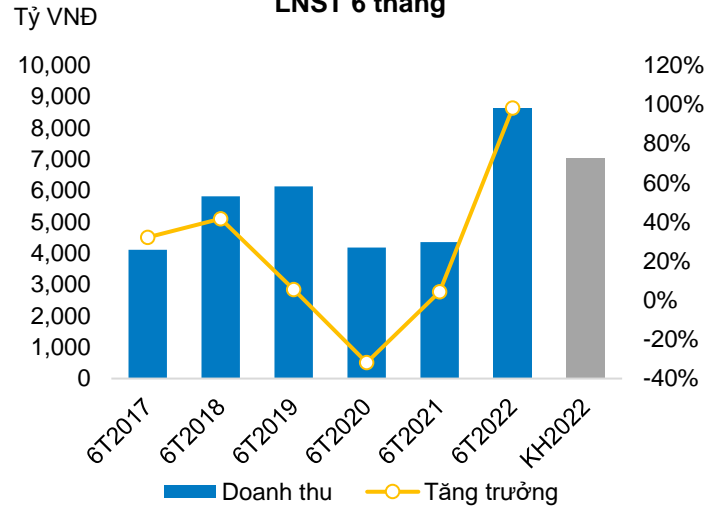
LNST theo quý



Doanh thu 6 tháng



LNST 6 tháng

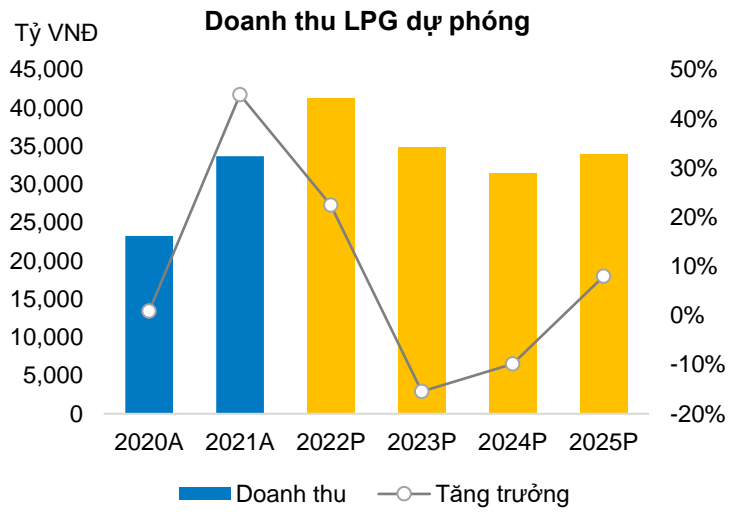
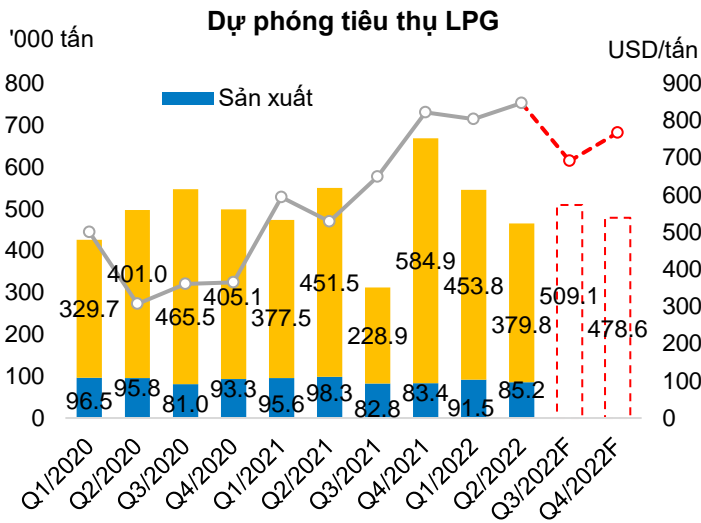


Nguồn: GAS, BVSC tổng hợp

Doanh thu mảng LPG tăng trưởng tốt trong 3 tháng cuối năm nhờ nền thấp và giá CP LPG vẫn ở mức cao

Nhu cầu tiêu thụ LPG trong nước nhìn chung tương đối ổn định sau đại dịch, do đó sẽ không có biến động quá lớn như giai đoạn 6 tháng cuối năm 2022. Chúng tôi ước tính lượng LPG tự sản xuất đạt lần lượt 90,1 nghìn tấn và 95,7 nghìn tấn trong 2 quý cuối năm, tăng lần lượt 8,9% và 14,7% so với cùng kỳ. Tính chung cả năm, tổng lượng LPG tự sản xuất là 362,5 nghìn tấn (+0,7% yoy) ~ đạt 92,5% kế hoạch. Mức sản xuất này tương đương với 17,7% lượng LPG cung cấp ra thị trường.

Báo cáo cập nhật GAS

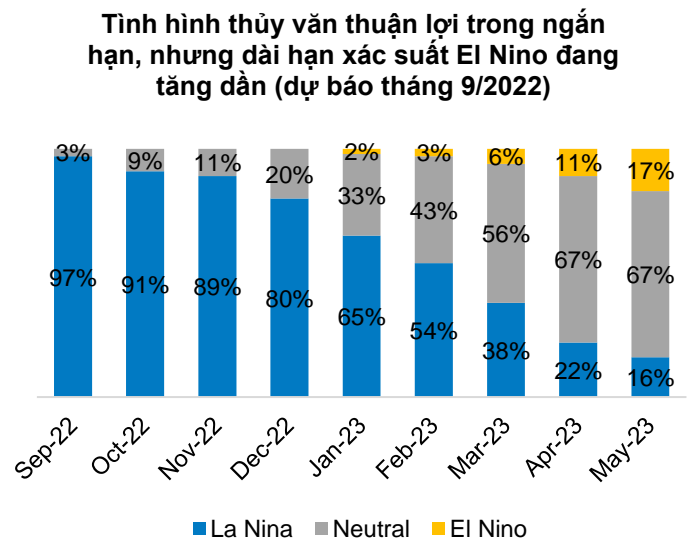
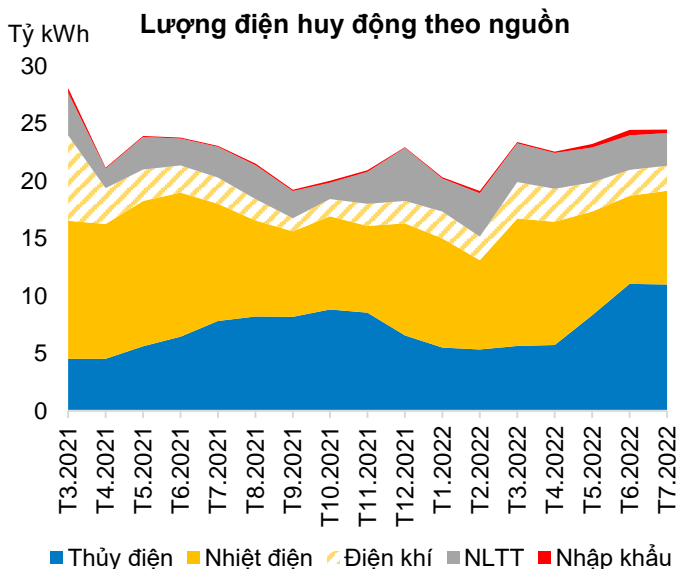


Nguồn: BVSC

Do được sử dụng cho dân dụng nên nhìn chung tiêu thụ LPG là tương đối ổn định. Với dự báo thận trọng, chúng tôi ước tính tốc độ tăng trưởng kép sản lượng LPG là 8,4%/năm. Doanh thu sẽ đạt đỉnh vào năm 2022 do giá CP LPG ở mức cao do biến động mạnh theo giá dầu, giảm dần vào các năm sau khi giá dầu bớt nóng.

Sản lượng khí khô hồi phục tốt hơn trong năm 2023

Trong 8 tháng đầu năm 2022, nhu cầu điện tăng 5% so với cùng kỳ, cao hơn nhiều so với mức tăng 2,8% trong 6 tháng đầu năm, phản ánh mức cơ sở so sánh thấp trong nửa cuối năm 2021, và sự tăng trưởng cao 15,6% của chỉ số công nghiệp. Chúng tôi dự báo nhu cầu tiêu thụ điện trên toàn quốc có thể tăng 8% so với cùng kỳ do nắng nóng vẫn kéo dài cho đến hết Q3/2022. Trong đó Q3 sẽ ghi nhận tăng trưởng mạnh với 10,4% yoy, nguyên nhân là do thời tiết nắng nóng khiến nhu cầu cao và nền thấp trong cùng kỳ.

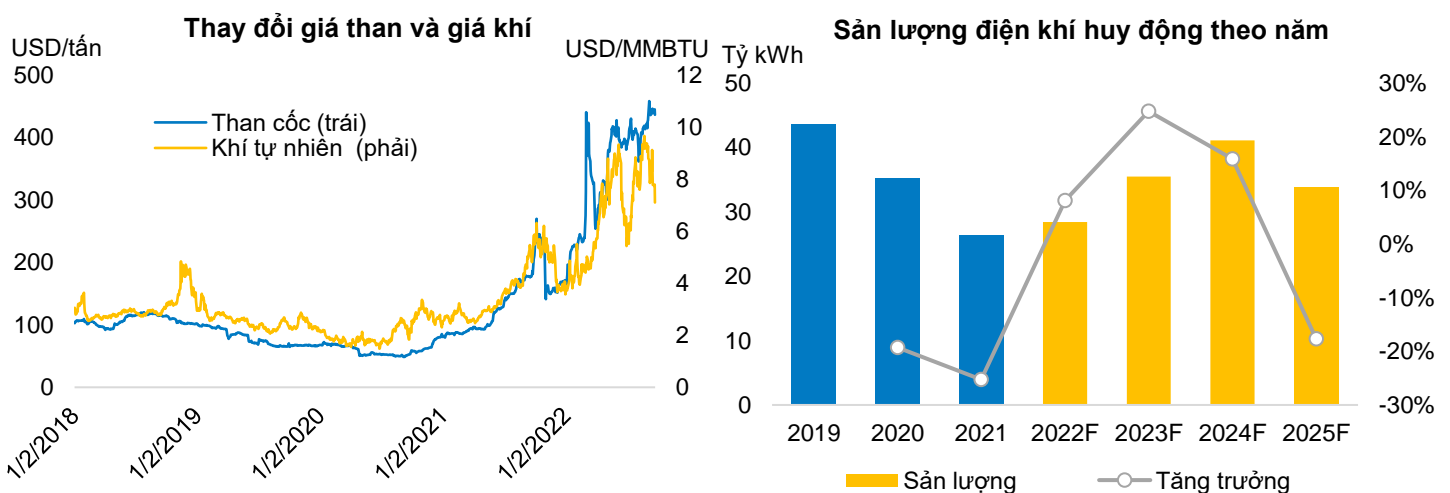


Nguồn: IRI, BVSC tổng hợp

Huy động thủy điện vẫn sẽ được ưu tiên trong những tháng cuối năm, trong bối cảnh sản lượng điện tiếp tục tăng trưởng.

Chúng tôi đánh giá nhu cầu khí huy động cho các nhà máy điện khí sẽ chỉ bắt đầu tăng mạnh trở lại từ năm 2023 do 2 nguyên nhân chính:

- **Hiện tượng La Lina kéo dài hơn.** Theo Trung tâm khí tượng thủy văn, các hồ chứa thủy lợi vừa và lớn tại các tỉnh ở Trung Bộ và Nam Bộ dung tích bình quân đạt từ 50-80% dung tích thiết kế. Thêm vào đó, từ tháng 9 đến hết năm 2022, tổng lượng mưa tại các khu vực Trung Bộ, Nam Bộ sẽ cao hơn trung bình nhiều năm khoảng 20-50% (xác suất hơn 60%). Bên cạnh đó, theo dự báo của Viện Nghiên cứu Quốc tế về Xã hội và Khí hậu (IRI) và Trung tâm Dự báo khí tượng thủy văn quốc gia, hiện tượng La Nina có thể kéo dài đến hết năm 2022. Do đó, chúng tôi cho rằng thủy điện có thể sẽ được ưu tiên huy động tối đa sản lượng trong những tháng cuối năm do giá cạnh tranh.
- **Giá nguyên liệu than vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao cho đến đầu năm sau.** Do ảnh hưởng của các cuộc chiến giữa Nga – Ukraine, giá khí quốc tế đã tăng 90% so với thời điểm đầu năm. Trong khi đó, quá trình tái cơ cấu thương mại năng lượng quốc tế sau các lệnh trừng phạt của phương Tây đối với Nga đã làm nguồn cung khan hiếm, khiến giá than tăng cao, với giá tại thời điểm ngày 22/9/2022 là 436,5 USD/tấn (+156,8% so với đầu năm). Chúng tôi cho rằng giá than trong thời gian còn lại của năm 2022 và đầu năm 2023 sẽ vẫn ở mức cao và tiếp tục tăng, do hạn chế về nguồn cung, cũng như nhu cầu tiêu thụ gia tăng của các nước lớn, đặc biệt là các nước châu Á đang mở cửa nền kinh tế trở lại sau đại dịch. Trong bối cảnh La Lina có thể dần kết thúc, huy động điện khí sẽ được hưởng lợi.

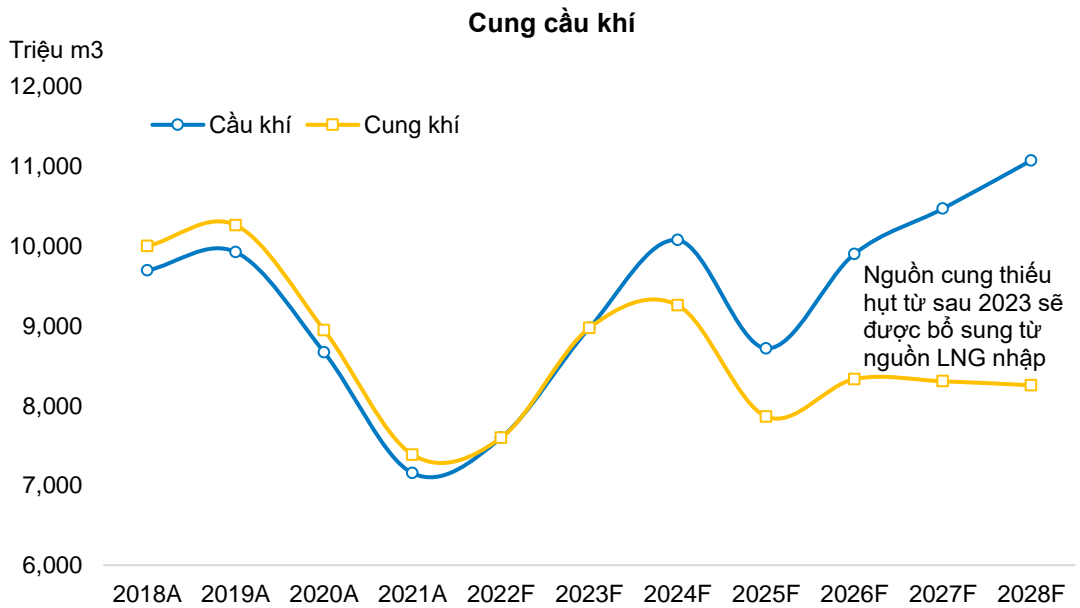


Nguồn: Bloomberg, PVN, BVSC tổng hợp

BVSC ước tính lượng khí huy động trong 2 quý cuối năm là 6,65 tỷ kWh và 6,59 tỷ kWh, tăng trưởng lần lượt là 26,4% và 22,4% yoy, giúp lượng khí khô tiêu thụ toàn thị trường trong H2 đạt 3,67 tỷ m3 (+13,7% yoy).

Nhu cầu khí LNG tăng lên từ giữa năm 2023 để bù đắp lượng khí khô thiếu hụt

Vào tháng 5-2023, cụm mỏ Lan Tây/Lan Đỏ (lô 06.1) sẽ dừng hoạt động, với lượng khí cung cấp trong năm 2021 là 2,1 tỷ m3 (chiếm trung bình 30% tổng lượng khí huy động mỗi năm), có thể gây ra tình trạng thiếu khí tại khu vực Đông Nam Bộ. Chúng tôi ước tính lượng thiếu hụt sẽ vào khoảng 800 triệu m3 trong năm 2023, và tăng dần lên 2,9 tỷ m3 trong năm 2028. Thực trạng này khiến nhu cầu nhập LNG sẽ ngày càng trở nên quan trọng trong những năm tới. Ngoài ra, theo dự thảo Tổng Quy hoạch Phát triển điện VIII (tháng 4/2022), theo tính toán của Bộ Công Thương, Việt Nam sẽ cần khoảng 14-18 tỷ m3 khí LNG vào năm 2030. Điều này củng cố cho triển vọng nhập khẩu LNG tại Việt nam và các dự án LNG của GAS. Hiện tại, GAS đang xây dựng trạm LNG Thị Vải (1 triệu tấn/năm), dự kiến đi vào hoạt động trong năm 2023 (dự kiến nhận dòng khí đầu tiên vào cuối Q4/2022). Ngay sau đó, GAS cũng đang gấp rút đẩy nhanh quá trình xin phép và xây dựng dự án LNG Thị Vải giai đoạn 2 với công suất 3 triệu tấn/năm, dự kiến hoàn thành vào năm 2024. GAS cũng đặt mục tiêu phát triển trạm LNG thứ 2 – Sơn Mỹ (3-6 triệu tấn/năm) vào năm 2024.



Nguồn: BVSC

Chuỗi dự án Lô B – Ô Môn là động lực tăng trưởng trong dài hạn

Với vai trò chủ đầu tư chính, chiếm 51% tổng vốn đầu tư của dự án Lô B, tương đương mức đầu tư khoảng 5,1 tỷ USD, GAS sẽ được hưởng lợi chính khi dự án bắt đầu nhận dòng khí đầu tiên vào khoảng cuối năm 2025 - đầu 2026, giúp bù đắp lượng khí thiếu hụt do các mỏ hiện tại đang cạn kiệt.

Chúng tôi cho rằng dự án Lô B sẽ nhận được FID vào cuối năm 2022 hoặc đầu năm 2023 do:

- **Nhà máy Nhiệt điện Ô Môn III – là một trong hai khách hàng tiêu thụ chính lượng khí khai thác từ Lô B, bên cạnh nhà máy nhiệt điện Ô Môn IV đã nhận được chấp thuận đầu tư** từ UBND thành phố Cần Thơ vào 4/8/2022. Việc phê duyệt chủ trương đầu tư dự án này đã gỡ xong nút thắt của dự án sau khoảng 3 năm. Hiện tại, dự án Ô Môn III có thể ký hợp đồng mua bán khí với Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (Petrovietnam) cùng với Ô Môn IV. Đây là tiền đề để triển khai các dự án thượng nguồn khai thác mỏ khí Lô B và đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn. Hiện hai dự án thượng nguồn này đang chờ để có Quyết định đầu tư cuối cùng (FID) và chính thức triển khai.
- **Việc đàm phán giá không còn là nút thắt do giá khí khô đã đang ở mức cao.** Giá khí tại Lô B là 12 USD/mmBTU, đắt hơn khoảng 30% so với khí khô thông thường. Tuy nhiên, hiện tại lượng khí khô đang cạn kiệt dần, đồng thời giá khí khô cũng đã tăng lên 1,5 - 2 lần trong bối cảnh giá dầu tăng; trong khi LNG nhập khẩu để bù đắp thiếu hụt có giá cao hơn nhiều, vào khoảng 20 USD/mmBTU. Do đó việc sử dụng khí từ Lô B với giá 12USD/mmBTU trở nên phù hợp hơn.

Khi chuỗi dự án sẽ được nhận được FID và dự kiến bắt đầu triển khai từ năm 2023, sẽ giúp cung cấp ra thị trường 5-7 tỷ m³/năm trong suốt vòng đời khai thác (trừ lượng ước tính vào khoảng 107 tỷ m³ khí). Sản lượng khí ước tính của GAS năm 2026 sẽ tăng khoảng 30-40% so với hiện tại nhờ dòng khí bổ sung từ dự án mới, và doanh thu vận chuyển khí cũng tăng mạnh sau khi đường ống dẫn khí với chiều dài khoảng 386km được đưa vào vận hành.



Dự phóng và Định giá

Dự báo kết quả kinh doanh Q4/2022 và 2023

Chỉ tiêu	Q4/2022	2022F	2023F	Cơ sở dự báo
Doanh thu (tỷ VNĐ)	24.673	107.234	108.722	
- Tổng lượng khí khô	11.371	56.202	63.939	Ước tính sản lượng khí khô tiêu thụ trong năm 2022 là 7,6 tỷ m ³ (+6,2% yoy) do ảnh hưởng của La Nina kéo dài khiến huy động điện khí sụt giảm. Tuy nhiên nhu cầu tiêu thụ sẽ tăng mạnh trở lại trong năm 2023 và 2024, lần lượt là 8,9 tỷ m ³ (+18,2% yoy) và 9,8 tỷ m ³ (+9,4% yoy) khi thời tiết bước vào pha trung tính và hiện tượng La Lina giảm bớt.
% yoy	22,3%	35,7%	7,8%	
- Tổng lượng LPG	10.341	41.256	34.879	Do phần lớn được sử dụng cho dân dụng nên tốc độ tăng trưởng nhìn chung tương đối ổn định, lần lượt đạt 2 triệu tấn (+5% yoy) và 2,2 triệu tấn (+6% yoy) trong năm 2022 và 2023. Trong đó, chúng tôi cho rằng GPP Dinh Cố và GPP Cà Mau sẽ hoạt động 90% và 95% công suất trong năm 2022 và 2023 để hưởng lợi từ xu hướng giá LPG neo ở mức cao, nâng lượng LPG tự sản xuất lên mức 25% tổng lượng LPG cung cấp ra thị trường.
% yoy	-24,6%	2,1%	6,0%	
Giá vốn	(20.725)	(88.260)	(90.071)	
Lợi nhuận sau thuế	2.270	12.152	12.050	
% yoy	9,2%	37,3%	-0,8%	

Định giá

Sử dụng phương pháp định giá FCFF, chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** cho **Q4/2022** và **OUTPERFORM** trong năm **2023**, với giá mục tiêu lần lượt là **118.301 VNĐ/cp (upside 9,5%)** và **127.987 VNĐ/cp (upside 18,5%)**.

Mô hình FCFF (tỷ VNĐ)

	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P	2028P
CFO	15.472	14.052	15.244	20.002	17.318	18.980	19.929
Capex	-3.067	-2.586	-2.522	-2.883	-3.401	-3.886	-4.619
I(1-t)	291	329	285	261	248	223	201
FCFF	66.158	69.138	62.924	54.764	41.012	29.452	15.511
Fractional FCFF (30/9/22)	3.138	11.796	13.007	17.380	14.165	15.317	15.511
PV Terminal Value	162.005						
PV(FCFF)	228.164						

Báo cáo cập nhật GAS
Bảng tính WACC

	2022P
Lãi suất phi rủi ro	4%
Beta	1,18
Phần bù rủi ro vốn CSH	5,02%
Chi phí vốn CSH	9,92%
Chi phí nợ trước thuế	5,26%
Thuế suất	20%
Chi phí nợ	4,21%
Tỉ trọng vốn CSH	96,25%
Tỉ trọng nợ vay	3,75%
WACC	9,71%

Bảng tính giá mục tiêu

	2022P	2023P
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	4%	4%
Giá trị hiện tại của doanh nghiệp	228.164	246.871
Cộng: Tiền	5.761	5.091
Trừ: Tổng nợ	(7.501)	(7.001)
Giá trị vốn chủ	226.423	244.960
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cp)	1.914	1.914
Giá mục tiêu (VNĐ/cp)	118.301	127.987
Upside	9,5%	18,5%

Chúng tôi đánh giá GAS sẽ tiếp tục được hưởng lợi trong năm tới do giá dầu duy trì ở mức cao, tuy nhiên sẽ thấp hơn trong năm 2022. Tuy sản lượng các mỏ khí đang dần cạn kiệt, nhưng doanh thu sẽ được bù đắp đáng kể nhờ hưởng lợi từ hoạt động nhập khẩu LNG bắt đầu từ cuối năm 2022 để bù đắp sự thiếu hụt khí đốt trong tương lai.

Lô B Ô Môn cũng sẽ là một catalyst dài hạn cho GAS. Nếu được thông qua chủ trương đầu tư, định giá của GAS sẽ tăng lên 155.871 VNĐ/cp trong năm 2023, tương ứng mức Upside là 41,7% so với giá đóng cửa ngày 30/9/2022. Do đây là dự án có giá trị lớn, nên với kịch bản thận trọng, chúng tôi chưa đưa dự án vào mô hình định giá hiện tại.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh (tỷ VNĐ)				
	2020	2021	2022F	2023F
Doanh thu	64.135	78.992	107.235	108.723
Giá vốn	-52.729	-65.007	-88.260	-90.072
Lợi nhuận gộp	11.406	13.986	18.975	18.651
SG&A	-2.712	-3.612	-4.864	-4.669
Doanh thu tài chính	1.440	1.202	1.600	1.366
Chi phí tài chính	-169	-403	-436	-494
Lợi nhuận sau thuế	7.972	8.852	12.153	12.050

Bảng cân đối kế toán (tỷ VNĐ)				
Đơn vị (tỷ VNĐ)	2020	2021	2022F	2023F
Tiền & khoản tương đương tiền	5.237	5.300	5.762	5.091
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.239	16.920	18.516	19.987
Hàng tồn kho	1.663	3.241	3.229	3.569
Tài sản cố định hữu hình	19.335	17.688	20.742	20.101
Tổng tài sản	63.208	78.768	78.346	78.933
Nợ ngắn hạn	9.749	16.561	16.802	18.358
Nợ dài hạn	3.960	10.014	9.476	8.981
Vốn chủ sở hữu	49.500	52.193	52.068	51.595
Tổng nguồn vốn	63.208	78.768	78.346	78.933

Chỉ tiêu tài chính				
	2020	2021	2022F	2023F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	-14,49%	23,17%	35,75%	1,39%
Tăng trưởng LNST (%)	-34,0%	11,0%	37,3%	-0,8%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	17,78%	17,71%	17,69%	17,15%
Lợi nhuận thuần biên (%)	12,25%	10,98%	11,03%	10,59%
ROA (%)	12,53%	12,22%	15,06%	14,63%
ROE (%)	15,85%	17,06%	22,69%	22,20%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,05	0,10	0,10	0,09
Tổng nợ/Tổng VCSH (%)	0,06	0,15	0,14	0,14
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	4.104	4.531	6.181	6.013
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	25.862	27.269	27.204	26.957

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Đỗ Long Khánh** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ 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 những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối
dungpt@bvsc.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối
luonglv@bvsc.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối
ngocnch@bvsc.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không. Tài chính
khanhdk@bvsc.com.vn

Lê Thanh Hòa

Ngân hàng. Tiện ích công cộng
hoalt@bvsc.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật
bachtx@bvsc.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD. BĐS
thaotp@bvsc.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng. CNTT
phuts@bvsc.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô
huyenhtm@bvsc.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp. Tiện ích công cộng
anhnhm@bvsc.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Bán lẻ. Vật liệu cơ bản
manhhd@bvsc.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường
phuonglh@bvsc.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

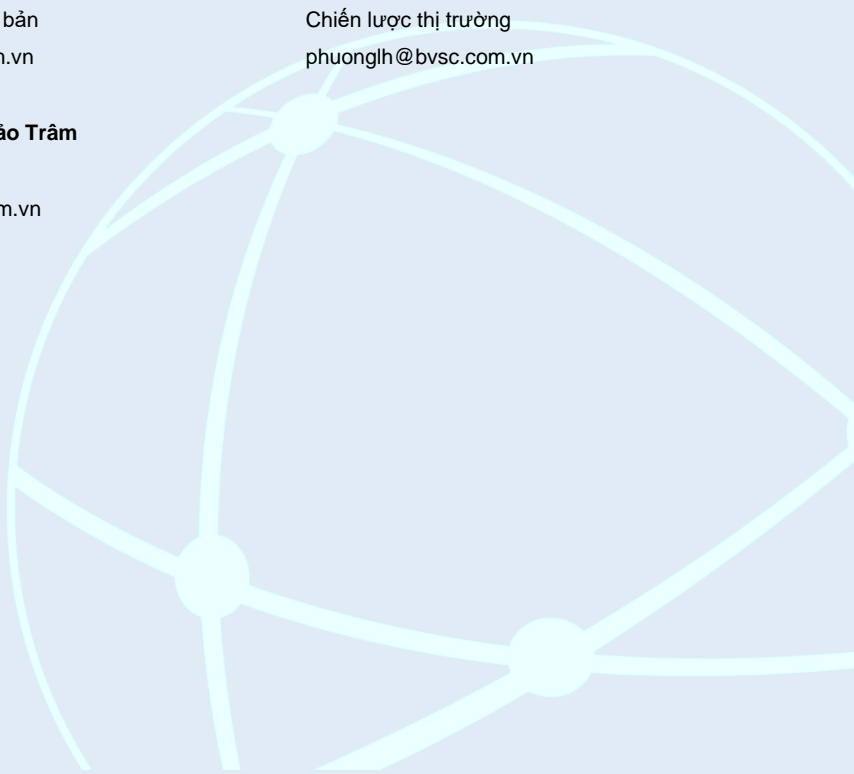
Thép. Phân bón. Dầu khí
hoangnd@bvsc.com.vn

Nguyễn Huỳnh Bảo Trâm

Cảng. Vận tải biển
tramnhb@bvsc.com.vn

Trần Tuấn Dương

Tiện ích công cộng. Cao su tự nhiên. VLXD
duongtt@bvsc.com.vn





Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1. Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888