

# Khuyến nghị danh mục:

## Loại VJC & thêm GAS

12/11/2020

Triển vọng nhóm cổ phiếu hàng không được đánh giá ở mức tiêu cực, khi mà mới đây Hiệp hội Vận tải Hàng không Quốc tế (IATA) đưa ra dự báo doanh thu ngành này tiếp tục sụt giảm mạnh trong năm 2021. Đối với các doanh nghiệp hàng không trong nước, dù các đường bay nội địa ghi nhận sự phục hồi, tuy nhiên vẫn sụt giảm mạnh so với cùng kỳ trong tháng 10, kết hợp với việc giá vé được chiết khấu sâu do tình trạng dư cung, KQKD các doanh nghiệp hàng không dự báo tiếp tục sụt giảm mạnh trong quý 4 và không có nhiều dấu hiệu phục hồi rõ nét trong năm 2021. Chúng tôi quyết định loại VJC khỏi danh mục và sẽ xem xét việc quay trở lại khi có tín hiệu rõ nét hơn về sự khởi sắc của hàng không quốc tế, hay khi có thông tin cụ thể về thời điểm vaccine có thể sản xuất đại trà.

Nhu cầu LNG tăng cao trong các năm tới, cùng kỳ vọng giá dầu hồi phục giúp chúng tôi đưa ra đánh giá khả quan với GAS. Sản lượng thiếu hụt cho ngành điện lực và việc các dự án khí mới bị trì hoãn nhấn mạnh sự cần thiết của việc xây dựng cảng LNG Thị Vải. Hơn nữa, việc bắt đầu nhập khẩu LNG của Việt Nam cũng cho phép các nhà máy lọc dầu bắt đầu sản xuất nhiều sản phẩm hóa dầu. Trong khi đó, kỳ vọng vào vaccine, cũng như khả năng OPEC+ trì hoãn việc nâng sản lượng có thể giúp giá dầu diễn biến tích cực trong thời gian tới. Kết hợp với việc GAS đang ở vùng giá hấp dẫn so với định giá của chúng tôi, chúng tôi quyết định bổ sung GAS vào danh mục thay thế cho VJC.

## Khuyến nghị danh mục

### Thay VJC bằng GAS

Chúng tôi loại bỏ VJC khi diễn biến hồi phục của giá cổ phiếu yếu hơn so với thị trường chung, trong khi KQKD dự báo tiếp tục kém khả quan trong ngắn/trung hạn. Thông tin về vaccine đã có hiệu ứng tích cực lên diễn biến giá cổ phiếu VJC, tuy nhiên tác động tích cực đã không kéo dài. Trên thực tế, chúng tôi cho rằng ngành hàng không toàn cầu nói chung và Việt Nam nói riêng còn gặp nhiều khó khăn trong năm 2021, dù tốc độ phục hồi phụ thuộc vào diễn biến dịch Covid-19, cũng như thời điểm vaccine được sản xuất đại trà. Chúng tôi sẽ cân nhắc quay trở lại cổ phiếu ngành hàng không khi thấy các tín hiệu rõ nét hơn về khả năng khôi phục lại các đường bay thương mại quốc tế.

Chúng tôi thêm vào GAS khi đánh giá outperform cho cổ phiếu này khi được hưởng lợi từ nhu cầu LNG tăng cao, đồng thời kỳ vọng vào sự phục hồi của giá dầu khi OPEC+ trì hoãn việc nâng sản lượng cùng các thông tin về vaccine Covid-19, trong khi định giá cổ phiếu đang ở vùng hấp dẫn cho mục tiêu đầu tư trung dài hạn.

**Chúng tôi gia tăng tỷ trọng cổ phiếu đầu khí vào danh mục bằng cách thêm vào GAS, đồng thời không còn nắm giữ cổ phiếu hàng không thông qua việc loại bỏ VJC**

**Bảng 1. Thay đổi danh mục**

Mã	Thêm/Loại	Nguyên nhân
GAS	Thêm	- Nhu cầu LNG tăng cao trước tình trạng thiếu hụt của ngành điện - Kỳ vọng giá dầu hồi phục - Định giá hấp dẫn
VJC	Loại	- Cổ phiếu underperform thị trường - KQKD sẽ chưa có sự cải thiện rõ nét trong năm 2021. - Xu hướng hồi phục của giá dầu

Nguồn: KBSV

**Doanh thu hàng không trong nước và thế giới dự kiến tiếp tục giảm mạnh trong năm 2021**

IATA mới đây đưa ra dự báo doanh thu hàng không toàn cầu năm 2021 sụt giảm 46% (điều chỉnh so với mức dự báo giảm 29% đưa ra trước đó) so với năm 2019, thời điểm trước khi bùng phát đại dịch Covid-19.

Đối với hàng không trong nước, dù tình hình các đường bay nội địa đã được cải thiện, tuy nhiên số lượng hành khách nội địa chỉ đạt 22.9 triệu khách (-26.8% yoy) trong tháng 10, trong khi giá vé được chiết khấu sâu do tình trạng dư cung, doanh thu hành khách nội địa dự kiến tiếp tục giảm mạnh. Đối với các đường bay quốc tế, lượng khách quốc tế ghi nhận đạt 2.7 triệu khách (-81.2%) yoy trong tháng 10. Số chuyến bay thực hiện của 5 hãng hàng không lớn của Việt Nam là Vietnam Airlines, VietJet Air, Jestar Pacifics, Vasco, Bamboo Airlines chỉ đạt tổng 15,916 (-44,3% yoy) trong tháng 10. Dự kiến kết quả kinh doanh quý 4 của các doanh nghiệp hàng không tiếp tục sụt giảm mạnh và có rất ít dấu hiệu cho thấy sự cải thiện đáng kể trong năm 2021.



# Companies

PV Gas (GAS)

COMPANY REPORT



# PV Gas (GAS)

## Đang trên đà hồi phục

27/07/2020

Chuyên viên phân tích Dầu Khí  
Nguyễn Vinh  
vinhn@kbsec.com.vn

### Báo cáo lần đầu với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 89,200 VND

Chúng tôi ra báo cáo lần đầu GAS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 89,200 VND. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa vào P/B giữa chu kỳ được xác định từ mô hình DDM 3 giai đoạn. Chúng tôi sử dụng định giá giữa chu kỳ nhằm phản ánh quan điểm giá dầu HSFO (dầu FO nhiều sulfur) sẽ phục hồi ở mức vừa phải trong thời điểm sự phục hồi giá dầu có dấu hiệu suy yếu.

### LỰA CHỌN HÀNG ĐẦU: Hưởng lợi từ nhu cầu LNG ngày càng gia tăng và từ sự phục hồi của giá dầu

GAS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi cho ngành dầu khí Việt Nam do là đơn vị được hưởng lợi nhất từ việc nhu cầu LNG tăng cao và cũng như việc giá dầu phục hồi bất chấp có phần chậm theo quan điểm của chúng tôi. Sản lượng thiếu hụt cho ngành điện lực và việc các dự án khí mới bị trì hoãn càng nhấn mạnh sự cần thiết của việc xây dựng cảng LNG Thị Vải. Hơn nữa, việc bắt đầu nhập khẩu LNG của Việt Nam cũng cho phép các nhà máy lọc hóa dầu bắt đầu sản xuất nhiều sản phẩm hóa dầu

### Hưởng lợi nhiều từ việc OPEC+ cắt giảm sản lượng

Việc cắt giảm thêm sản lượng từ các nhà sản xuất tại Trung Đông – thường tạo ra nhiều sản phẩm dầu FO hơn mặt bằng chung – đã làm hạn chế sản lượng dầu FO trên thị trường và hỗ trợ sự phục hồi của giá dầu HSFO. Điều này – và việc các chủ tàu lắp đặt thêm máy lọc để đáp ứng yêu cầu của luật IMO 2020 – khiến chúng tôi tự tin cho rằng giá dầu HSFO đã chạm đáy. Với việc giá khí dựa trên giá dầu HSFO, chúng tôi tin rằng GAS sẽ bắt đầu phục hồi mạnh trong những quý sau

## MUA lần đầu

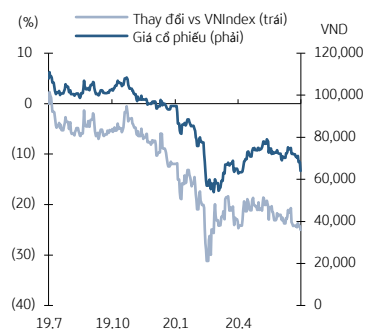
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>VND89,200</b>
Tổng mức sinh lời (%)	44.1%
Giá hiện tại (27/07/2020)	VND64,000
Giá mục tiêu thị trường	VND71,000
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD5,284mn

<b>Dữ liệu giao dịch</b>	
Tỉ lệ free-float (%)	4.2%
GTGD trung bình (3T)	USD2.13mn
Room khối ngoại (%)	45.7%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (95.8%)

<b>Biến động giá cổ phiếu</b>				
(%)	<b>1M</b>	<b>3M</b>	<b>6M</b>	<b>12M</b>
Tuyệt đối	-11.4	-0.3	-32.6	-40.7
Tương đối	-3.8	-2.1	-14.8	-25.0

### Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	75,005	64,521	74,860	89,831
EBIT	13,649	9,334	14,125	16,798
LN sau CĐTS	11,902	8,168	11,569	13,651
EPS (VND)	6,219	4,268	6,044	7,132
Thay đổi EPS (%)	3.9	(31.4)	41.6	18.0
P/E (x)	10.3	15.0	10.6	9.0
EV/EBITDA (x)	7.0	9.6	7.1	6.1
P/B (x)	2.5	2.4	2.2	2.1
ROE (%)	24.7	16.1	21.6	23.8
Tỷ suất cổ tức (%)	6.8	4.7	6.9	8.1



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

**PV Gas (GAS) – Bảng tóm tắt KQKD & dự phóng , 2019E-2022E**

<b>Báo cáo Kết quả HĐKD</b>					<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Tỷ VND)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>(Tỷ VND)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
Doanh thu thuần	75,005	64,521	74,860	89,831	Tổng tài sản	62,179	67,024	75,986	86,564
Giá vốn hàng bán	58,087	52,248	56,932	68,506	Tài sản ngắn hạn	41,815	43,874	49,888	57,458
Lãi gộp	16,919	12,272	17,928	21,326	Tiền & tương đương tiền	4,476	5,288	5,235	5,368
Doanh thu tài chính	1,665	1,486	1,442	1,725	Đầu tư ngắn hạn	24,915	27,885	32,348	37,323
Chi phí tài chính	241	382	667	941	Khoản phải thu	10,359	8,841	10,167	12,200
Gồm: Chi phí lãi vay	198	177	379	581	Hàng tồn kho	1,575	1,427	1,641	1,970
Lãi/(lỗ) liên doanh	(1)	(12)	(4)	(5)	Tài sản ngắn hạn khác	491	432	497	597
Chi phí bán hàng	2,394	1,935	2,479	2,875	Tài sản dài hạn	20,363	23,150	26,097	29,106
Chi phí quản lý DN	875	1,004	1,323	1,653	Khoản phải thu dài hạn	128	114	131	157
Lãi/(lỗ) từ HĐ kinh doanh	15,072	10,426	14,896	17,577	Phải sản cố định	15,850	17,071	21,496	26,618
Thu nhập khác	16	57	92	110	BĐS đầu tư	23	23	23	23
Chi phí khác	20	31	45	54	Tài sản dở dang dài hạn	3,021	4,457	3,157	712
Lãi/(lỗ) khác	(4)	26	47	57	Đầu tư dài hạn	405	451	557	729
Lãi/(lỗ) trước thuế	15,068	10,452	14,943	17,633	Lợi thế thương mại	83	37	16	6
Thuế doanh nghiệp	2,983	2,163	3,082	3,636	Tài sản dài hạn khác	854	997	718	862
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	12,086	8,289	11,862	13,997	Nợ phải trả	12,564	15,113	20,629	27,157
Lợi ích của cổ đông thiểu số	183	120	293	346	Nợ ngắn hạn	9,964	9,805	11,037	12,926
Lợi nhuận sau CĐTS	11,902	8,168	11,569	13,651	Phải trả người bán	6,839	7,048	8,105	9,726
					KH trả tiền trước	203	140	161	194
<b>Chỉ số hoạt động</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	Vay ngắn hạn	1,341	1,194	1,194	1,194
Tăng trưởng doanh thu	(0.8)	(14.0)	16.0	20.0	Khoản dự trữ đặc biệt	425	398	398	398
Tăng trưởng EBIT	(0.6)	(31.6)	51.3	18.9	Nợ ngắn hạn khác	1,157	1,025	1,179	1,415
Tăng trưởng EBITDA	3.6	(25.2)	39.4	20.2	Nợ dài hạn	2,600	5,308	9,591	14,230
Tăng trưởng LN sau CĐTS	3.9	(31.4)	41.6	18.0	Khoản phải trả dài hạn	22	24	28	33
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22.6	19.0	23.9	23.7	Vay dài hạn	1,456	4,806	9,014	13,537
Tỷ suất EBITDA	22.9	19.9	23.9	24.0	Nợ dài hạn khác	1,121	478	550	660
Tỷ suất EBIT	18.2	14.5	18.9	18.7	Vốn chủ sở hữu	49,615	51,911	55,357	59,408
Tỷ suất lợi nhuận trước thuế	20.1	16.2	20.0	19.6	Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140
Tỷ suất lợi nhuận thuần	15.9	12.7	15.5	15.2	Thặng dư vốn cổ phần	211	211	211	211
					Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	Lãi chưa phân phối	10,109	12,433	15,878	19,929
Lãi trước thuế	12,086	8,289	11,862	13,997	Vốn và quỹ khác	18,851	18,860	18,860	18,860
Khấu hao TSCĐ	3,594	3,481	3,782	4,726	Lợi ích cổ đông thiểu số	1,108	1,071	1,071	1,071
(Lãi)/lỗ từ HĐ đầu tư	(1,585)	(932)	(516)	(468)	Tổng nợ & vốn	62,179	67,024	75,986	86,564
Thay đổi vốn lưu động	(1,511)	1,755	(386)	(592)					
(T)/G phải thu	(56)	1,532	(1,343)	(2,059)	<b>Chỉ số chính</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
(T)/G hàng tồn kho	374	147	(214)	(328)	Chỉ số định giá				
(T)/G TS ngắn hạn khác	(29)	59	(65)	(99)	P/E	10.3	15.0	10.6	9.0
(T)/G khoản phải trả	(2,074)	211	1,061	1,627	P/E pha loãng	10.3	15.0	10.6	9.0
(T)/G chi phí trả trước	(35)	(62)	21	32	P/B	2.5	2.4	2.2	2.1
(T)/G nợ ngắn hạn khác	309	(132)	154	236	P/S	1.6	1.9	1.6	1.4
Điều chỉnh khác HĐKD	1,023	(1,172)	(846)	(446)	EV/EBITDA	7.1	9.5	6.8	5.7
Lưu chuyển tiền HĐKD	12,681	12,425	14,411	17,266	EV/EBIT	9.0	13.1	8.7	7.3
Đầu tư ngắn hạn	(3,313)	(2,970)	(4,463)	(4,975)	Tỷ suất cổ tức (%)	6.8	4.7	6.9	8.1
Đầu tư tài sản cố định	(2,554)	(6,165)	(6,906)	(7,402)	Lãi cơ bản/cp (EPS)	6,219	4,268	6,044	7,132
Bất động sản đầu tư	1	0	(0)	(0)	Giá trị sổ sách/cp (BVPS)	25,923	27,123	28,923	31,039
Đầu tư vào công ty con	(292)	(101)	(125)	(154)	Doanh thu/cp (SPS)	39,189	33,711	39,113	46,935
Tài sản khác	547	(43)	319	(152)	Cổ tức/cp (DPS)	4,382	3,000	4,400	5,200
Điều chỉnh khác HĐĐT	888	1,238	442	407	Tỷ lệ chi trả cổ tức (%)	70.4	70.3	72.7	72.9
Lưu chuyển tiền HĐ đầu tư	(4,722)	(8,041)	(10,732)	(12,276)	<b>Chỉ số khả năng sinh lời</b>				
Đồng tiền tự do	10,127	6,259	7,505	9,864	ROE	24.7	16.1	21.6	23.8
T/(G) vay dài hạn	(1,940)	3,350	4,208	4,523	ROA	19.1	12.6	16.2	16.8
T/(G) vay ngắn hạn	(149)	(147)	0	0	ROIC	23.9	14.9	20.1	20.8
Nợ phải trả khác	640	(643)	72	110	<b>Cấu trúc tài chính</b>				
T/(G) vốn CSH	0	0	0	0	Tổng nợ phải trả/Vốn CSH	25.3	29.1	37.3	45.7
Cổ tức đã trả	(8,382)	(5,738)	(8,416)	(9,946)	Vay ròng/Vốn CSH	(3.4)	1.4	9.0	15.8
Trừ: thay đổi vốn CSH	(956)	(254)	(0)	0	TS thanh toán hiện thời	4.2	4.5	4.5	4.4
Điều chỉnh khác HĐTC	599	(138)	404	457	TS khả năng trả lãi vay	69.1	52.8	37.3	28.9
Lưu chuyển tiền HĐ tài chính	(10,189)	(3,571)	(3,732)	(4,857)	<b>Chỉ số hoạt động</b>				
Lưu chuyển tiền trong kỳ	(2,230)	812	(53)	133	Hệ số vòng quay tài sản	1.2	1.0	1.0	1.1
Tiền đầu kỳ	6,706	4,476	5,288	5,235	Hệ số vòng quay phải thu	7.3	6.7	7.9	8.0
Tiền cuối kỳ	4,476	5,288	5,235	5,368	Hệ số vòng quay HTK	42.6	43.0	48.8	49.8
					Hệ số vòng quay phải trả	9.3	9.1	9.7	9.9

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

## KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

---

**Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình**

binhnx@kbsec.com.vn

### **Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường**

**Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh**

anhhd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh**

trinhhtt@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng**

tungla@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Doanh nghiệp – Trần Thị Phương Anh**

anhhttp@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)**

**Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu**

hieudd@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng**

tungna@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga**

ngaphb@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Nguyễn Ngọc Hiếu**

hieunn@kbsec.com.vn

### **Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)**

**Giám đốc Phân tích Khách hàng Quốc tế (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim**

harrison.kim@kbf.com

**Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung**

dungdpp@kbsec.com.vn

**Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Thủy sản – Nguyễn Thanh Danh**

danhnt@kbsec.com.vn

## CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

---

### Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, 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](mailto:ccc@kbsec.com.vn)  
Website: [www.kbsec.com.vn](http://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.