

## TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP (GAS) – CẬP NHẬT

**Giá thị trường**

VND112.400

**Giá mục tiêu**

VND150.700

**Tỷ suất cổ tức**

2,67%

**Khuyến nghị**

KHẢ QUAN

**Ngành**

Hàng tiện ích

Ngày 18/08/2022

**Triển vọng ngắn hạn:** Tích cực

**Triển vọng dài hạn:** Tích cực

**Định giá:** Tích cực

Consensus\*: Mua:9 Giữ:1 Bán:0

Giá mục tiêu/Consensus: 3,7%

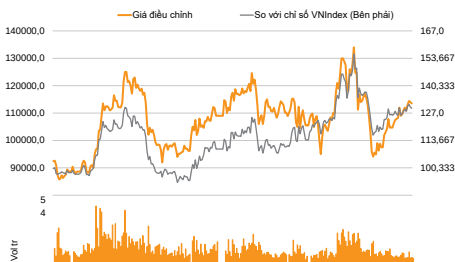
### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Nâng dự phóng EPS năm 2022-24 lên

23,2%/12,1%/5,6%

➢ Nâng giá mục tiêu lên 5,3%

### Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Thông tin cổ phiếu

|                         |         |
|-------------------------|---------|
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 134.000 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 85.800  |
| GTGDBQ 3 tháng (tr VND) | 117.285 |
| Thị giá vốn (tỷ VND)    | 218.190 |
| Free float (%)          | 4       |
| P/E trượt (x)           | 16,9    |
| P/B hiện tại (x)        | 4,25    |

### Cơ cấu sở hữu

|      |       |
|------|-------|
| PVN  | 95,8% |
| Khác | 4,2%  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

## Sản lượng khí sẽ phục hồi tốt hơn trong thời gian tới

- Doanh thu Q2/22 tăng 21,8% svck lên 27.653 tỷ đồng và lợi nhuận (LN) ròng tăng 125% svck lên 5.086 tỷ đồng, mức cao nhất kể từ khi niêm yết.
- Chúng tôi kỳ vọng huy động điện khí sẽ phục hồi mạnh mẽ hơn từ nửa cuối năm 2022, kéo theo sản lượng tiêu thụ khí khô tốt hơn cho GAS.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 150.700 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng dự phóng EPS.

### KQKD mạnh mẽ trong Q2/22 nhờ giá năng lượng tăng vọt

Trong khi sản lượng tiêu thụ khí khô gần như không đổi so với cùng kỳ (svck), giá năng lượng toàn cầu tăng vọt giúp DT Q2/22 tăng 21,8% svck lên 27.653 tỷ đồng. Đáng chú ý, biên LN gộp Q2/22 tăng mạnh 8,3 điểm % svck lên 25% nhờ đóng góp cao hơn của mảng khí khô, là mảng vốn thường mang lại biên lợi nhuận tốt hơn. Chi phí QLDN Q2/22 giảm 60% svck do GAS không phát sinh chi phí phòng ngừa Covid-19 như trong Q2/21 và LN tài chính ròng tăng 94,2% svck nhờ thu nhập từ tiền gửi tăng, góp phần giúp LN ròng Q2/22 tăng 125% svck lên 5.086 tỷ, KQKD theo quý cao nhất kể từ khi niêm yết.

Trong 6T22, DT tăng 35% svck lên 97.668 tỷ đồng và LN ròng tăng gần gấp đôi svck lên 8.515 tỷ đồng, hoàn thành 74% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Sản lượng khí khô kỳ vọng sẽ phục hồi tốt hơn trong nửa cuối 2022

Do La Nina có thể suy yếu từ cuối năm 2022, huy động thủy điện sẽ giảm dần trong nửa cuối năm nay. Do đó, chúng tôi kỳ vọng nhiệt điện khí sẽ phục hồi mạnh hơn từ nửa cuối 2022 trở đi do: (1) nguồn điện thay thế chính là điện than có thể gặp khó khăn trong thời gian tới do giá than tăng cao, và (2) giá dầu tham chiếu đã đạt đỉnh và hạ nhiệt, có thể giúp điện khí có mức giá cạnh tranh hơn; qua đó giúp sản lượng khí khô của GAS phục hồi tốt hơn. Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng khí khô của GAS sẽ tăng 17,5% svck trong năm 2022 từ mức thấp của 2021 và sau đó đạt tăng trưởng kép 7,2% trong năm 2023-24. Về dài hạn, chúng tôi cho rằng các dự án kho cảng LNG và dự án Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng chính cho GAS.

### Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2022-24 lên 23,2%/12,1%/5,6%

Chúng tôi cập nhật giả định giá dầu Brent trung bình mới nhất là 100/90/80 USD/thùng cho năm 2022-24. Trong khi đó, chúng tôi hạ dự phóng sản lượng khí khô trong năm 2022-24 xuống 7,2%/5,6%/1,7% để phản ánh: (1) kết quả thấp hơn kỳ vọng trong 6T22, và (2) giá LNG cao kỷ lục hiện nay có thể làm trì hoãn xu hướng chuyển dịch sang LNG. Đáng chú ý, chúng tôi nâng biên LN gộp 2022-24 từ 18,1%/18,8%/18,8% lên 20,4%/19,8%/19,0% do giả định giá bán khí cao hơn và thay đổi cơ cấu sản lượng tiêu thụ khí. Do đó, dự phóng EPS năm 2022-24 của chúng tôi tăng 23,2%/12,1%/5,6%.

### Duy trì khuyến nghị Khả Quan với giá mục tiêu cao hơn là 150.700 đ/cp

Động lực tăng giá tiềm năng là sản lượng tiêu thụ khí khô cao hơn. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn kỳ vọng và các dự án lớn tiếp tục bị trì hoãn.

| Tổng quan tài chính (VND) | 12-20A  | 12-21A | 12-22E  | 12-23E  |
|---------------------------|---------|--------|---------|---------|
| Doanh thu thuần (tỷ)      | 64.135  | 78.992 | 102.339 | 106.955 |
| Tăng trưởng DT thuần      | (14,5%) | 23,2%  | 29,6%   | 4,5%    |
| Biên lợi nhuận gộp        | 17,8%   | 17,7%  | 20,4%   | 19,8%   |
| Biên EBITDA               | 19,7%   | 18,5%  | 22,0%   | 22,0%   |
| LN ròng (tỷ)              | 7.855   | 8.673  | 14.178  | 14.377  |
| Tăng trưởng LN ròng       | (34,0%) | 10,4%  | 63,5%   | 1,4%    |
| Tăng trưởng LN cốt lõi    | (34,9%) | 10,7%  | 65,0%   | 1,4%    |
| EPS cơ bản                | 4.104   | 4.531  | 7.408   | 7.512   |
| EPS điều chỉnh            | 4.000   | 4.427  | 7.303   | 7.407   |
| BVPS                      | 25.307  | 26.696 | 28.740  | 31.400  |
| ROAE                      | 16,2%   | 17,4%  | 26,7%   | 25,0%   |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## SẢN LƯỢNG KHÍ SẼ PHỤC HỒI TỐT HƠN TRONG THỜI GIAN TỚI

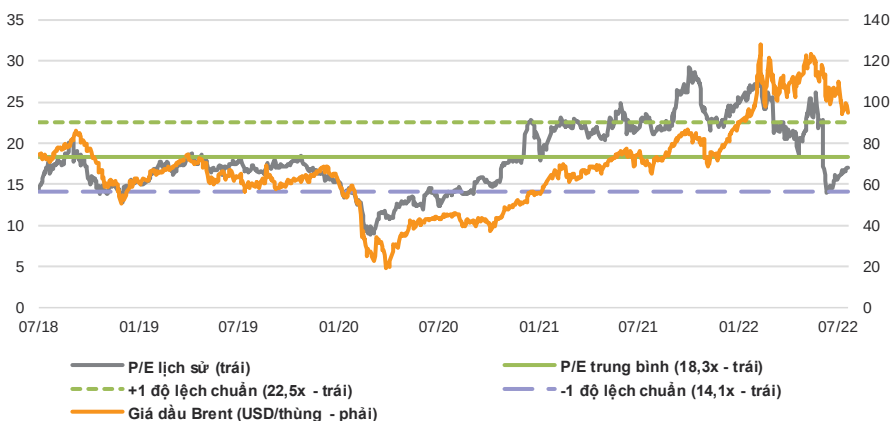
### Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 150.700 đồng/cp

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu thêm 5,3% lên 150.700 đồng/cp sau khi điều chỉnh tăng dự phóng EPS năm 2022-24. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên định giá DCF vì chúng tôi tin rằng phương pháp định giá DCF có thể phản ánh hiệu quả các khía cạnh nội tại cơ bản của doanh nghiệp. Nói chung, chúng tôi duy trì khuyến nghị Khả quan đối với GAS dựa trên: (1) GAS là công ty duy nhất cung cấp khí tự nhiên cho tiêu dùng trong nước, đặc biệt cho sản xuất điện, và (2) công ty cũng đang trong giai đoạn đầu tư mới, để tạo tiền đề cho tăng trưởng dài hạn với một số dự án lớn như kho cảng LNG và đường ống Lô B – Ô Môn. Đáng chú ý, GAS hiện đang sở hữu sức khỏe tài chính lành mạnh với tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -47% và dòng tiền mạnh mẽ, tạo tiền đề cho GAS triển khai các dự án trọng điểm này.

#### Động lực tăng giá tiềm năng và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá tiềm năng là sản lượng tiêu thụ khí khô cao hơn nhờ vào sự phục hồi của huy động điện khí.
- Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn kỳ vọng và các dự án lớn tiếp tục bị trì hoãn như kho cảng LNG Thị Vải hay dự án Lô B – Ô Môn.

**Hình 1: GAS hiện được giao dịch tại mức P/E trượt 12 tháng là 16,9 lần (và P/E 2022 là 15,2 lần), thấp hơn mức P/E trung bình 4 năm của công ty**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 17/08)

**Hình 2: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF**

| Phương pháp DCF                                |                |
|------------------------------------------------|----------------|
| Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng) | 174.339        |
| Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)    | 88.014         |
| Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)                 | 262.353        |
| Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)       | 30.100         |
| Trừ: Nợ (tỷ đồng)                              | (2.981)        |
| Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)        | (1.098)        |
| Giá trị VCSH (tỷ đồng)                         | 288.373        |
| Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)             | 1.914          |
| Giá trị cổ phiếu (đồng)                        | 150.669        |
| <b>Giá mục tiêu (đồng)</b>                     | <b>150.700</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Phương pháp DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

| Tỷ đồng                                  | 12-22    | 12-23    | 12-24    | 12-25    | 12-30     | 12-35     | CAGR 21-35 |
|------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|------------|
| DT thuần                                 | 102.339  | 106.955  | 107.918  | 116.551  | 155.189   | 184.144   | 6,2%       |
| % svck                                   | 29,6%    | 4,5%     | 0,9%     | 8,0%     | 4,7%      | 2,8%      |            |
| COGS & OPEX                              | (85.147) | (89.535) | (91.235) | (98.534) | (131.199) | (155.678) |            |
| EBIT                                     | 17.192   | 17.420   | 16.683   | 18.017   | 23.990    | 28.466    | 7,5%       |
| <i>Biên LN hoạt động KD</i>              | 16,8%    | 16,3%    | 15,5%    | 15,5%    | 15,5%     | 15,5%     |            |
| Thuế khả dụng                            | -20,0%   | -20,0%   | -20,0%   | -20,0%   | -20,0%    | -20,0%    |            |
| EBIT * (1-mức thuế)                      | 20.630   | 20.904   | 20.019   | 21.621   | 28.788    | 34.159    | 7,4%       |
| + Chi phí khấu hao                       | 4.126    | 4.823    | 5.430    | 5.864    | 7.808     | 9.265     |            |
| % doanh thu                              | 4,0%     | 4,5%     | 5,0%     | 5,0%     | 5,0%      | 5,0%      |            |
| - CapEx                                  | (5.734)  | (8.414)  | (7.906)  | (7.257)  | (5.389)   | (3.878)   |            |
| % doanh thu                              | -5,6%    | -7,9%    | -7,3%    | -6,2%    | -3,5%     | -2,1%     |            |
| + Thay đổi vốn lưu động                  | (1.180)  | (508)    | (88)     | (466)    | (621)     | (696)     |            |
| % doanh thu                              | -1,2%    | -0,5%    | -0,1%    | -0,4%    | -0,4%     | -0,4%     |            |
| Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác | 845      | 870      | 987      | 1.922    | 2.559     | 3.036     |            |
| % doanh thu                              | 0,8%     | 0,8%     | 0,9%     | 1,6%     | 1,6%      | 1,6%      |            |
| Dòng tiền tự do (UFCF)                   | 18.687   | 17.675   | 18.442   | 21.683   | 33.145    | 41.886    |            |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Chi phí VCSH

| Chi phí VCSH              |              |
|---------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro       | 3,0%         |
| Beta                      | 1,0          |
| Phần bù rủi ro thị trường | 11,0%        |
| <b>Chi phí VCSH</b>       | <b>14,0%</b> |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: WACC và Tăng trưởng dài hạn

| Tỷ đồng                    |              |
|----------------------------|--------------|
| VCSH                       | 80%          |
| Nợ                         | 20%          |
| Chi phí nợ                 | 5,0%         |
| Mức thuế                   | 20,0%        |
| <b>WACC</b>                | <b>11,8%</b> |
| <b>Tăng trưởng dài hạn</b> | <b>1,7%</b>  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh các doanh nghiệp trong ngành phân phối khí

| Công ty                | Mã CK         | Khuyến nghị     | Giá hiện tại   |                | Giá mục tiêu | Vốn hóa     | P/E (x)     |              | Tăng trưởng EPS 3 năm | P/B (x)    |            | ROE (%)      |              | ROA (%)      |              |
|------------------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-----------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                        |               |                 | Nội tệ         | Nội tệ         |              | tr.USD      | 2022        | 2023         |                       | 2022       | 2023       | 2022         | 2023         | 2022         | 2023         |
| PTT PLC                | PTT TB        | KKN             | 38             | NA             | 30.435       | 9,0         | 8,8         |              |                       | 1,0        | 1,0        | 10,8%        | 10,8%        | 4,6%         | 4,6%         |
| China Gas Holdings     | 384 HK        | KKN             | 11             | NA             | 7.909        | 7,6         | 6,8         |              |                       | 0,9        | 0,8        | 12,4%        | 13,0%        | 5,1%         | 5,5%         |
| Petronas Gas Bhd       | PTG MK        | KKN             | 17             | NA             | 7.540        | 17,6        | 17,1        |              |                       | 2,5        | 2,5        | 14,3%        | 14,3%        | 9,9%         | 10,1%        |
| Gail India             | GAIL IN       | KKN             | 135            | NA             | 7.452        | 6,2         | 6,1         |              |                       | 0,9        | 0,8        | 14,5%        | 12,8%        | 14,0%        | 11,3%        |
| Toho Gas Ltd           | 9533 JP       | KKN             | 3.090          | NA             | 2.413        | 20,2        | 18,6        |              |                       | 0,8        | 0,8        | 3,6%         | 4,2%         | 2,1%         | 2,5%         |
| Perusahaan Gas Negara  | PGAS IJ       | KKN             | 1.620          | NA             | 2.659        | 8,4         | 7,8         |              |                       | 0,9        | 0,9        | 10,5%        | 10,7%        | 4,6%         | 4,6%         |
| Oil & Natural Gas Corp | ONGC IN       | KKN             | 140            | NA             | 22.123       | 3,5         | 3,6         |              |                       | 0,6        | 0,5        | 17,7%        | 15,6%        | 8,5%         | 7,8%         |
| Trung bình             |               |                 |                |                |              |             | 10,4        | 9,8          |                       | 1,1        | 1,0        | 12,0%        | 11,6%        | 7,0%         | 6,6%         |
| <b>PV GAS</b>          | <b>GAS VN</b> | <b>KHẢ QUAN</b> | <b>112.400</b> | <b>150.700</b> | <b>9.191</b> | <b>15,2</b> | <b>15,0</b> | <b>17,0%</b> |                       | <b>3,9</b> | <b>3,6</b> | <b>26,7%</b> | <b>25,0%</b> | <b>17,7%</b> | <b>16,9%</b> |

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 17/08)

### KQKD mạnh mẽ trong Q2/22 nhờ giá năng lượng tăng vọt

Hình 7: Tổng quan KQKD Q2/22 và 6T22

| Đơn vị: tỷ đồng                 | Q2/21         | Q2/22         | % svck            | 6T21          | 6T22          | % svck            | % sv dự<br>phóng 2022 | Nhận định                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|---------------------------------|---------------|---------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------|-----------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Giá dầu Brent (USD/thùng)       | 69,1          | 112,0         | 62,1%             | 65,2          | 104,9         | 60,9%             |                       | Giá dầu Brent cho thấy xu hướng tăng mạnh trong nửa đầu năm 2022 do căng thẳng địa chính trị làm trầm trọng thêm tình trạng mất cân bằng cung - cầu                                                                                                                         |
| Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)  | 386,8         | 667,6         | 72,6%             | 372,6         | 607,1         | 62,9%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Giá LPG CP (USD/tấn)            | 519,2         | 851,7         | 64,0%             | 550,4         | 827,1         | 50,3%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Sản lượng khí khô (tỷ m3)       | 2,0           | 2,0           | -1,8%             | 4,0           | 4,0           | -0,5%             | 44,3%                 | Trong Q2/22, huy động điện khí vẫn ở mức thấp, dẫn đến sản lượng tiêu thụ khí khô trong Q2/22 giảm nhẹ 1,8% svck do sản lượng thủy điện ghi nhận mức tăng trưởng ấn tượng nhờ điều kiện thời tiết lý tưởng (chiếm 36% tổng sản lượng điện trong Q2/22 so với 24% của Q2/21) |
| Sản lượng LPG (nghìn tấn)       | 549,8         | 465,0         | -15,4%            | 1.022,9       | 1.016,4       | -0,6%             | 50,8%                 |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>Doanh thu thuần</b>          | <b>22.702</b> | <b>27.653</b> | <b>21,8%</b>      | <b>40.272</b> | <b>54.343</b> | <b>34,9%</b>      | <b>55,6%</b>          | DT Q2/22 tăng 21,8% svck nhờ giá năng lượng toàn cầu tăng mạnh, bù đắp cho sự sụt giảm nhẹ sản lượng tiêu thụ khí khô (-1,8% svck) và sản lượng LPG (-15,4% svck)                                                                                                           |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>            | <b>3.782</b>  | <b>6.912</b>  | <b>82,8%</b>      | <b>7.052</b>  | <b>12.049</b> | <b>70,9%</b>      | <b>68,0%</b>          |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <i>Biên LN gộp (%)</i>          | <i>16,7%</i>  | <i>25,0%</i>  | <i>8,3 điểm %</i> | <i>17,5%</i>  | <i>22,2%</i>  | <i>4,7 điểm %</i> |                       | Trong Q2/22, biên LN gộp tăng mạnh nhờ đóng góp cao hơn của mảng kinh doanh khí khô, vốn thường mang lại biên LN tốt hơn. Chúng tôi lưu ý rằng giá bán tăng mạnh đã mang lại nhiều lợi nhuận hơn cho phần sản lượng khí ngoài bao tiêu (cho khách hàng điện) của GAS        |
| Chi phí bán hàng                | (491)         | (541)         | 10,2%             | (1.025)       | (1.143)       | 11,5%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Chi phí QLDN                    | (438)         | (175)         | -60,0%            | (791)         | (526)         | -33,5%            |                       | Chi phí QLDN trong Q2/22 giảm đáng kể 60% svck do GAS không phát sinh chi phí phòng chống dịch Covid-19 như trong Q2/21                                                                                                                                                     |
| EBIT                            | 2.853         | 6.196         | 117,1%            | 5.236         | 10.380        | 98,3%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| LN thuần từ hoạt động tài chính | 91            | 177           | 94,2%             | 298           | 336           | 12,7%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| Doanh thu tài chính             | 204           | 380           | 85,9%             | 468           | 641           | 37,2%             |                       | LN tài chính thuần tăng 94,2% svck nhờ thu nhập từ tiền gửi tăng mạnh (+86% svck), vượt trội so với sự gia tăng của chi phí lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá                                                                                                                 |
| Chi phí tài chính               | (113)         | (203)         | 79,2%             | (169)         | (305)         | 80,5%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| LNTT                            | 2.933         | 6.401         | 118,2%            | 5.570         | 10.782        | 93,6%             |                       |                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| <b>LN ròng</b>                  | <b>2.262</b>  | <b>5.086</b>  | <b>124,9%</b>     | <b>4.292</b>  | <b>8.515</b>  | <b>98,4%</b>      | <b>74,0%</b>          | Cao hơn so với kỳ vọng                                                                                                                                                                                                                                                      |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Triển vọng 2022-24: Kỳ vọng vào sự phục hồi của nhiệt điện khí trong những năm tới

#### Sản lượng khí khô kỳ vọng sẽ phục hồi tốt hơn trong nửa cuối 2022

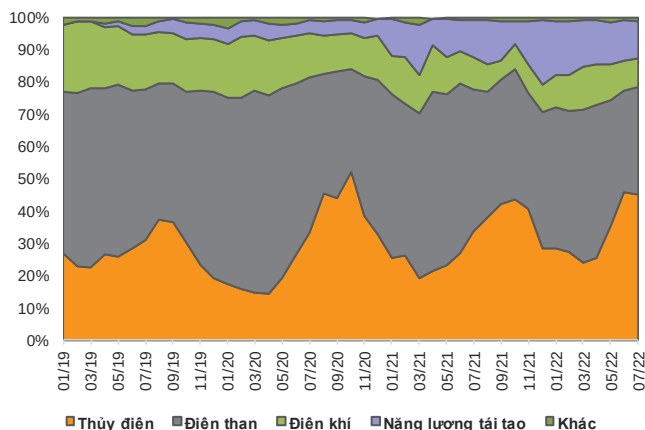
Trong 6T22, điện khí cho thấy sự phục hồi chậm so với cùng kỳ năm ngoái do sản lượng thủy điện tiếp tục được huy động ở mức cao do La Nina kéo dài hơn dự kiến. Với kỳ vọng việc huy động nguồn thủy điện sẽ giảm do La Nina có thể suy yếu từ cuối năm 2022, chúng tôi kỳ vọng huy động điện khí sẽ phục hồi mạnh hơn từ nửa cuối 2022 trở đi với những lý do sau:

- Nguồn điện thay thế chính như nhiệt điện than có thể sẽ gặp phải những khó khăn trong thời gian tới do giá than dường như tiếp tục tăng cao trong bối cảnh nhu cầu mạnh mẽ và sự gián đoạn nguồn cung kéo dài do khủng hoảng Nga - Ukraine. Châu Âu hiện đang nối lại các nhà máy nhiệt điện than để tạm thời thay thế nhiệt điện khí và họ đang chuyển sang nhập than qua đường biển từ Nam Phi, Indonesia hay Australia sau khi ngừng nhập khẩu từ Nga. Điều này sẽ gây khó khăn cho việc nhập khẩu than cho các nhà máy điện trong nước.
- Giá dầu tham chiếu (giá dầu FO Singapore) đang hạ nhiệt, có thể giúp cho giá điện khí ở Việt Nam trở nên cạnh tranh hơn trong thời gian tới.

Điều này sẽ kéo theo sản lượng tiêu thụ khí khô cao hơn cho GAS trong thời gian tới. Nhìn chung, chúng tôi dự báo sản lượng khí khô của GAS sẽ tăng 17,5% svck trong năm 2022 từ mức thấp của 2021 và sau đó đạt tăng trưởng kép 7,2% trong năm 2023-24.

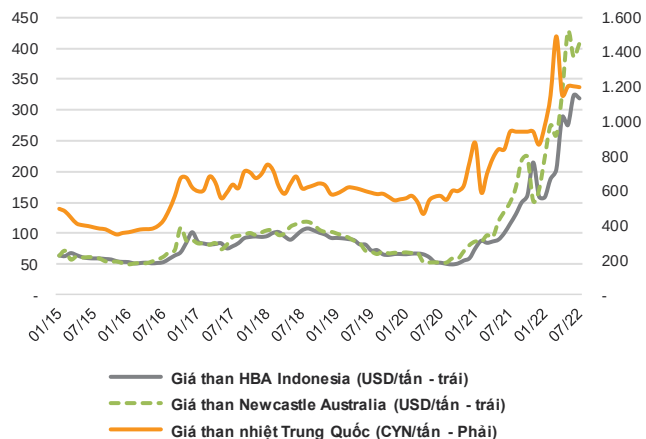


Hình 8: Huy động điện theo nguồn. Sản lượng thủy điện cao hơn dự kiến đã cản trở sự phục hồi của huy động điện khí trong 6T22



Nguồn: EVN, VND RESEARCH

Hình 9: Giá than toàn cầu tăng vọt sẽ ảnh hưởng đến sản lượng nhiệt điện than của Việt Nam trong thời gian tới



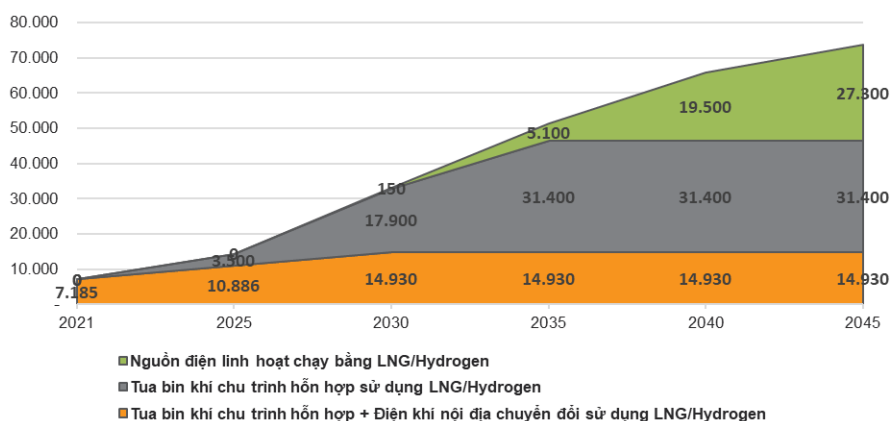
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

### Các dự án kho cảng LNG và dự án Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn đối với GAS

Dựa theo cam kết gần đây của Chính phủ Việt Nam về trung hòa carbon (Net Zero carbon) vào năm 2050, chúng tôi tin rằng nhiệt điện khí (bao gồm các nguồn khí trong nước và LNG) sẽ là nguồn điện chính thay thế cho nhiệt điện than trong quá trình chuyển đổi này.

Đối với nguồn khí trong nước, chúng tôi đang hướng sự chú ý đến chuỗi Lô B – Ô Môn với kỳ vọng sẽ khởi động từ cuối năm 2022. Theo đó, GAS với tư cách là nhà đầu tư chính của đường ống Lô B – Ô Môn (với tổng vốn đầu tư ~1,3 tỷ USD) sẽ được hưởng lợi từ nguồn khí bổ sung kể từ năm 2026 và giá cước vận chuyển khí. Mỗi khí Lô B với trữ lượng khí ước tính là 107 tỷ m<sup>3</sup> sẽ thay thế nguồn cung từ các mỏ cũ cạn kiệt, đảm bảo cho công ty tăng trưởng trong dài hạn.

Hình 10: Công suất điện khí tại Việt Nam sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép 10,6% lên 73.630MW vào năm 2045 (MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, VNDIRECT RESEARCH

Theo Dự thảo Quy hoạch phát triển điện 8 (QHĐ 8), điện từ LNG sẽ dần dần trở thành một trong những nguồn năng lượng quan trọng nhất tại Việt Nam trong những năm tới. Điện khí (bao gồm cả điện từ nguồn khí nội địa và LNG) sẽ chiếm ~23% tổng sản lượng điện vào năm 2030. Theo xu hướng đầu tư này, chúng tôi cho rằng GAS sẽ là người hưởng lợi lớn nhất với tư cách vừa là nhà phát triển cơ sở hạ tầng, vừa là nhà cung cấp LNG, trong đó kho cảng LNG Thị

Vải (do GAS làm chủ đầu tư) sẽ được hoàn thành vào Q4/22, đánh dấu là dự án LNG đầu tiên đi vào hoạt động tại Việt Nam. Ngoài ra, có hai dự án kho cảng khác đang được triển khai bao gồm LNG Thị Vải giai đoạn 2 (giá trị đầu tư ~215 triệu USD) và LNG Sơn Mỹ (giá trị đầu tư 1,3 tỷ USD cho hai giai đoạn), có thể là tiềm năng tăng giá cho GAS trong tương lai.

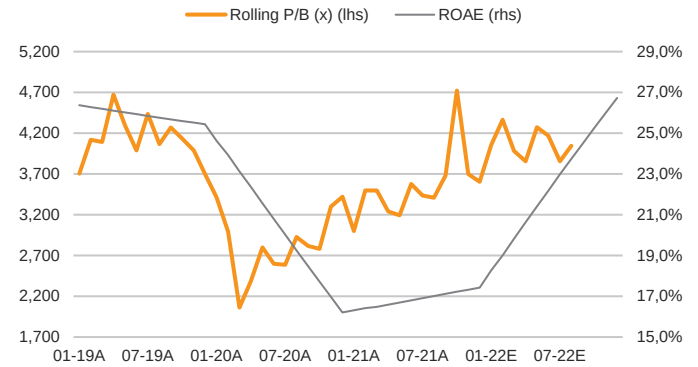
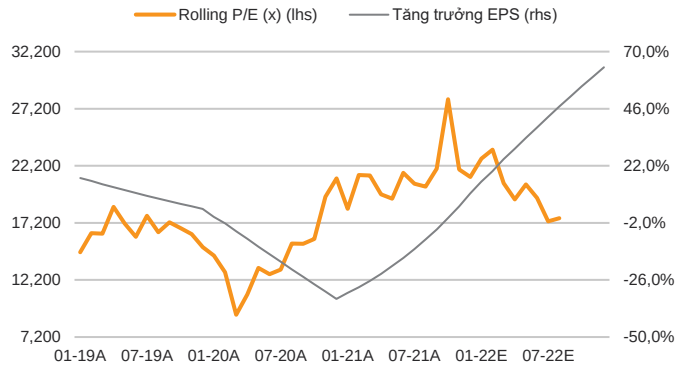
**Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2022-24 lên 23,2%/12,1%/5,6% để phản ánh giả định giá dầu Brent trung bình cao hơn nhưng sản lượng tiêu thụ khí khô thấp hơn**

Hình 11: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2022-24

| Đơn vị: tỷ đồng                 | 2022   |         |           | 2023    |         |           | 2024    |         |           | Nhận định                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
|---------------------------------|--------|---------|-----------|---------|---------|-----------|---------|---------|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                 | Cũ     | Mới     | %Δ        | Cũ      | Mới     | %Δ        | Cũ      | Mới     | %Δ        |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Giá dầu Brent (USD/thùng)       | 83     | 100     | 20,5%     | 75      | 90      | 20,0%     | 72      | 80      | 11,1%     | Chúng tôi cập nhật giả định giá dầu Brent trung bình mới nhất là 100/90/80 USD/thùng cho năm 2022-24 theo BCCL 6 tháng cuối năm 2022 chúng tôi                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
| Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)  | 475    | 575     | 20,9%     | 430     | 517     | 20,4%     | 412     | 460     | 11,5%     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Sản lượng khí khô (triệu m3)    | 9.059  | 8.403   | -7,2%     | 9.900   | 9.347   | -5,6%     | 9.823   | 9.652   | -1,7%     | Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng khí khô trong năm 2022-24 xuống 7,2%/5,6%/1,7% để phản ánh: (1) kết quả thấp hơn kỳ vọng trong 6T22 và (2) giá LNG cao kỷ lục hiện nay có thể trì hoãn xu hướng chuyển đổi sang LNG, dẫn đến việc chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng LNG từ 300/1.020/1.360 triệu m3 xuống 100/680/1.020 triệu m3 trong năm 2022-24                                                                                                                                                                                             |
| Giá LPG CP (USD/tấn)            | 639    | 703     | 10,0%     | 607     | 653     | 7,7%      | 619     | 640     | 3,5%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Doanh thu thuần                 | 97.668 | 102.339 | 4,8%      | 103.541 | 106.955 | 3,3%      | 105.878 | 107.918 | 1,9%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lợi nhuận gộp                   | 17.718 | 20.876  | 17,8%     | 19.459  | 21.163  | 8,8%      | 19.863  | 20.460  | 3,0%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Biên LN gộp (%)                 | 18,1%  | 20,4%   | 2,3 điểm% | 18,8%   | 19,8%   | 1,0 điểm% | 18,8%   | 19,0%   | 0,2 điểm% | Chúng tôi nâng dự phóng LN gộp năm 2022-24 lên 20,4%/19,8%/19,0% để phản ánh: (1) giả định giá bán khí khô cao hơn, và (2) cập nhật cơ cấu sản lượng khí khô cho sản xuất điện để phù hợp với cơ cấu hiện tại, trong đó chúng tôi nâng tỷ trọng sản lượng khí ngoài bao tiêu từ 48%/54%/53% lên 51%/55%/54% trong năm 2022-24, phần sản lượng thường mang lại biên LN gộp cao hơn khi giá dầu tăng mạnh (đối với phần sản lượng trong bao tiêu, lợi ích từ việc chênh lệch giá sẽ được chuyển về ngân sách nhà nước, khiến biên LN gộp thấp hơn) |
| Chi phí BH và QLDN              | 3.907  | 3.684   | -5,7%     | 3.935   | 3.743   | -4,9%     | 4.023   | 3.777   | -6,1%     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| EBIT                            | 13.812 | 17.192  | 24,5%     | 15.524  | 17.420  | 12,2%     | 15.840  | 16.683  | 5,3%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính | 833    | 804     | -3,5%     | 796     | 827     | 3,8%      | 903     | 943     | 4,5%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Doanh thu tài chính             | 1.414  | 1.381   | -2,3%     | 1.477   | 1.498   | 1,5%      | 1.574   | 1.623   | 3,1%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| Chi phí tài chính               | 581    | 578     | -0,6%     | 680     | 671     | -1,3%     | 671     | 679     | 1,2%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| LNTT                            | 14.684 | 18.037  | 22,8%     | 16.362  | 18.290  | 11,8%     | 16.785  | 17.669  | 5,3%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| LN ròng                         | 11.510 | 14.178  | 23,2%     | 12.825  | 14.377  | 12,1%     | 13.157  | 13.889  | 5,6%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| EPS (đồng)                      | 6.014  | 7.408   | 23,2%     | 6.701   | 7.512   | 12,1%     | 6.874   | 7.257   | 5,6%      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá



### Báo cáo KQ HKKD

| (tỷ VND)                              | 12-21A         | 12-22E         | 12-23E         |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần                       | 78.992         | 102.339        | 106.955        |
| Giá vốn hàng bán                      | (65.007)       | (81.463)       | (85.792)       |
| Chi phí quản lý DN                    | (1.479)        | (1.126)        | (1.177)        |
| Chi phí bán hàng                      | (2.133)        | (2.558)        | (2.567)        |
| <b>LN hoạt động thuần</b>             | <b>10.374</b>  | <b>17.192</b>  | <b>17.420</b>  |
| EBITDA thuần                          | 13.447         | 21.318         | 22.243         |
| <b>Chi phí khấu hao</b>               | <b>(3.073)</b> | <b>(4.126)</b> | <b>(4.823)</b> |
| <b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>10.374</b>  | <b>17.192</b>  | <b>17.420</b>  |
| Thu nhập lãi                          | 1.187          | 1.381          | 1.498          |
| Chi phí tài chính                     | (403)          | (578)          | (671)          |
| Thu nhập ròng khác                    | 32             | 22             | 23             |
| TN từ các Cty LK & LD                 | 15             | 20             | 20             |
| <b>LN trước thuế</b>                  | <b>11.205</b>  | <b>18.037</b>  | <b>18.290</b>  |
| Thuế                                  | (2.353)        | (3.607)        | (3.658)        |
| Lợi ích cổ đông thiểu số              | (179)          | (252)          | (255)          |
| <b>LN ròng</b>                        | <b>8.673</b>   | <b>14.178</b>  | <b>14.377</b>  |
| Thu nhập trên vốn                     | 8.673          | 14.178         | 14.377         |
| Cổ tức phổ thông                      | (5.865)        | (7.656)        | (7.656)        |
| <b>LN giữ lại</b>                     | <b>2.808</b>   | <b>6.522</b>   | <b>6.721</b>   |

### Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND)                         | 12-21A        | 12-22E        | 12-23E        |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền và tương đương tiền         | 5.300         | 6.871         | 9.377         |
| Đầu tư ngắn hạn                  | 24.800        | 27.280        | 27.825        |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 16.920        | 17.014        | 17.781        |
| Hàng tồn kho                     | 3.241         | 2.787         | 2.935         |
| Các tài sản ngắn hạn khác        | 1.133         | 1.308         | 1.367         |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>51.395</b> | <b>55.259</b> | <b>59.286</b> |
| Tài sản cố định                  | 18.098        | 19.707        | 23.298        |
| Tổng đầu tư                      | 588           | 610           | 633           |
| Tài sản dài hạn khác             | 8.687         | 6.081         | 4.865         |
| <b>Tổng tài sản</b>              | <b>78.768</b> | <b>81.657</b> | <b>88.082</b> |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 485           | 1.126         | 1.177         |
| Phải trả người bán               | 6.631         | 4.846         | 5.064         |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 9.446         | 9.224         | 9.421         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>16.561</b> | <b>15.195</b> | <b>15.662</b> |
| Vay & nợ dài hạn                 | 7.510         | 7.728         | 8.707         |
| Các khoản phải trả khác          | 2.504         | 2.880         | 3.024         |
| Vốn điều lệ và                   | 19.140        | 19.140        | 19.140        |
| LN giữ lại                       | 10.487        | 13.691        | 18.063        |
| <b>Vốn chủ sở hữu</b>            | <b>51.094</b> | <b>55.007</b> | <b>60.098</b> |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 1.098         | 847           | 592           |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>78.768</b> | <b>81.657</b> | <b>88.082</b> |

### Báo cáo LCTT

| (tỷ VND)                        | 12-21A         | 12-22E         | 12-23E         |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>LN trước thuế</b>            | <b>11.205</b>  | <b>18.037</b>  | <b>18.290</b>  |
| Khấu hao                        | 3.073          | 4.126          | 4.823          |
| Thuế đã nộp                     | (2.275)        | (3.607)        | (3.658)        |
| Các khoản điều chỉnh khác       | (706)          | (4.361)        | (2.496)        |
| <b>Thay đổi VLB</b>             | <b>(3.705)</b> | <b>(1.180)</b> | <b>(508)</b>   |
| <b>LC tiền thuần HĐKD</b>       | <b>7.592</b>   | <b>13.014</b>  | <b>16.450</b>  |
| Đầu tư TSCĐ                     | (4.747)        | (5.734)        | (8.414)        |
| Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ      | 181            | 57             | 66             |
| Các khoản khác                  | (2.189)        | 1.030          | 1.030          |
| Thay đổi tài sản dài hạn khác   |                |                |                |
| <b>LC tiền từ HĐĐT</b>          | <b>(6.755)</b> | <b>(4.647)</b> | <b>(7.317)</b> |
| Thu từ PH CP, nhận góp VCSH     |                |                |                |
| Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ     |                |                |                |
| Tiền vay ròng nhận được         | 5.091          | 859            | 1.029          |
| Dòng tiền từ HĐTC khác          | 0              | 0              | 0              |
| Cổ tức, LN đã trả cho CSH       | (5.865)        | (7.656)        | (7.656)        |
| <b>LC tiền thuần HĐTC</b>       | <b>(774)</b>   | <b>(6.797)</b> | <b>(6.627)</b> |
| Tiền & tương đương tiền đầu kỳ  | 5.237          | 5.300          | 6.871          |
| <b>LC tiền thuần trong năm</b>  | <b>63</b>      | <b>1.571</b>   | <b>2.507</b>   |
| Tiền & tương đương tiền cuối kỳ | 5.300          | 6.871          | 9.377          |

### Các chỉ số cơ bản

|                                 | 12-21A | 12-22E | 12-23E |
|---------------------------------|--------|--------|--------|
| <b>Dupont</b>                   |        |        |        |
| Biên LN ròng                    | 11,0%  | 13,9%  | 13,4%  |
| Vòng quay TS                    | 1,11   | 1,28   | 1,26   |
| ROAA                            | 12,2%  | 17,7%  | 16,9%  |
| Đòn bẩy tài chính               | 1,43   | 1,51   | 1,47   |
| ROAE                            | 17,4%  | 26,7%  | 25,0%  |
| <b>Hiệu quả</b>                 |        |        |        |
| Số ngày phải thu                | 78,2   | 60,7   | 60,7   |
| Số ngày nắm giữ HTK             | 18,2   | 12,5   | 12,5   |
| Số ngày phải trả tiền bán       | 37,2   | 21,7   | 21,5   |
| Vòng quay TSCĐ                  | 4,17   | 5,41   | 4,97   |
| ROIC                            | 14,4%  | 21,9%  | 20,4%  |
| <b>Thanh khoản</b>              |        |        |        |
| Khả năng thanh toán ngắn hạn    | 3,1    | 3,6    | 3,8    |
| Khả năng thanh toán nhanh       | 2,9    | 3,5    | 3,6    |
| Khả năng thanh toán tiền mặt    | 1,8    | 2,2    | 2,4    |
| Vòng quay tiền                  | 59,2   | 51,5   | 51,6   |
| <b>Chỉ số tăng trưởng (voy)</b> |        |        |        |
| Tăng trưởng DT thuần            | 23,2%  | 29,6%  | 4,5%   |
| Tăng trưởng LN từ HĐKD          | 19,3%  | 65,7%  | 1,3%   |
| Tăng trưởng LN ròng             | 10,4%  | 63,5%  | 1,4%   |
| Tăng trưởng EPS                 | 10,4%  | 63,5%  | 1,4%   |

Nguồn: VND RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

|              |                                                                 |
|--------------|-----------------------------------------------------------------|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

|            |                                                                                                  |
|------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| TÍCH CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Trần Khánh Hiền – Giám đốc Phân tích

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích

Email: [hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>