

## Tổng CT Khí Việt Nam (GAS)

KHẢ QUAN +13,6%

Ngành	Tiện ích
Ngày báo cáo	07/05/2024
Giá hiện tại	74.800 VND
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>82.000 VND</b>
GMT gần nhất	80.800 VND
TL tăng	+9,6%
Lợi suất cổ tức	4,0%
<b>Tổng mức sinh lời</b>	<b>+13,6%</b>

GT vốn hóa	175,1 nghìn tỷ đồng
Room KN	81,2 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	58,4 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	96%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ
Pha loãng	2,3 tỷ

	GAS	Peers*	VNI
P/E (trượt)	15,6x	16,5x	15,1x
P/B	2,5x	2,6x	1,7x
ROA	12,0%	9,0%	1,9%
ROE	16,2%	16,8%	12,2%

\*Các công ty cùng ngành trong khu vực (P/E trung bình 5 năm)

## Tổng quan Công ty

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất urê và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG và có kế hoạch cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG).

## Diễn biến giá cổ phiếu



**Đỗ Công Anh Tuấn**  
Chuyên viên

**Đinh Thị Thùy Dương**  
Phó Giám đốc

(tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	89.954	86.081	94.820	101.501
% YoY	-10,7%	-4,3%	10,2%	7,0%
LNST-CĐTS	11.606	11.075	11.668	12.727
% YoY	-21,6%	-4,6%	5,4%	9,1%
EPS % YoY	-21,6%	-4,6%	5,4%	9,1%
Biên LN gộp	18,8%	19,4%	19,5%	20,4%
Biên LN ròng	12,9%	12,9%	12,3%	12,5%
ROE	18,8%	16,8%	16,6%	17,4%
Nợ ròng/CSH	-54,5%	-46,6%	-26,6%	-8,1%
Giá CP/DTHĐ	12,3x	11,3x	11,5x	11,2x
P/E	15,0x	15,7x	14,9x	13,7x
P/B	2,7x	2,5x	2,3x	2,3x
EV/EBITDA	10,9x	9,5x	9,6x	9,1x

## Doanh thu mảng vận chuyển khí tăng, bù đắp cho mức giảm trong sản lượng bán cho KCN

- Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giá mục tiêu cho GAS lên 82.000 đồng/CP và nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN. Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do LNST sau lợi ích CĐTS tổng hợp giai đoạn 2024-2028 của chúng tôi tăng 2% và tác động tích cực của việc cập nhật mô hình định giá đến giữa năm 2025.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS tổng hợp giai đoạn 2024-2028 (thay đổi lần lượt +5%/-3%/-5%/-2%/+11% trong năm 2024/25/26/27/28 - chi tiết ở trang 4) chủ yếu là do tổng doanh thu mảng vận chuyển khí tăng 38%, so với tổng doanh thu bán khí cho các khu công nghiệp (KCN) giảm ~12%.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 sẽ giảm ~5% YoY do giả định về giá dầu nhiên liệu (FO) và sản lượng khí không thay đổi, cùng khoản lỗ ước tính 664 tỷ đồng từ kho cảng LNG Thị Vải với sản lượng tăng lên 380 triệu m<sup>3</sup> (so với khoản lỗ 1,0 nghìn tỷ đồng và 50 triệu m<sup>3</sup> như giả định trước đó).
- Bất chấp những khó khăn trong ngắn hạn, chúng tôi tin rằng GAS sẽ tiếp tục mở rộng kho cảng LNG Thị Vải Giai đoạn 2 & 3 và triển khai kho cảng LNG Sơn Mỹ để cung cấp nhiên liệu cho các nhà máy điện mới bao gồm nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4, Long An và Sơn Mỹ. Cùng với sản lượng từ các mỏ khí Lô B và Sư Tử Trắng giai đoạn 2B, diễn biến này sẽ giúp tăng gấp đôi sản lượng bán trong giai đoạn 2023-2028. Chúng tôi dự báo GAS sẽ đạt tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) EPS trong 10 năm là 13%.
- Chúng tôi nhận thấy định giá của GAS khá hấp dẫn với P/E dự kiến cho năm 2024 là 15,7x, so với P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 16,5x. GAS cũng vượt trội so với các công ty cùng ngành về tỷ lệ nợ ròng/vốn chủ sở hữu.
- Yếu tố hỗ trợ:** Cổ tức tiền mặt cao hơn dự kiến; giá FO cao hơn dự kiến.
- Rủi ro:** Sản lượng bán cho nhà máy điện và KCN thấp hơn dự kiến trong quý 4/2024.

**Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo sản lượng từ các nhà máy điện trong năm 2024, nhưng điều chỉnh giảm sản lượng từ các KCN.** Đối với nhu cầu điện thương phẩm mạnh, Tập đoàn Điện lực Việt Nam (EVN) dự kiến sẽ tăng cường huy động từ các nhà máy điện khí. Do đó, chúng tôi điều chỉnh sản lượng LNG lên 380 triệu m<sup>3</sup> (để cung cấp cho BOT Phú Mỹ 3 và nhà máy Nhơn Trạch 3&4 chạy thử vào quý 4/2024). Tính đến tháng 4/2024, GAS đã nhập khẩu 130.000 tấn LNG, tương đương 170 triệu m<sup>3</sup>. Chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng cung cấp cho KCN trong năm 2024 xuống ~10% sau khi mức thực tế vào năm 2023 thấp hơn và mức tiêu thụ yếu trong quý 1 (-6% YoY). Chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí sẽ tăng trong nửa cuối năm 2024 so với mức giảm 14% YoY trong quý 1. Mức tăng dự kiến này là do huy động từ các nhà máy điện khí và nhu cầu tại KCN tăng lên. Dự báo của chúng tôi cho năm 2024 là sản lượng đạt 7,2 tỷ m<sup>3</sup>, (cao hơn 16% so với kế hoạch của GAS), chủ yếu do chênh lệch 22% về sản lượng từ nhà máy điện.

**Điều chỉnh tăng dự báo doanh thu mảng vận chuyển khí.** Ngoài phí lưu trữ và tái hóa khí của LNG Thị Vải là 1,367 USD/MMBTU, GAS còn thu phí phân phối là 1,740 USD/MMBTU qua đường ống (Thị Vải - Phú Mỹ, Phú Mỹ - Nhơn Trạch). Chúng tôi kết hợp phí phân phối này vào doanh thu mảng vận chuyển và điều chỉnh tăng 38% tổng doanh thu giai đoạn 2024-28 lên.

**Thảo luận về cơ chế định giá khí LNG.** EVN đề xuất tỷ lệ sản lượng điện theo hợp đồng (Qc) là 65%, khác với đề xuất của các nhà đầu tư nhà máy điện khí LNG là 72%-90%. Chúng tôi kỳ vọng hai bên sẽ đạt được thỏa thuận chung với tỷ lệ Qc là 80%. Việc phê duyệt cơ chế này dự kiến sẽ khiến lượng LNG trong những năm tới tăng đáng kể.

## Triển vọng năm 2024: Lợi nhuận giảm nhẹ do lỗ từ Kho cảng LNG Thị Vải, mặc dù giá và sản lượng không thay đổi

Hình 1: Dự báo cho năm 2024 của Vietcap

	2023	2024F	YoY	Dự báo 2024 mới/cũ	Diễn giải cho: (1) Tăng trưởng YoY (2) Thay đổi trong dự báo
<b>Sản lượng bán khí</b>					
<b>Tổng sản lượng (triệu m<sup>3</sup>)</b>					(1) Nguồn cung: Sản lượng LNG cao hơn sẽ bù đắp cho sản lượng thấp hơn từ các mỏ khí trong nước. Mức cầu: Mức tiêu thụ cao hơn từ các KCN sẽ bù đắp sản lượng giảm từ các nhà máy điện khí đốt. Sản lượng quý 1 là 1,6 m <sup>3</sup> (-14% YoY). (2) Chúng tôi tăng sản lượng LNG từ 50 triệu m <sup>3</sup> lên 380 triệu m <sup>3</sup> , bù đắp cho sản lượng thấp hơn từ mỏ khí Hải Thạch - Mộc Tinh. Sản lượng cao hơn từ các nhà máy điện, bù đắp cho sản lượng giảm 10% từ các KCN. (2) Chủ yếu do sản lượng LNG cao hơn tại nhà máy Phú Mỹ 3 và NT3&4 đang vận hành thử nghiệm.
Nhà máy điện	7.259	7.239	-0,3%	0,1%	
Dưới bao tiêu	5.147	5.004	-2,8%	2,6%	
Trên bao tiêu	1.500	1.000	-33,3%	0,0%	
Chi thu cước phí vận chuyển	1.491	1.491	0,0%	-16,7%	
Công ty sản xuất phân bón	2.155	2.513	16,6%	20,4%	
Khu công nghiệp	1.132	1.157	2,2%	0,0%	(1) DPM không bảo trì vào năm 2024, so với 1 tháng bảo trì vào tháng 4/2023. (1) Chúng tôi kỳ vọng nhu cầu từ các KCN sẽ phục hồi vào cuối năm 2024. (2) Khi sản lượng thương phẩm quý 1 thấp hơn dự kiến (-6% YoY) và sản lượng điều chỉnh trong năm 2023 là 980 triệu m <sup>3</sup> so với ước tính trước đó là 1.089 triệu m <sup>3</sup> .
<b>Sản lượng bán LPG (nghìn tấn)</b>	980	1.078	10,0%	-10,1%	(2) Sản lượng giao dịch cao hơn bù đắp cho sản lượng sản xuất giảm từ GPP Cà Mau, theo kế hoạch của GAS.
LPG nội bộ	2.500	2.263	-9,5%	7,7%	
LPG thương mại	398	409	2,8%	-10,6%	
<b>Giá khí đầu ra (USD/triệu BTU)</b>	2.102	1.854	-11,8%	12,8%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	83	1,2%	0,0%	
Fuel oil price (USD/tấn)	450	450	0,0%	0,0%	
Giá khí đầu vào bình quân gia quyền	4,7	4,9	5,2%	0,2%	(1) Chủ yếu do sản lượng khí từ mỏ khí giá rẻ Lan Tây - Lan Đỏ giảm YoY.
Giá khí đầu ra - Nhà máy điện dưới bao tiêu	5,1	5,1	0,0%	0,0%	
Giá khí đầu ra - Nhà máy điện trên bao tiêu	6,8	6,8	0,0%	0,0%	
Giá khí đầu ra - CT sản xuất phân bón	3,6	3,7	2,0%	0,0%	
Giá khí đầu ra - Khu công nghiệp	10,1	10,7	6,4%	0,0%	(1) Do giá LPG giá định của chúng tôi tăng 6% so với cùng kỳ năm ngoái.
Giá LPG (USD/tấn)	573	610	6,4%	0,0%	
<b>Kết quả lợi nhuận (tỷ đồng)</b>					
<b>Doanh thu</b>					(1) Chủ yếu do doanh thu từ mảng kinh doanh khí và LPG giảm, lẫn át doanh thu từ mảng vận chuyển khí tăng. (2) Do sản lượng bán LPG & LNG tăng, cộng thêm giá vận chuyển LNG cao hơn. Doanh thu quý 1 đạt 23 nghìn tỷ đồng (+10% YoY).
Kinh doanh khí tự nhiên	89.954	86.081	-4,3%	2,7%	
Nhà máy điện dưới bao tiêu	44.292	40.560	-8,4%	-2,0%	
Nhà máy điện trên bao tiêu	7.157	4.773	-33,3%	0,0%	
Công ty sản xuất phân bón	9.538	9.540	0,0%	-16,7%	
Khu công nghiệp	1.655	1.777	7,4%	0,0%	
Khác	9.618	11.254	17,0%	-10,1%	(2) Chủ yếu là do sản lượng LNG tăng, cao hơn đáng kể giá định giá LNG giảm từ 10,8 USD/MMBTU xuống 8,8 USD/MMBTU, do giá nhập khẩu LNG thực tế trong 4 tháng đầu năm 2024 (trang 14).
LPG	16.323	13.216	-19,0%	21,4%	
Vận chuyển khí	37.400	33.785	-9,7%	7,0%	(1) & (2) Chủ yếu là do sản lượng LNG cao hơn và thêm phí phân phối (phí vận chuyển bao gồm lưu trữ, tái hóa khí và phân phối là 1,740 USD/MMBTU).
Khác	3.503	8.131	132,1%	12,8%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	4.759	3.604	-24,3%	0,0%	(2) Sản lượng nhập khẩu LNG và LPG tăng cao. (2) Theo KQKD quý 1.
<i>Trong đó: Chi phí khấu hao</i>	-73.029	-69.419	-4,9%	3,2%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	-3.027	-3.850	27,2%	-7,6%	
Chi phí SG&A	16.925	16.661	-1,6%	0,9%	
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	-4.019	-4.274	6,3%	2,5%	
Thu nhập tài chính	12.906	12.388	-4,0%	0,4%	(2) Theo KQKD quý 1.
Chi phí tài chính	2.273	2.028	-10,8%	19,4%	
<b>LNTT</b>	-587	-588	0,2%	-0,1%	
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>	14.640	13.843	-5,4%	2,8%	(1) Do a) giá FO và sản lượng khí đi ngang YoY, b) khoản lỗ ròng ước tính 664 tỷ đồng từ kho cảng LNG Thị Vải và c) giá khí đầu vào bình quân gia quyền cao hơn. (2) Chủ yếu là do a) Kho cảng LNG Thị Vải giảm từ lỗ 1 nghìn tỷ đồng xuống 664 tỷ đồng và b) phí vận chuyển LNG tăng, bù đắp cho sản lượng bán cho KCN giảm 10%. LNST quý 1 là 2,5 nghìn tỷ đồng (-25% YoY) và hoàn thành 23% dự báo năm 2024 trước đó của chúng tôi.
	11.606	11.075	-4,6%	4,9%	

Nguồn: GAS, Vietcap (\*) ToP: Take-or-Pay - Hợp đồng sản lượng cam kết.

## Những thay đổi trong dự báo dài hạn

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028, chủ yếu do tổng doanh thu vận chuyển giai đoạn 2024-2028 tăng 38%, vượt mức giảm 12% trong tổng doanh thu bán khí cho KCN. Cụ thể, chúng tôi ghi nhận thêm phí phân phối là 1,740 USD/MMBTU vào phí vận chuyển khí LNG, theo chuyên gia trong ngành.

Hình 1: Những thay đổi trong dự báo cho giai đoạn 2023-2028

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Giá dầu Brent (USD/thùng)</b>						
Giá mới	82	83	75	75	75	75
Giá cũ	82	83	75	75	75	75
Thay đổi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)</b>						
Giá mới	450	450	400	400	400	400
Giá cũ	450	450	400	400	400	400
Thay đổi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Giá LPG (USD/tấn)</b>						
Giá mới	573	610	637	637	637	637
Giá cũ	573	610	637	637	637	637
Thay đổi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Giá khí cho nhà máy điện (USD/MMBTU)</b>						
Giá mới	5,1	5,1	4,5	4,5	4,5	4,5
Giá cũ	5,1	5,1	4,5	4,5	4,5	4,5
Thay đổi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Giá khí cho KCN (USD/MMBTU)</b>						
Giá mới	10,1	10,7	11,3	11,3	11,3	11,3
Giá cũ	10,2	10,7	11,3	11,3	11,3	11,3
Thay đổi (%)	-1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Giá định doanh thu khí (m3)</b>						
Giá mới	7,3	7,2	7,9	8,7	11,2	16,8
Giá cũ	7,4	7,2	8,0	8,8	11,2	16,8
Thay đổi (%)	-2,1%*	0,1%	-0,3%	-0,3%	-0,2%	-0,2%
<b>LNST sau lợi ích CĐTS</b>						
Giá mới	11.606	11.075	11.668	12.727	16.392	26.173
Giá cũ	11.606	10.557	11.990	13.365	16.776	23.520
Thay đổi (%)	0,0%	4,9%	-2,7%	-4,8%	-2,3%	11,3%
<b>Lợi suất cổ tức (đồng/cổ phiếu)</b>						
Giá mới	3.000	3.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Giá cũ	3.000	3.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Thay đổi (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Nguồn: GAS, Vietcap (\*) Sau chi tiết sản lượng chính thức

## Định giá

Chúng tôi tiếp tục sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) (**tỷ trọng 70%**) và phương pháp định giá P/E (**tỷ trọng 30%**) để định giá GAS. Công ty đảm bảo thu nhập ổn định từ hoạt động kinh doanh vận chuyển khí tự nhiên; do đó, theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp DCF là phương pháp tốt nhất để đánh giá giá trị nội tại của GAS. Mặt khác, doanh số bán cho các nhà máy điện trên và dưới bao tiêu - cũng như khu công nghiệp và hoạt động kinh doanh LPG của công ty - có tính nhạy cảm cao với giá dầu. Ngoài ra, chúng tôi cũng tham chiếu hệ số P/E trung bình của các công ty cùng ngành khi xác định giá mục tiêu do đây là cách đơn giản để so sánh GAS với các công ty cùng ngành trong khu vực không thuộc danh mục theo dõi của chúng tôi.

### Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% giá mục tiêu vì những lý do sau:

- 1) Chúng tôi điều chỉnh tăng 2% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (thay đổi lần lượt +5%/-3%/-5%/-2%/+11% trong năm 2024/25/26/27/28 - chi tiết tại trang 4) chủ yếu là do lợi nhuận mảng vận chuyển khí từ phân phối LNG cao hơn mức giảm trong doanh thu mảng bán khí cho các KCN.
- 2) Chúng tôi điều chỉnh tăng 5% định giá P/E do dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2024 cao hơn 5% và P/E mục tiêu cao hơn một chút là 16,5x.
- 3) Tác động tích cực của việc cập nhật giá mục tiêu đến giữa năm 2025.

### Hình 2: Tóm tắt định giá

Phương pháp (đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng (%)	Đóng góp
CKDT	83,736	70%	58,615
P/E tại 16,5 lần	77,970	30%	23,391
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>			<b>82,000</b>
P/E báo cáo trượt 12T tại giá mục tiêu			17.4x
P/E dự phóng năm 2024 tại giá mục tiêu			17.4x

Nguồn: Vietcap

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền

### Hình 3: Chiết khấu dòng tiền

(tỷ đồng)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>12,388</b>	<b>14,036</b>	<b>16,225</b>	<b>21,952</b>	<b>35,619</b>
+ Khấu hao	3,850	3,268	3,493	4,239	4,464
- Thuế	-2,478	-2,807	-3,245	-4,390	-7,124
- Vốn XDCB	-11,343	-20,297	-17,114	-9,854	-8,145
- Tăng vốn HĐKD	1,395	88	-699	-3,341	-5,904
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>3,812</b>	<b>-5,713</b>	<b>-1,339</b>	<b>8,606</b>	<b>18,911</b>
Giá trị hiện tại của DTTD	3,812	-5,360	-1,106	6,257	12,103
<b>Tổng giá trị hiện tại của DTTD</b>	<b>3,812</b>	<b>-1,548</b>	<b>-2,654</b>	<b>3,603</b>	<b>15,705</b>

(tỷ đồng)	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
<b>LN từ HĐKD</b>	<b>38,480</b>	<b>42,680</b>	<b>43,960</b>	<b>48,938</b>	<b>50,029</b>
+ Khấu hao	4,464	4,464	4,464	4,464	4,464
- Thuế	-7,696	-8,536	-8,792	-9,788	-10,006
- Vốn XDCB	-2,000	-2,000	-2,000	-2,000	-20,500
- Tăng vốn HĐKD	-1,349	-600	-329	-702	-338
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>31,899</b>	<b>36,008</b>	<b>37,303</b>	<b>40,912</b>	<b>23,649</b>
Giá trị hiện tại của DTTD	17,971	17,857	16,285	15,722	8,000
<b>Tổng giá trị hiện tại của DTTD</b>	<b>33,677</b>	<b>51,534</b>	<b>67,819</b>	<b>83,541</b>	<b>91,541</b>

Chi phí vốn	Cũ	Mới	CKDT	Tỷ đồng
Beta	1.2	1.2	Tổng giá trị hiện tại của DTTD	91,541
Phần bù rủi ro thị trường %	8.0	8.0	GTHT của giá trị cuối (TT 2,0%)	70,345
Tỷ lệ phi rủi ro %	6.0	6.0	<b>Tổng GTHT của DTTD và GTC</b>	<b>161,886</b>
Chi phí VCSH %	15.6	15.6	+ Tiềm mặt & đầu tư ngắn hạn	47,544
Chi phí nợ vay %	7.0	7.0	- Nợ vay	-15,361
Thuế DN %	20.0	20.0	- Lợi ích CĐTS	-1,250
Nợ vay %	20.0	20.0	<b>Giá trị VCSH</b>	<b>192,819</b>
Vốn chủ sở hữu %	80.0	80.0	Cổ phiếu pha loãng (triệu)	2,297
<b>WACC %</b>	<b>13.6</b>	<b>13.6</b>	<b>Giá trị DCF/cổ phiếu (VND)</b>	<b>83,736</b>

Nguồn: Vietcap

### Bộ số định giá P/E

Chúng tôi đã chọn các công ty kinh doanh và vận chuyển khí đốt tại Ấn Độ, Indonesia và Malaysia, với quy mô và vốn hóa thị trường tương đương cho danh mục so sánh với GAS. Hầu hết các chỉ số tài chính của GAS đều vượt trội hơn so với các công ty cùng ngành, bao gồm cả tỷ lệ đòn bẩy tài chính và lợi nhuận/vốn chủ sở hữu. Chúng tôi giả định rằng Petronas Gas ở Malaysia là công ty cùng ngành phù hợp nhất với GAS do quy mô và biên lợi nhuận tương tự.

Thông thường, diễn biến giá cổ phiếu của các cổ phiếu dầu khí - đặc biệt là GAS - cho thấy mối tương quan tích cực khá mạnh với biến động giá dầu. Bằng cách quan sát xu hướng trước đây, chúng tôi nhận thấy P/E của các công ty cùng ngành ổn định ở mức ~14-15x từ năm 2014 đến đầu năm 2016, khi giá dầu thô Brent giảm từ 98 USD/thùng trong năm 2014 xuống 45 USD/thùng trong năm 2015-2016. Trong giai đoạn 2017-2021, P/E của các công ty cùng ngành dao động trong khoảng ~15x-20x do giá dầu dao động trong khoảng 45-80 USD/thùng.

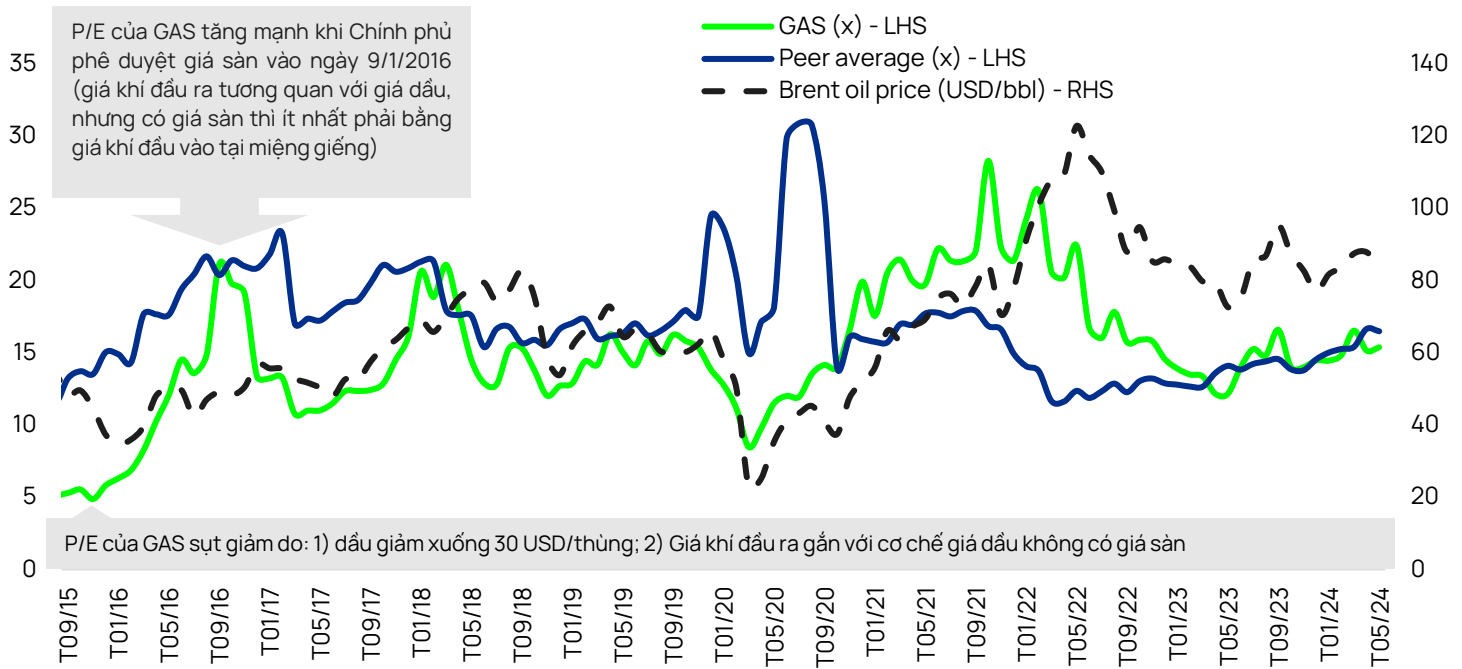
Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi sử dụng P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực (16,5x) làm P/E mục tiêu, cao hơn một chút so với [Báo cáo cập nhật](#) trước đó của chúng tôi.

Hình 4: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty (tr USD)	Quốc gia	GT vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu thuần (tr USD)	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ ròng/VCSH (%)	ROE %	Lợi suất cổ tức %	P/E trượt (*)	P/E dự phóng (x)	P/B quý gần nhất (x)
GAIL India Ltd	Ấn Độ	16.218	18.098	57,1	699	-54,2	25,7	8,7	2,7	24,1	13,9	2,1
Indraprastha Gas	Ấn Độ	3.899	1.762	83,5	204	9,1	-37,4	21,1	0,9	19,8	17,0	4,1
Perusahaan Gas Tbk	Indonesia	2.236	3.662	-0,8	313	6,6	7,8	11,3	9,5	7,1	7,7	0,8
Petronas Gas Bhd	Malaysia	7.548	1.415	4,6	399	10,6	-2,7	13,6	4,0	19,7	18,6	2,6
Gas Malaysia Bhd	Malaysia	945	1.773	5,6	84	-1,6	-26,2	29,0	6,5	11,7	12,8	3,3
<b>Trung bình</b>		<b>6.169</b>	<b>5.342</b>	<b>30,0</b>	<b>340</b>	<b>-5,9</b>	<b>-6,6</b>	<b>16,8</b>	<b>4,7</b>	<b>16,5</b>	<b>14,0</b>	<b>2,6</b>
<b>GAS</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>6.725</b>	<b>3.824</b>	<b>-3,4</b>	<b>447</b>	<b>-26,9</b>	<b>-53,4</b>	<b>16,6</b>	<b>4,0</b>	<b>15,3</b>	<b>15,3</b>	<b>2,6</b>

Nguồn: Các công ty trên, Vietcap (số liệu tính đến ngày 03/05/2024)

Hình 5: P/E của GAS so với P/E trung bình cùng ngành và giá dầu



Nguồn: Các công ty trên, Fiinpro, Vietcap (dữ liệu cập nhật ngày 03/05/2024)

## Phân tích độ nhạy

Giá trị hợp lý của GAS có tương quan tích cực với giá dầu do hiệu quả HĐKD khí (bán cho KCN) và kinh doanh LPG của GAS bị ảnh hưởng bởi giá dầu. **Hình 7** cho thấy 1) độ nhạy của các dự báo lợi nhuận trong năm 2024 của chúng tôi đối với các kịch bản giá dầu khác nhau vào năm 2024 và 2) độ nhạy của giá mục tiêu dựa trên giá trị hợp lý của chúng tôi đối với các kịch bản giá dầu khác nhau trong giai đoạn dự báo (2024-2033F).

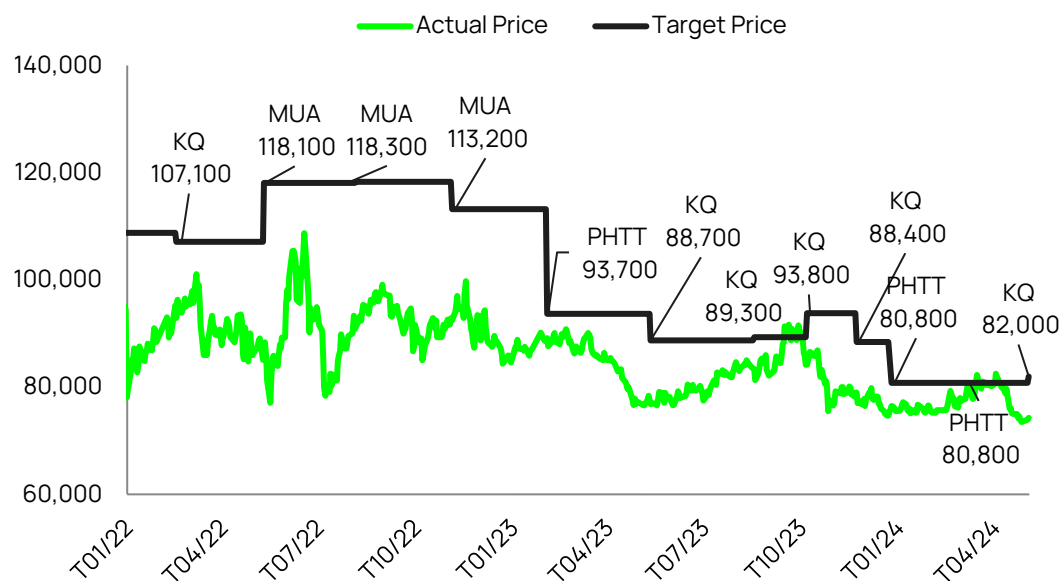
Hình 6: Phân tích độ nhạy của GAS đối với giá dầu thô Brent

Giá định cho năm 2024 *	Kịch bản tiêu cực		Kịch bản cơ sở		Kịch bản tích cực	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	63	73	83	93	103	
Giá định giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	337	393	450	507	564	
Giá bán AToP (USD/MMBTU)	3,82	4,46	5,10	5,74	6,39	
Giá bán cho KCN (USD/MMBTU)	8,35	9,55	10,74	11,94	13,13	
Giá LPG (USD/tấn)	474	542	610	678	745	
<b>Các chỉ số tài chính cho năm 2024</b>						
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	7.395	9.235	11.075	12.914	14.754	
EPS (đồng/cổ phiếu)	3.155	3.940	4.725	5.510	6.295	
Tăng trưởng EPS (%)	-36,3%	-20,4%	-4,6%	11,3%	27,1%	
ROE (%)	11,5%	14,2%	16,8%	19,3%	21,7%	
<b>Định giá</b>						
P/E dự phóng năm 2024 (x)	23,7	19,0	15,8	13,6	11,9	
P/B dự phóng năm 2024 (x)	2,7	2,6	2,5	2,5	2,4	
<b>Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)</b>	<b>60.600</b>	<b>71.000</b>	<b>82.000</b>	<b>93.000</b>	<b>104.000</b>	
Tăng trưởng (%)	-19,0%	-5,1%	9,6%	24,3%	39,0%	
Lợi suất cổ tức (%)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Tổng mức sinh lời (%)	-15,0%	-1,1%	13,6%	28,3%	43,0%	

Nguồn: Vietcap (\* Chúng tôi giả định giá dầu là 83 USD/thùng trong năm 2024 và 75 USD/thùng trong giai đoạn 2025-2033. Chúng tôi ước tính những thay đổi về giá dầu lần lượt là +/-10USD/thùng và +/-20USD/thùng so với kịch bản cơ sở trong suốt giai đoạn dự báo cho các kịch bản tích cực và tiêu cực của chúng tôi.)

## Diễn biến khuyến nghị

Hình 7: Diễn biến khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)

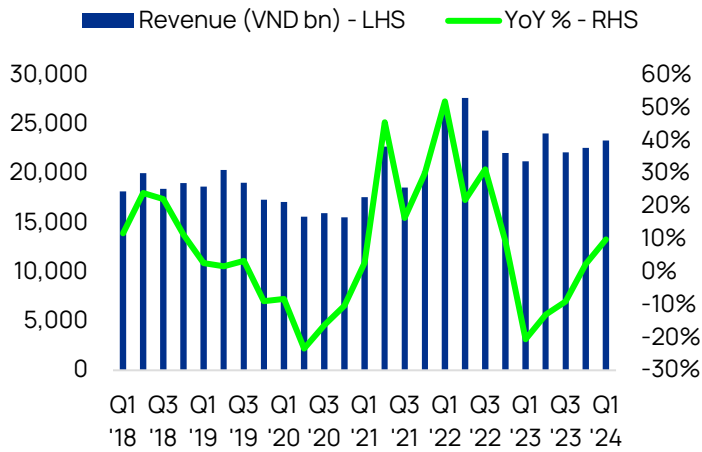


Nguồn: Fiinpro, Vietcap



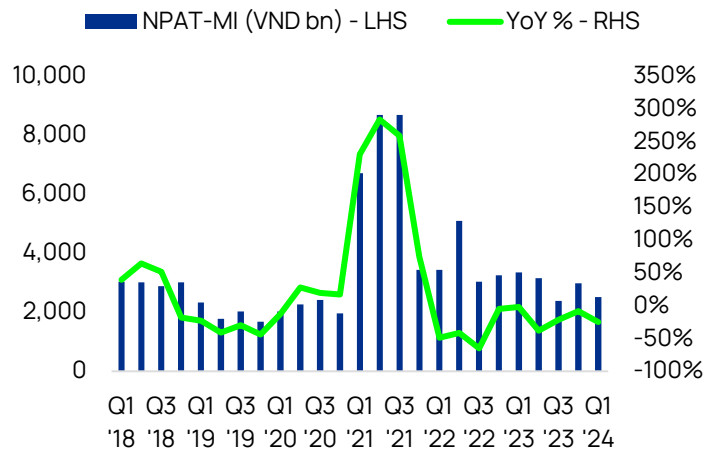
## Chỉ số hàng quý

Hình 8: Cơ cấu doanh thu hàng quý của GAS



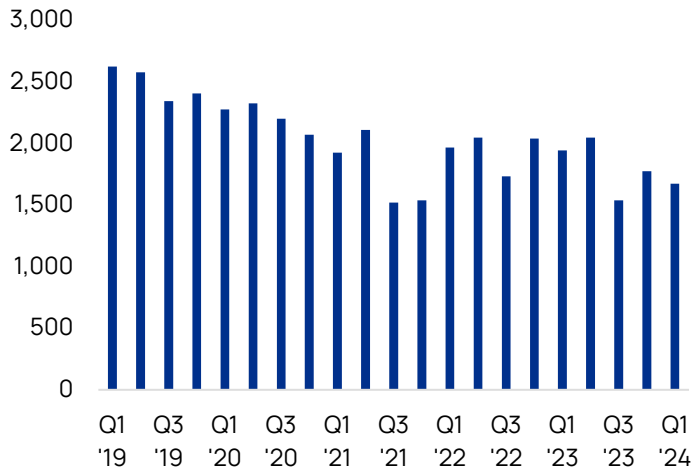
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 9: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của GAS



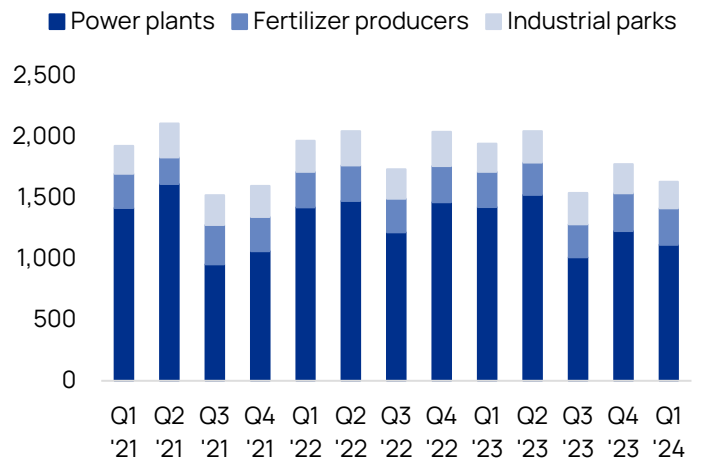
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 10: Sản lượng bán hàng quý của GAS (tr m<sup>3</sup>)



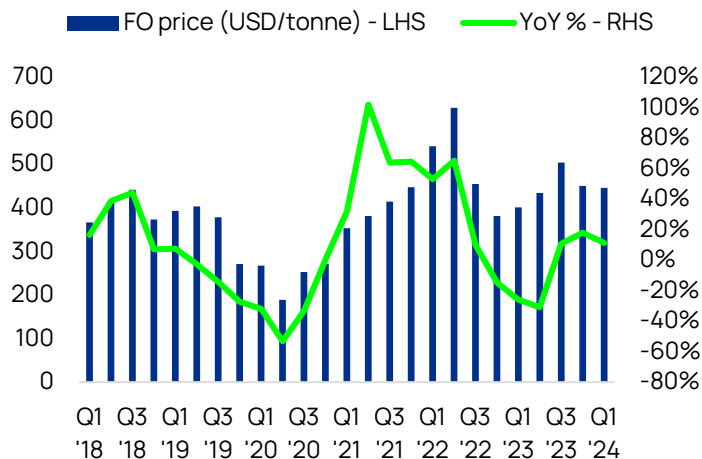
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 11: Chi tiết sản lượng bán hàng quý của GAS (tr m<sup>3</sup>)



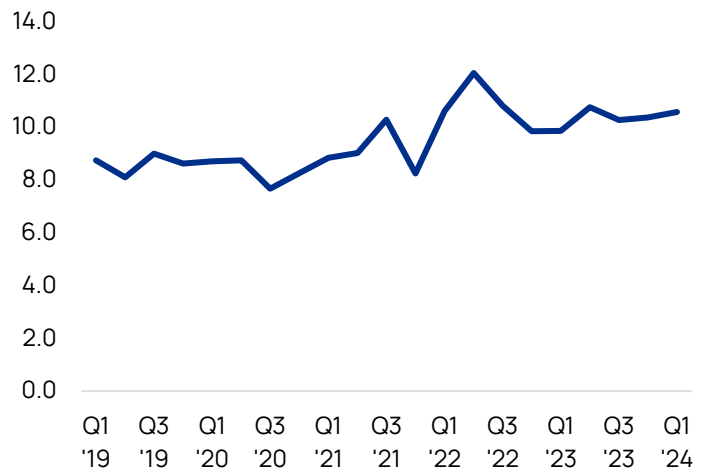
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 12: Giá dầu nhiên liệu trung bình



Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 13: Giá khí đầu ra cho các KCN (USD/MMBTU)



Nguồn: GAS, Vietcap

## Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu</b>	<b>89.954</b>	<b>86.081</b>	<b>94.820</b>	<b>101.501</b>
Giá vốn hàng bán	-73.029	-69.419	-76.307	-80.831
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>16.925</b>	<b>16.661</b>	<b>18.513</b>	<b>20.669</b>
Chi phí bán hàng	-2.544	-2.410	-2.655	-2.842
Chi phí quản lí DN	-1.475	-1.863	-1.822	-1.603
<b>LN thuần HĐKD</b>	<b>12.906</b>	<b>12.388</b>	<b>14.036</b>	<b>16.225</b>
Thu nhập tài chính	2.273	2.028	2.012	2.117
Chi phí tài chính	-587	-588	-1.478	-2.448
<i>Trong đó, chi phí lãi vay</i>	<i>-340</i>	<i>-588</i>	<i>-1.478</i>	<i>-2.448</i>
Lợi nhuận từ công ty LDLK	27	15	15	15
Lỗ/lãi thuần khác	20	0	0	0
<b>LNTT</b>	<b>14.640</b>	<b>13.843</b>	<b>14.585</b>	<b>15.908</b>
Thuế TNDN	-2.846	-2.769	-2.917	-3.182
<b>LNST trước CĐTS</b>	<b>11.793</b>	<b>11.075</b>	<b>11.668</b>	<b>12.727</b>
Lợi ích CĐ thiểu số	-187	0	0	0
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo</b>	<b>11.606</b>	<b>11.075</b>	<b>11.668</b>	<b>12.727</b>
<b>LNST sau lợi ích CĐTS, điều chỉnh</b>	<b>11.586</b>	<b>11.075</b>	<b>11.668</b>	<b>12.727</b>
EBITDA	15.933	16.238	17.304	19.718
EPS báo cáo, VND	4.953	4.725	4.979	5.430
EPS điều chỉnh, VND (1)	4.944	4.725	4.979	5.430
EPS pha loãng, VND	4.944	4.725	4.979	5.430
DPS, VND	3.000	3.000	5.000	5.000
DPS/EPS (%)	60,6%	63,5%	100,4%	92,1%
(1) Không bao gồm lợi nhuận bất thường				

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	-10,7%	-4,3%	10,2%	7,0%
Tăng trưởng LN HĐKD	-27,5%	-4,0%	13,3%	15,6%
Tăng trưởng LNTT	-21,6%	-4,6%	5,4%	9,1%
Tăng trưởng EPS	-21,3%	-4,4%	5,4%	9,1%
<b>Khả năng sinh lời</b>				
Biên LN gộp %	18,8%	19,4%	19,5%	20,4%
Biên LN từ HĐKD %	14,3%	14,4%	14,8%	16,0%
Biên EBITDA %	17,7%	18,9%	18,2%	19,4%
Biên LN ròng-CĐTS điều	12,9%	12,9%	12,3%	12,5%
ROE %	18,8%	16,8%	16,6%	17,4%
ROA %	13,6%	11,8%	10,8%	10,4%
<b>Chỉ số hiệu quả vận</b>				
Số ngày tồn kho	19,7	19,7	19,7	19,8
Số ngày phải thu	50,9	46,8	42,8	42,8
Số ngày phải trả	35,7	35,8	35,7	35,7
TG luân chuyển tiền	34,9	30,7	26,9	26,9
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	4,2	5,1	4,3	3,9
CS thanh toán nhanh	3,9	4,8	4,0	3,7
CS thanh toán tiền mặt	0,4	2,6	2,1	1,8
Nợ/Tài sản	6,7%	15,8%	22,9%	28,6%
Nợ/Vốn sử dụng	8,3%	18,6%	26,6%	32,9%
Nợ/Vốn CSH	-54,5%	-46,6%	-26,6%	-8,1%
Khả năng thanh toán lãi vay	38,0	21,1	9,5	6,6

Nguồn: GAS, Vietcap

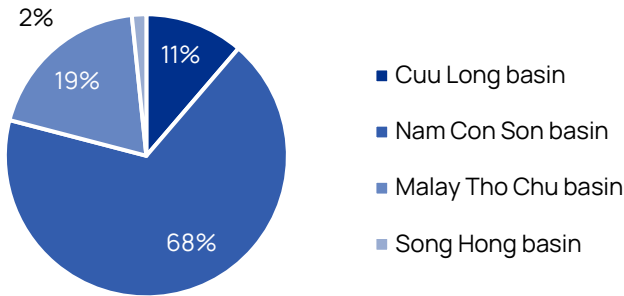
BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.669	34.544	32.983	29.587
Đầu tư TC ngắn hạn	35.085	13.000	13.000	13.000
Các khoản phải thu	12.541	11.001	11.118	11.902
Hàng tồn kho	3.945	3.743	4.127	4.379
TS ngắn hạn khác	4.978	4.756	5.258	5.643
<b>Tổng TS ngắn hạn</b>	<b>62.218</b>	<b>67.044</b>	<b>66.487</b>	<b>64.511</b>
TS dài hạn (gộp)	65.896	77.240	97.537	114.650
- Khấu hao lũy kế	-44.552	-48.401	-51.670	-55.163
TS dài hạn (ròng)	21.345	28.838	45.867	59.488
Đầu tư TC dài hạn	398	398	398	398
TS dài hạn khác	3.794	3.794	3.794	3.794
<b>Tổng TS dài hạn</b>	<b>25.537</b>	<b>33.030</b>	<b>50.059</b>	<b>63.680</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>87.754</b>	<b>100.074</b>	<b>116.546</b>	<b>128.191</b>
Phải trả ngắn hạn	7.138	6.785	7.458	7.901
Nợ ngắn hạn	1.605	1.479	2.627	2.853
Nợ ngắn hạn khác	6.229	4.977	5.396	5.674
Tổng nợ ngắn hạn	<b>14.972</b>	<b>13.241</b>	<b>15.481</b>	<b>16.428</b>
Nợ dài hạn	4.271	14.383	24.083	33.784
Nợ dài hạn khác	3.213	3.213	3.213	3.213
<b>Tổng nợ</b>	<b>22.456</b>	<b>30.837</b>	<b>42.778</b>	<b>53.425</b>
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	22.967	22.967	22.967	22.967
Thặng dư vốn CP	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	16.880	21.064	25.842	27.085
Vốn khác	24.201	23.955	23.709	13.462
Lợi ích CĐTS	1.250	1.250	1.250	1.250
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>65.299</b>	<b>69.237</b>	<b>73.769</b>	<b>74.765</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>87.754</b>	<b>100.074</b>	<b>116.546</b>	<b>128.191</b>
Số CP lưu hành cuối năm, tr	2.296	2.297	2.297	2.297

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ)	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>10.549</b>	<b>5.669</b>	<b>34.544</b>	<b>32.983</b>
Lợi nhuận sau thuế	11.606	11.075	11.668	12.727
Khấu hao	3.027	3.850	3.268	3.493
Thay đổi vốn lưu động	1.310	1.395	88	-699
Điều chỉnh khác	-2.116	-1.297	-261	-261
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>13.827</b>	<b>15.023</b>	<b>14.763</b>	<b>15.260</b>
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.841	-11.343	-20.297	-17.114
Đầu tư	-9.407	22.100	15	15
<b>Tiền từ HĐ đầu tư</b>	<b>-11.249</b>	<b>10.756</b>	<b>-20.282</b>	<b>-17.098</b>
Cổ tức đã trả	-7.120	-6.890	-6.890	-11.484
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn	2.076	415	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-2.419	9.571	10.849	9.926
Tiền từ các hoạt động TC	5	0	0	0
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>-7.459</b>	<b>3.096</b>	<b>3.959</b>	<b>-1.557</b>
<b>Tổng lưu chuyển tiền tệ</b>	<b>-4.880</b>	<b>28.875</b>	<b>-1.560</b>	<b>-3.396</b>
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>5.669</b>	<b>34.544</b>	<b>32.983</b>	<b>29.587</b>

## Phụ lục

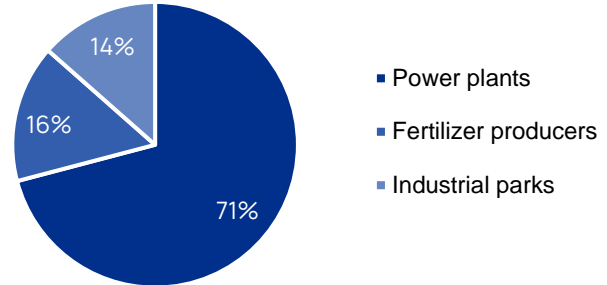
### Phụ lục 1: Cơ chế giá khí đầu vào, đầu ra

Hình 14: Tỷ trọng đầu vào của GAS



Nguồn: GAS, Vietcap ước tính (dữ liệu năm 2023)

Hình 15: Tỷ trọng đầu ra của GAS



Nguồn: GAS, Vietcap ước tính (dữ liệu năm 2023)

### Cơ chế định giá khí

**Giá đầu vào:** Cửu Long (giá cố định); Nam Côn Sơn (~80% là giá cố định, 20% dựa vào giá FO); Mã Lai Thổ Chu (thuế quan, không kinh doanh khí); Sông Hồng (giá cố định).

#### Giá đầu ra:

**Giá khí đầu ra cho các nhà máy điện:** Giá khí đầu ra cho các nhà máy điện thuộc mảng ToP trên là 46% giá dầu FO trung bình (MFO – gồm trung bình dầu FO lưu huỳnh cao và FO lưu huỳnh thấp) và ít nhất phải bằng hoặc cao giá khí tại giếng khai thác. Giá khí đầu ra của các nhà máy điện thuộc mảng ToP cũng bằng 46% MFO, nhưng phần chênh lệch sẽ được nộp vào ngân sách Nhà nước.

**Giá khí đầu ra cho nhà sản xuất phân bón:** Dựa trên 46% MFO và 13% giá dầu Brent.

**Giá khí đầu ra cho các KCN** được tính dựa trên giá LPG (và đôi khi là giá FO). GAS bán khí cho các KCN thông qua các công ty con (HSX: PGD & CNG). Nhìn chung, GAS bán cho PGD và CNG với giá ~80-90% giá LPG/FO, sau đó PGD và CNG bán cho người dùng cuối với giá ~90%-95% giá LPG/FO.

Hình 16: Mối quan hệ giữa giá dầu Brent, giá FO và giá gas (USD/MMBTU)

tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)*	71	64	43	71	99	82	83	75	75	75
Giá MFO (USD/tấn)*	399	361	245	399	502	450	450	400	400	400
Giá LPG (USD/tấn)*	543	438	400	639	736	573	610	637	637	637
Giá MFO (USD/MMBTU)**	9,8	8,9	6,0	9,8	12,4	11,1	11,1	9,8	9,8	9,8
Giá khí đầu ra cho các nhà máy điện dưới bao tiêu	3,1	3,5	2,9	3,0	5,7	5,1	5,1	4,5	4,5	4,5
Giá khí đầu ra của các nhà máy điện trên bao tiêu	4,5	4,1	2,9	4,5	5,7	6,8	5,1	4,5	4,5	4,5
Giá khí đầu ra cho các KCN(80%-90% giá LPG)	9,8	8,9	8,3	9,1	10,8	10,1	10,7	11,3	11,3	11,3

Nguồn: GAS, Vietcap (\* giá trung bình; \*\* 1 tấn = 40,6 MMBTU)

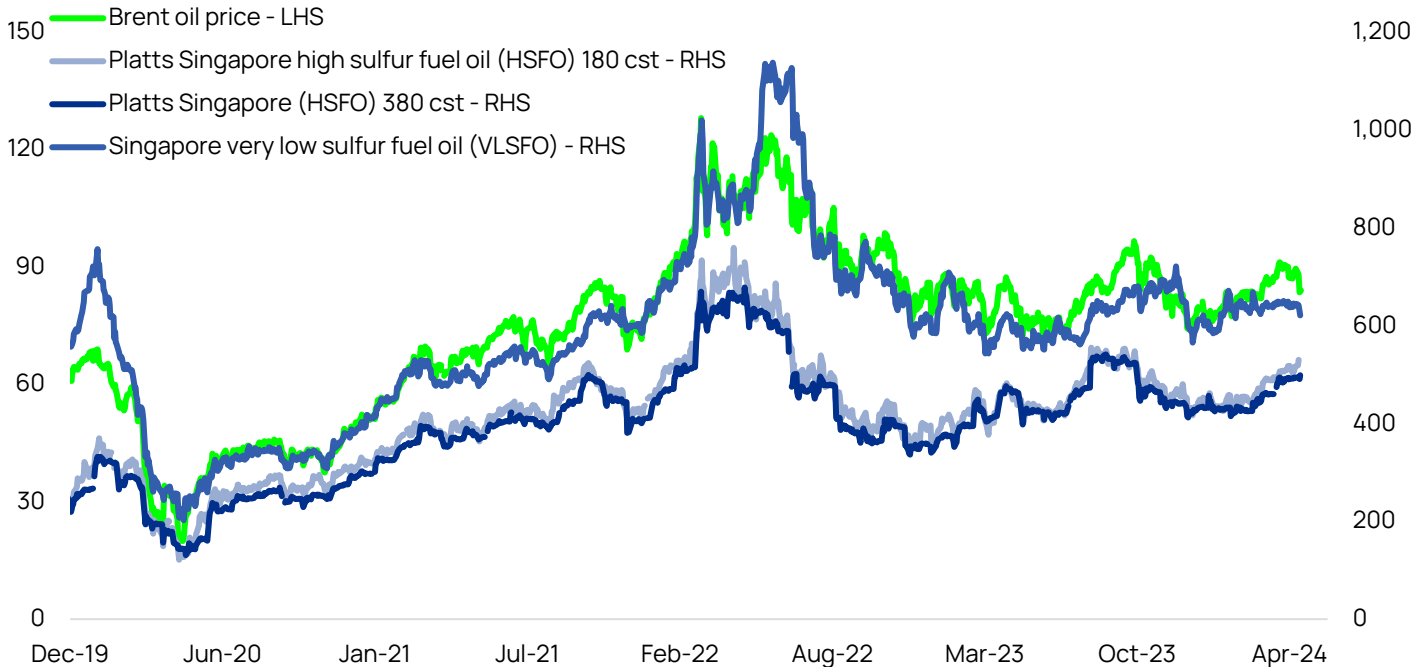
Giá FO có mối tương quan chặt chẽ với giá dầu thô Brent. Chúng tôi sử dụng mô hình hồi quy (giá FO = 5,7 lần giá dầu thô Brent - 11,6) để tính giá FO từ giá định giá dầu thô Brent của chúng tôi. Chúng tôi lưu ý rằng giá FO đôi khi khác biệt với giá dầu thô Brent do động lực cung và cầu.

Bắt đầu từ năm 2024, khi GAS nhập khẩu LNG (cũng có mối tương quan cao với giá dầu thô Brent), diễn biến giá khí đốt quốc tế có thể dẫn đến diễn biến tương tự về giá khí đầu ra của GAS. Chúng

tôi kỳ vọng rằng cơ chế định giá LNG sẽ dựa trên cơ chế chuyển ngang. Do đó, chúng tôi giả định rằng giá LNG biến động sẽ có tác động không đáng kể đến lợi nhuận của GAS.

## Phụ lục 2: Giá OF và giá dầu Brent

Hình 17: Giá dầu Brent (USD/bbl) so với giá FO (USD/tấn)



Nguồn: Fiinpro, Vietcap

Giá dầu Brent và dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh cao (HSFO hoặc FO) thường biến động tương quan nhau - ngoại trừ **quý 4/2019** khi giá FO giảm mạnh do dự đoán về các quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) có hiệu lực vào đầu năm 2020. Các quy định này yêu cầu ngành vận tải biển sử dụng nhiên liệu chất lượng cao hơn, có hàm lượng lưu huỳnh thấp hơn - còn được gọi là dầu nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh thấp (VLSFO) và dầu diesel. Theo Drewry Maritime Service, tính đến tháng 6/2022, khoảng 8% đội tàu vận tải toàn cầu sử dụng máy lọc - giúp loại bỏ các chất ô nhiễm khỏi khí thải - và chạy bằng HSFO. Điều này hỗ trợ mức tiêu thụ FO phục hồi và FO lại có mối tương quan tích cực với giá dầu Brent.

**Vào giữa tháng 12/2022**, IMO đã phê duyệt giảm hàm lượng lưu huỳnh cho phép từ 0,5% xuống 0,1%. Quy định chặt chẽ hơn này yêu cầu đội tàu vận tải toàn cầu tiêu thụ nhiều VLSFO hơn. Trong khi đó, giá FO cho thấy mối tương quan tích cực với giá dầu Brent. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng tác động của IMO đối với giá HSFO sẽ ở mức tối thiểu do tỷ lệ đội tàu toàn cầu được trang bị máy lọc khí dự kiến sẽ tăng lên 24% vào năm 2023, theo Clarkson Research - nhà cung cấp dữ liệu trong ngành vận tải và thương mại.

**Vào năm 2023, giá FO (-11% YoY) cao hơn giá dầu Brent (-17% YoY)** chủ yếu do biên lợi nhuận lọc dầu FO khả quan, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi và nguyên liệu thô giảm giá cũng như việc Trung Quốc chuyển sang sử dụng FO (so với dầu thô và hỗn hợp bitum thông thường trước đây). Ngoài ra, giá dầu Brent giảm đáng kể hơn so với giá FO vào năm 2023, một phần do giá FO tăng 39% YoY, cao hơn so với 26% YoY vào năm 2022.

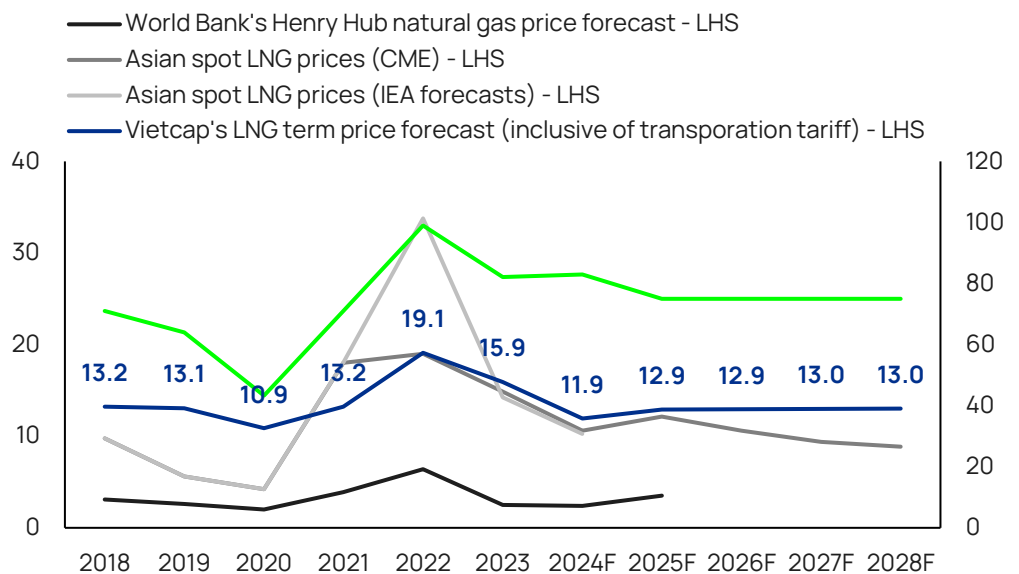
**Trong quý 1/2024, giá FO cao hơn giá dầu Brent** chủ yếu do nguồn cung FO của Nga giảm sau khi các nhà máy lọc dầu của nước này bị tấn công kể từ tháng 1, cùng với lượng nhập khẩu FO trong quý 1 của Trung Quốc tăng hơn 20% YoY và giá dầu Brent không đổi YoY. Chúng tôi giả định rằng các giai đoạn giá FO cao hơn và kém hơn so với giá dầu Brent thường bù trừ lẫn nhau, dẫn đến sự

biến động cùng chiều trong dài hạn. Chúng tôi duy trì giả định giá FO trung bình sẽ đi ngang YoY trong năm 2024, tương tự như giá dầu Brent trung bình (gần như đi ngang YoY).

### Phụ lục 3: Giá LNG và giá dầu Brent

Trong quý 1/2024, giá nhập khẩu LNG của Nhật Bản (13,3 USD/MMBTU, -22% YoY) kém hơn so với giá dầu Brent (82 USD/thùng, +0% YoY). Theo Cơ quan Năng lượng Quốc tế (IEA), giá khí đốt giao ngay tại Châu Á và Châu Âu giảm xuống mức trước khủng hoảng trong khi giá khí đốt tại Henry Hub giảm xuống mức thấp nhất trong nhiều thập kỷ chủ yếu do nguồn cung cải thiện (sản xuất LNG +3% YoY), mức dự trữ cao (mức dự trữ ở Châu Âu cao hơn 45% so với mức trung bình 5 năm) và mùa đông ôn hòa trái mùa. Do đó, IEA đã điều chỉnh giá giao ngay Henry Hub/giao ngay LNG châu Á/TTF Hà Lan giảm 39%/14%/17% xuống còn 2,5/10,2/9,1 USD/MMBTU và điều chỉnh giảm 20 điểm cơ bản tăng trưởng nhu cầu khí đốt toàn cầu năm 2024 xuống 2,3% YoY trong Báo cáo Khí đốt tháng 4 so với báo cáo tháng 1, trong đó lo ngại căng thẳng địa chính trị là rủi ro lớn nhất đối với triển vọng ngắn hạn về khí đốt.

**Hình 18: Giá dầu Brent (USD/thùng) so với dự báo giá LNG quốc tế (USD/MMBTU)**

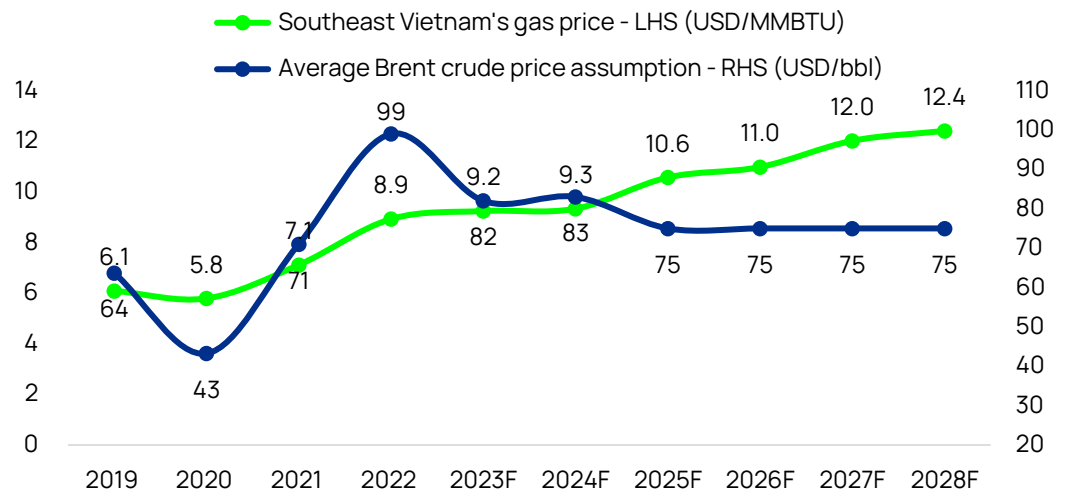


Nguồn: Ngân hàng Thế giới, IEA, CME, Vietcap. Lưu ý: Dự báo giá LNG (hợp đồng có thời hạn) của Vietcap được tính dựa trên 13% giá dầu Brent + thuế, theo các doanh nghiệp trong ngành. Dự báo của Ngân hàng Thế giới và IEA tính đến tháng 4/2024.

### Phụ lục 4: Giá khí cho nhà máy điện

Chúng tôi đã điều chỉnh giảm 4% giá khí đốt năm 2024 cho các nhà máy điện xuống 9,3 USD/MMBTU so với mức 9,7 USD/MMBTU trước đó, do tổng giá bán LNG thấp hơn (bao gồm giá nhập khẩu, phí lưu trữ, phí tái hóa khí và phí phân phối). Cụ thể, giá nhập khẩu giảm 2,0 USD/MMBTU theo giá nhập khẩu LNG thực tế trong 4 tháng đầu năm 2024 của GAS và điều chỉnh giảm của IEA trong triển vọng giá khí đốt năm 2024.

Hình 19: Triển vọng giá khí cho các nhà máy điện



Nguồn: GAS, Vietcap

## Phụ lục 5: Tóm tắt dự án trong dài hạn

Hình 20: Triển vọng vốn XD/CB của GAS

Dự án	Vốn XD/CB (tr USD)	Công suất	Lịch trình của chính phủ	Đi vào hoạt động (Vietcap ước tính)	Lãi kinh tế (%)
<b>Các dự án được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>					
Đường ống khí Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2	350	7 tỷ m <sup>3</sup> /năm	2017-2021	2021-2024	100%
Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 1	286	1 MMTPA	2015-2022	2024	100%
Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	200	3 MMTPA	2023-2024	2027	100%
Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	200	6 MMTPA	N/A	2028	100%
Đường ống khí Lô B - Ô Môn *	663	7 m <sup>3</sup> /năm	2017-2021	2028	51%
Kho LNG Sơn Mỹ	824	3-6 MMTPA	2025-2026	2027	61%
<b>Tổng vốn XD/CB của các dự án được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>	<b>2.523</b>				
<b>Các dự án hiện chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>					
Poly Propylene	700	400.000 TPA	N/A	N/A	N/A
Cá voi xanh	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Tổng vốn XD/CB của các dự án chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi</b>	<b>700</b>				
<b>Tổng vốn XD/CB</b>	<b>3.223</b>				

Nguồn: GAS, Vietcap (\* Tổng vốn đầu tư vào công suất của dự án Lô B ước tính khoảng 1,3 tỷ USD, trong đó GAS sẽ nắm giữ 51% lãi (vốn góp 663 triệu USD))

Hình 21: Đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ dự án Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 (Sao Vàng-Đại Nguyệt, Su Tử Trắng giai đoạn 2B), vận hành thương mại năm 2021-2026

tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	3.780	4.957	5.056	6.303	7.598
% doanh thu của GAS	4,5%	5,3%	5,0%	4,5%	3,8%
Lợi nhuận ròng	1.161	1.949	2.303	3.502	4.481
% LN ròng của GAS	11,0%	16,3%	17,2%	20,9%	19,1%

Nguồn: Vietcap

Trong năm 2023, GAS nhập khẩu một lô LNG với giá tốt (9,46 USD/MMBTU) để chạy thử nghiệm cho cảng Thị Vải, đây là một trong những lý do dẫn đến lợi nhuận tốt cho PGD và CNG.

Theo CTCP Phân phối khí thấp áp Dầu khí Việt Nam (HOSE: PGD) – công ty con 50,5% cổ phần của GAS – giá đầu vào đã chuyển từ 100% giá khí trong nước sang 10% LNG và 90% giá trong nước. Cơ chế giá khí đầu ra trong thời gian tới cũng sẽ bao gồm giá dầu Brent bên cạnh giá LPG và FO. PGD ước tính lợi nhuận từ bán LNG chiếm 20% lợi nhuận của công ty trong năm 2023. Theo CTCP CNG Việt Nam (HOSE: CNG), công ty con 56% cổ phần của GAS, các cơ sở LNG của CNG tại tỉnh Long An đã sẵn sàng phân phối LNG tới khách hàng. CNG đang phát triển cơ sở phân phối LNG tới Miền Bắc. CNG ước tính lợi nhuận thực tế năm 2023 sẽ vượt mục tiêu 10%.

**Trong 4 tháng đầu năm 2024, GAS nhập khẩu 170 triệu m<sup>3</sup> (~130.000 tấn LNG),** chủ yếu cung cấp cho các nhà máy điện sử dụng LNG (Phụ Mỹ 3 – bắt đầu khai thác LNG từ ngày 11/04) cũng như các KCN. Chúng tôi nâng khối lượng nhập khẩu LNG trong năm 2024 của GAS lên 380 triệu m<sup>3</sup> so với giả định 50 triệu m<sup>3</sup> trước đó, sau mức sử dụng từ các nhà máy điện chạy bằng LNG tăng. Đồng thời, chúng tôi giảm giá nhập khẩu LNG năm 2024 xuống 8,8 USD/MMBTU so với giá định 10,8 USD/MMBTU trước đó do giá nhập khẩu thực tế của GAS là 7,8 USD/MMBTU trong 4 tháng đầu năm (theo các doanh nghiệp trong ngành) cũng như triển vọng giá khí đốt thấp hơn theo IEA (xem Phụ lục 3). Do đó, chúng tôi điều chỉnh giảm khoản lỗ ròng dự báo năm 2024 từ kho cảng LNG Thị Vải từ 1,0 nghìn tỷ đồng xuống 664 tỷ đồng. Bất chấp những thách thức trong ngắn hạn, chúng tôi giả định kho cảng LNG Thị Vải sẽ đóng góp lần lượt 6%/18% vào LNST sau lợi ích CĐTTS của GAS trong năm 2027/2028.

**Hình 22: Doanh thu và lợi nhuận đóng góp từ kho cảng LNG Thị Vải**

tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Doanh thu	456	1.113	1.460	2.482	7.087	8.262	8.427	8.596	8.767	8.943
% doanh thu của GAS	0,5%	1,2%	1,4%	1,8%	3,6%	3,9%	3,9%	4,0%	4,0%	4,0%
Lợi nhuận ròng	-664	-230	199	923	4.731	5.788	5.981	6.177	5.668	5.847
% LN ròng của GAS	-6,0%	-2,0%	1,6%	5,6%	18,1%	20,4%	18,6%	18,3%	14,8%	14,6%

Nguồn: Vietcap

**Ngày 13/07/2023, Ủy ban nhân dân tỉnh Bình Thuận đã phê duyệt kế hoạch đầu tư Kho cảng LNG Sơn Mỹ, là kho cảng LNG thứ hai của GAS.** Diễn biến này đặt nền tảng cho dự án bắt đầu xây dựng. Chúng tôi duy trì kỳ vọng dự án này sẽ đi vào hoạt động vào năm 2027. Chúng tôi dự báo Kho cảng LNG Sơn Mỹ sẽ đóng góp ít vào LNST sau lợi ích CĐTTS của GAS trong năm 2027 và trung bình khoảng 2,7% vào LNST sau lợi ích CĐTTS của GAS trong giai đoạn 2028-2033.

Kho cảng LNG Sơn Mỹ (tổng vốn XDCB đạt 1,4 tỷ USD) đang được phát triển bởi Sơn Mỹ LNG Terminal LLC - một liên doanh giữa GAS (61% cổ phần) và Tập đoàn AES có trụ sở tại Hoa Kỳ (39% cổ phần). Tập đoàn AES, công ty điện lực và tiện ích, cũng là một trong những chủ đầu tư Nhà máy nhiệt điện than Mông Dương 2 (công suất 1.150 MW) tại tỉnh Quảng Ninh. Dự án dự kiến được phát triển thành 3 giai đoạn: Giai đoạn 1 (tổng công suất 3,6 MMTPA), Giai đoạn 2 (tổng công suất 6 MMTPA) và Giai đoạn 3 (tổng công suất 10 MMTPA).

Kho cảng LNG Sơn Mỹ được quy hoạch chủ yếu cung cấp khí cho các nhà máy điện khí Sơn Mỹ I & II (tổng công suất 4.500 MW). Hai nhà máy điện này nằm trong mục tiêu nâng công suất điện sử dụng LNG là 22.400 MW vào năm 2030 của Chính phủ trong Quy hoạch Điện VIII đã được phê duyệt.

**Hình 23: Đóng góp cho doanh thu và lợi nhuận từ kho cảng LNG Sơn Mỹ**

tỷ đồng	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Doanh thu	2.482	3.797	3.873	3.950	4.029	4.110	4.192
% doanh thu của GAS	1,8%	1,9%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%
Lợi nhuận ròng	96	727	776	899	1.022	1.146	1.271
% lợi nhuận ròng của GAS	0,6%	2,8%	2,7%	2,8%	3,0%	3,0%	3,2%

Nguồn: Vietcap



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đỗ Công Anh Tuấn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

### Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

**Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại) / giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
<b>BÁN</b>	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

**Rủi ro:** Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.



## Liên hệ

### CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

#### Trụ sở chính

Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,  
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588

#### Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo  
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội  
+84 24 6262 6999

#### Phòng giao dịch Nguyễn Huệ

Tòa nhà Vinatex,  
Tầng 1&3,  
Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM  
+84 28 3914 3588 (417)

#### Phòng giao dịch Hàm Nghi

Tòa nhà Doji,  
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Quận 1, Tp. HCM  
+84 28 3914 3588 (400)

#### Phòng giao dịch Đống Đa

9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,  
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN  
+84 24 6262 6999

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

**Research Team:** +84 28 3914 3588

research@vietcap.com.vn

**Alastair Macdonald**

**Giám đốc điều hành, ext 105**

alastair.macdonald@vietcap.com.vn

#### Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm

##### Nguyễn Anh Duy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 123

- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Chuyên viên cao cấp, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516
- Trịnh Thị Thu Hoài, Chuyên viên, ext 116

#### Vĩ mô

##### Hoàng Thúy Lương

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 368

- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

#### Hàng tiêu dùng

##### Hoàng Nam

##### Phó Giám đốc, ext 124

- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

#### Dầu khí, Điện và Nước

##### Đinh Thị Thùy Dương

##### Phó Giám đốc, ext 140

- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Võ Đặng Bảo Thư, Chuyên viên, ext 529
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

#### Bất động sản

##### Lưu Bích Hồng

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên, ext 149
- Thân Như Đoàn Thục, Chuyên viên, ext 174

#### Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng

##### Nguyễn Thảo Vy

##### Trưởng phòng cao cấp, ext 147

- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 116
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

#### Khách hàng cá nhân

##### Vũ Minh Đức

##### Phó Giám đốc, ext 363

- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên cao cấp, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365

### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

#### Tuan Nhan

##### Giám đốc điều hành

##### Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 107

tuan.nhan@vietcap.com.vn

#### Châu Thiên Trúc Quỳnh

##### Giám đốc điều hành

##### Khối Môi giới trong nước

+84 28 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vietcap.com.vn

#### Nguyễn Quốc Dũng,

##### Giám đốc

##### Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vietcap.com.vn

## Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.