

# Khí Việt Nam (GAS)

## Kỳ vọng tăng trưởng trong dài hạn

### Doanh nghiệp quan trọng nhất trong ngành

GAS là công ty độc quyền vận chuyển & kinh doanh khí tự nhiên tại Việt Nam, cung cấp nhiên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện khí, nhà máy sản xuất phân bón và các khu công nghiệp tại Việt Nam. Bên cạnh đó, GAS là công ty dẫn đầu thị trường LPG và có kế hoạch cung cấp khí hóa lỏng (LNG). PV GAS hiện đang quản lý cơ sở hạ tầng của ngành công nghiệp khí Việt Nam, bao gồm 5 hệ thống đường ống dẫn khí (1,500 km), 3 nhà máy xử lý khí (tổng công suất trên 10 tỷ m3/năm).

### Lợi nhuận đã đạt đỉnh trong ngắn hạn nhưng sẽ tăng trưởng trong dài hạn

Trong 2023-25F, chúng tôi cho rằng nhu cầu khí phục hồi từ các nhà máy điện và sản lượng lớn từ các khu công nghiệp sẽ bù đắp một phần cho sự giảm giá của giá dầu ra được neo theo giá dầu F0. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ giảm 8.1% n/n trong năm 2023F và tăng trưởng lần lượt 9.0%/12.5% n/n trong năm 2024-25F. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ giảm lần lượt -8.1/-4.5%/+1.1% n/n trong giai đoạn 2023-25F. Chúng tôi giả định doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2026 khi GAS có dòng khí đầu tiên từ Lô B và việc đẩy mạnh sản lượng LNG nhập khẩu.

### Khuyến nghị MUA

Chúng tôi lần đầu đưa PV GAS (GAS VN) vào danh mục với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu là 117,700 đồng, tương đương mức tăng 18.8% theo phương pháp định giá DCF (70%) và PE (30%). Với phương pháp DCF, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý là 122,500 đồng/cổ phiếu với kỳ vọng tăng trưởng dài hạn là 4.0% và WACC là 11.5%. Với phương pháp PE, giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên P/E trung bình 2023-25F là 18x. GAS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực dầu khí nhờ tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ dựa trên nhu cầu cao về khí tự nhiên và LNG tại Việt Nam. Rủi ro của GAS bao gồm khả năng giá dầu thô giảm và việc các dự án bị trì hoãn.

	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F
Doanh thu (VND bn)	78,992	100,724	92,531	100,860	113,493
LN hoạt động (VND bn)	10,374	17,799	15,110	14,829	15,328
EBT (VND bn)	11,205	18,802	16,526	15,775	15,950
LN ròng (VND bn)	8,673	14,794	12,989	12,398	12,536
EBITDA (VND bn)	13,612	20,904	18,440	18,405	19,167
Nợ ròng (VND bn)	(22,105)	(28,193)	(34,288)	(37,342)	(40,198)
Biên LN hđ (%)	13.1	17.7	16.3	14.7	13.5
ROE (%)	17.4	26.5	20.5	17.7	16.5
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.1	3.1	3.4	3.2	3.3
EPS (VND, adj.)	3,336	7,826	6,074	5,798	5,862
Thay đổi (% YoY)	(18.1)	134.6	(22.4)	(4.5)	1.1
BPS (VND, adj.)	27,270	32,037	35,517	38,840	42,199
DPS (VND, adj.)	3,064	3,073	3,393	3,239	3,275
PE (x)	30.0	12.8	16.5	17.2	17.1
PB (x)	3.7	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	12.6	7.9	8.6	8.5	8.0

Ghi chú: LN ròng, EPS and ROE dựa trên lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ.

VUI LÒNG THAM KHẢO NGUYÊN TẮC KHUYẾN NGHỊ, THÔNG TIN CÔNG KHAI VÀ MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM Ở CUỐI BÁO CÁO

## Công ty Chuyên sâu

### Dầu khí

14/04/2023

Khuyến nghị **MUA**

Giá mục tiêu **117,700**

Tăng/giảm **+18.8%** (bao gồm 30% cổ tức bằng tiền)

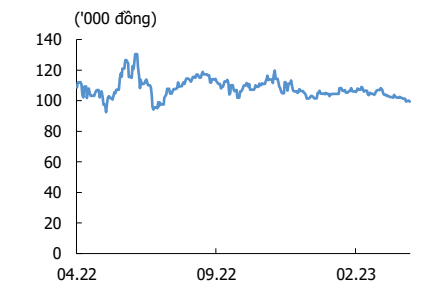
#### Stock data

VNIndex (14/4, điểm)	1,061
Giá cp (14/4, đồng)	99,500
Vốn hóa (tỷ đồng)	8,122
SLCP lưu hành (triệu)	1,914
Caol/ Thấp 52 tuần (đồng)	130,443/92,478
GTGD TB 6T (tỷ đồng)	1.25
Tỷ lệ CP tự do / Sở hữu NN (%)	4.2/3.0
Cổ đông lớn (%)	
PVN	95.76

#### Biến động giá cổ phiếu

	1T	6T	12T
Tuyệt đối (%)	(7.6)	(9.4)	(8.4)
Tương đối với VNI (%p)	(9.7)	(9.9)	18.3

#### Xu hướng giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

**Hoàng Phùng**

Hoang.pm@kisvn.vn

# Nội dung

## I. Doanh nghiệp quan trọng nhất trong ngành

---

1. Mảng khí khô và cách tính giá khí
  2. Khí LPG là mảng kinh doanh quan trọng thứ hai
- 

## II. Lợi nhuận trong ngắn hạn đã đạt đỉnh nhưng kỳ vọng tăng trưởng trong dài hạn

---

1. Trong ngắn hạn, giá dầu ổn định, lợi nhuận đi ngang
  2. Dự án Lô B – Ô Môn kì vọng thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn
  3. Nhập khẩu LNG thúc đẩy tăng trưởng dài hạn
  4. Dự báo lợi nhuận 2023F-25F
  5. Bảng cân đối kế toán khỏe mạnh và ROE cao
- 

## III. Định giá

---

1. Định giá: DCF và PE
  2. Khuyến nghị
  3. Phân tích độ nhạy: WACC vs tăng trưởng dài hạn
  4. Các doanh nghiệp cùng ngành
- 

## Tổng quan về công ty

---

## Nội dung bài báo cáo

- Doanh nghiệp thống trị với nguồn cung ứng độc quyền khí đốt tự nhiên
- Tăng trưởng lợi nhuận cao trong tương lai
- MUA với cân đối kế toán khỏe mạnh và ROE cao

# I. Doanh nghiệp thống trị trong ngành

## 1. Mảng khí tự nhiên và cơ chế giá mua bán khí

**Khí tự nhiên là phân khúc quan trọng nhất**

Mảng khí tự nhiên (khô) đóng góp trọng yếu vào kết quả kinh doanh của GAS khi chiếm gần 50% doanh thu và 60% lợi nhuận gộp. PV GAS hiện đang quản lý cơ sở hạ tầng của ngành công nghiệp khí Việt Nam, bao gồm 5 hệ thống đường ống dẫn khí (1,500 km), 3 nhà máy xử lý khí (tổng công suất trên 10 tỷ m<sup>3</sup>/năm), cung cấp nhiên liệu cho các nhà máy với sản xuất lên tới 15% sản lượng điện và 70% sản lượng phân bón hàng năm của cả nước, và đáp ứng nhiên liệu cho nhiều khu công nghiệp; chiếm 100% thị phần khí khô.

**Cơ chế mua bán giá khí khá phức tạp:**

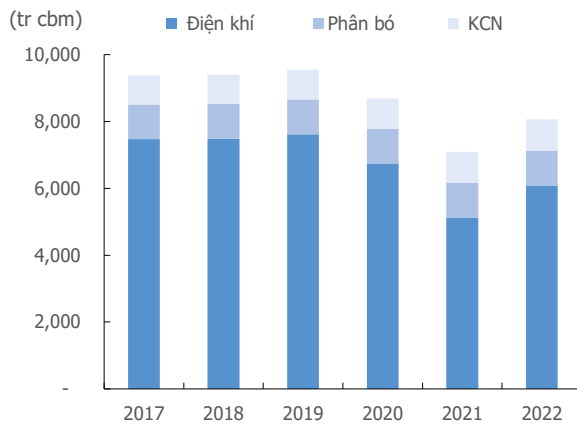
Giá đầu vào của 4 bể khí: *Nam Côn Sơn (80% giá cố định, 20% thả nổi theo giá FO (Singapore Fuel Oil)), Cửu Long (giá cố định), Hàm Rồng Thái Bình (giá cố định), Malay Thổ Chu (giá thả nổi), theo công thức như sau:*

- Công thức giá đầu vào cố định: **Giá khí khô đầu vào (triệu btu) = Giá miện khí + 2% tăng giá mỗi năm**
- Công thức giá đầu vào thả nổi: **Giá khí khô đầu vào (triệu btu) = Max (46% giá FO, giá miện khí)**

Công thức tính giá bán chung: **Giá khí khô đầu ra (triệu btu) = Max (46% giá FO, giá miện khí) + Chi phí vận chuyển khí**

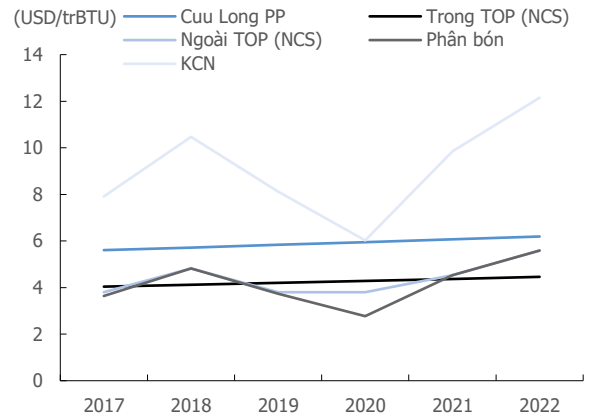
- Giá khí bán cho các nhà máy điện trong cơ chế bao tiêu ToP (Take or pay) được cố định và tăng 2% mỗi năm.
- Giá khí bán cho các nhà máy điện ngoài cơ chế bao tiêu (triệu btu) là 46% giá FO.
- Giá khí bán cho các nhà máy phân bón (triệu btu) là 46% giá FO
- Giá khí bán cho các khu công nghiệp (triệu btu) là 80-100% of giá FO

**Biểu đồ 1. Sản lượng tiêu thụ khí khô theo từng ngành**



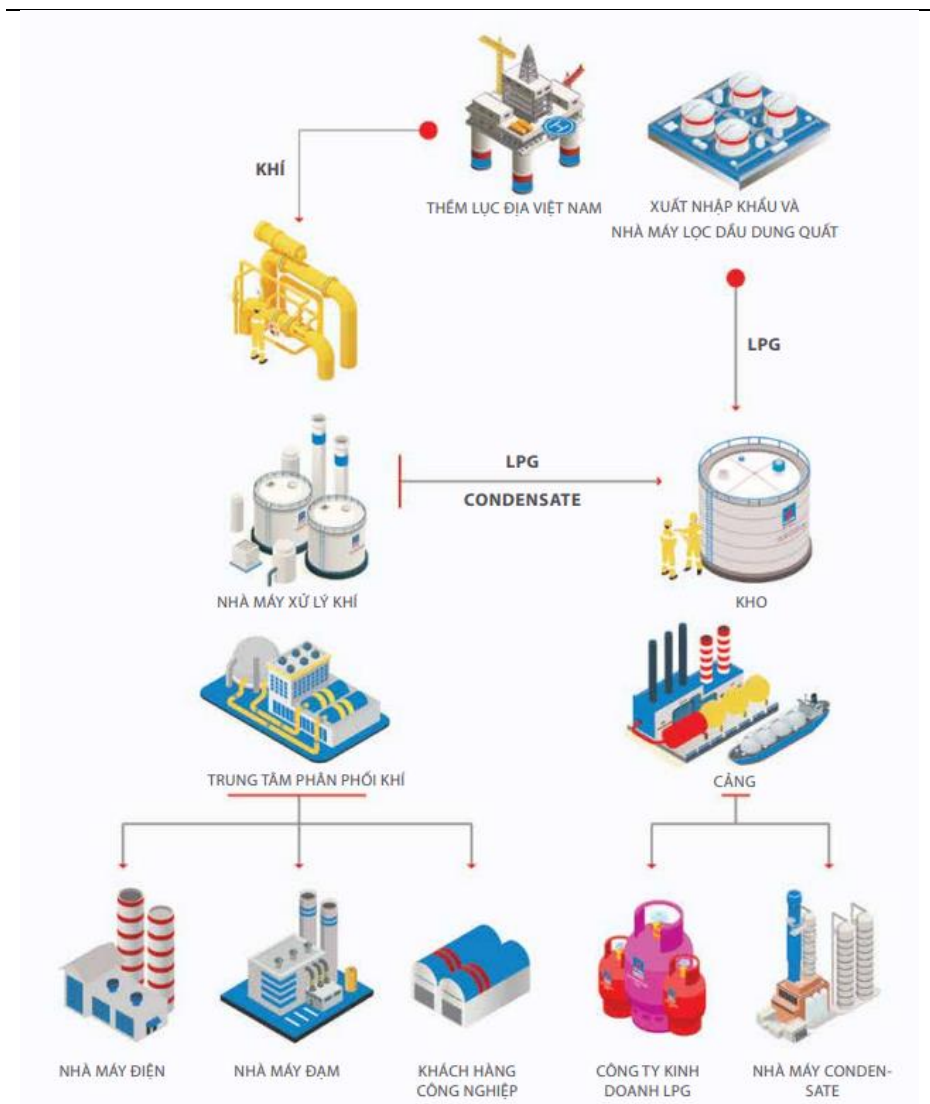
Nguồn: GAS, KIS VN estimate

**Biểu đồ 2. Giá bán khí khô theo từng ngành**



Nguồn: GAS, KIS VN estimate

**Biểu đồ 3. Chuỗi cung ứng của GAS**



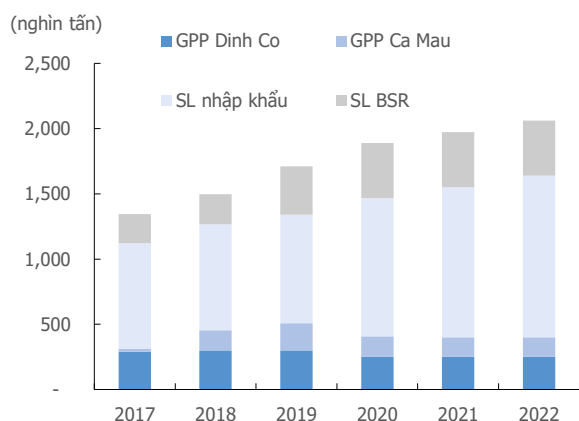
Nguồn: PVN, KISVN

**Khí dầu khó hóa lỏng  
LPG là mảng quan trọng  
thứ hai**

## 2. LPG là phân khúc quan trọng thứ hai

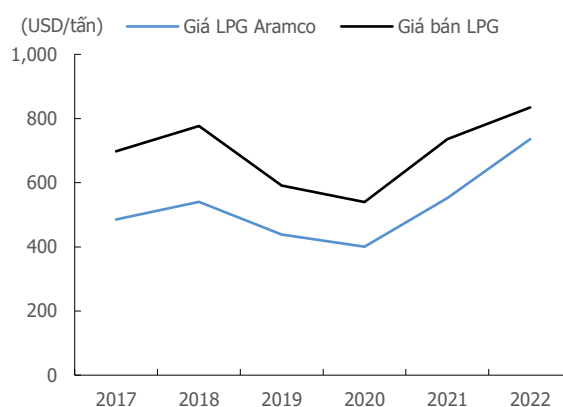
GAS cung cấp khoảng 2 triệu tấn khí dầu mỏ hóa lỏng LPG/năm, tương đương 70% thị phần bán sỉ và khoảng 12% thị phần bán lẻ LPG trong nước, được đóng góp bởi 14 kho chứa LPG với công suất 150,000 tấn và hệ thống phân phối sản phẩm khí rộng khắp cả nước. LPG được cung cấp từ 3 nguồn: LPG được tạo ra tại Nhà máy xử lý khí Dinh Cố, Cà Mau sử dụng khí tự nhiên từ bể Cửu Long và Malay Thổ Chu; LPG mua từ nhà máy lọc dầu Dung Quất; và LPG nhập khẩu từ Trung Đông và các nước lân cận như Malaysia, Indonesia, ... LPG bán sỉ được vận chuyển đến kho của khách hàng trên xe bồn, tàu biển. Trong khi đó, LPG bán lẻ là bình 12kg và 45kg cho khách hàng dân dụng và thương mại, mạng lưới kinh doanh bán lẻ LPG trên toàn quốc được giao cho các đơn vị thành viên của PV GAS, các đơn vị này sử dụng các đại lý để hình thành mạng lưới phân phối bán lẻ phát triển thương hiệu PetroVietnam Gas. Giá bán LPG của GAS được thả nổi theo giá LPG của Aramco và có mức chênh lệch với nhất định, tuy nhiên mức chênh lệch này đã được thu hẹp trong những năm gần đây.

**Biểu đồ 4. Sản lượng LPG theo nguồn cung cấp**



Nguồn: GAS, KIS VN

**Biểu đồ 5. Tương quan giữa giá bán LPG của GAS và giá LPG Aramco**



Nguồn: GAS, KIS VN

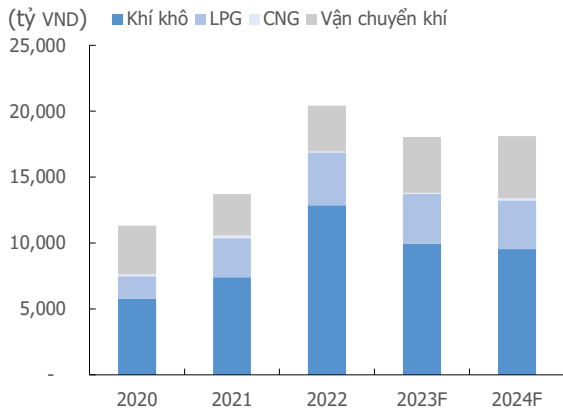
## II. Lợi nhuận ngắn hạn đạt đỉnh nhưng tiềm năng tăng trưởng trong dài hạn

### 1. Ngắn hạn, giá dầu ổn định và lợi nhuận đi ngang

Năm 2022, GAS ghi nhận doanh thu đạt 100.7 nghìn tỷ đồng (+28% n/n) và LNST đạt 14.8 nghìn tỷ đồng (+71% n/n) nhờ giá khí đầu ra tăng theo giá dầu FO và sản lượng khí phục hồi từ mức nền thấp. Về giá khí, giá FO bình quân tăng 26% n/n và giá khí dầu khó hóa lỏng (LPG) bình quân tăng 15% n/n trong 2022. Bên cạnh đó, chúng tôi ước tính sản lượng khí tăng 8% n/n lên 7,700 triệu cbm. Trong đó, nhu cầu phục hồi cho các nhà máy điện/đạm/khu công nghiệp lần lượt là 10%/5%/2% n/n.

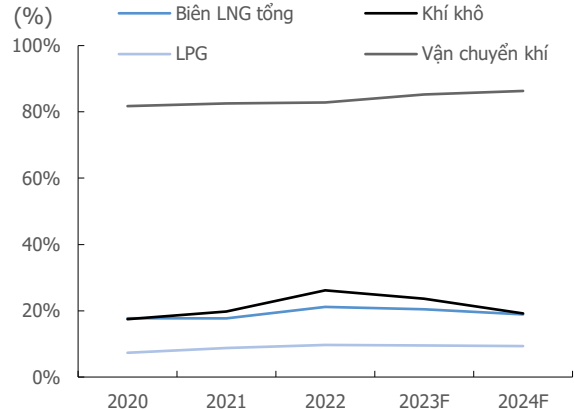
**2022 bội thu và triển vọng 2023 âm ảm**

**Biểu đồ 6. Lợi nhuận gộp đạt đỉnh trong ngắn hạn**



Nguồn: GAS, KIS VN

**Biểu đồ 7. Lợi nhuận gộp theo từng phân khúc**

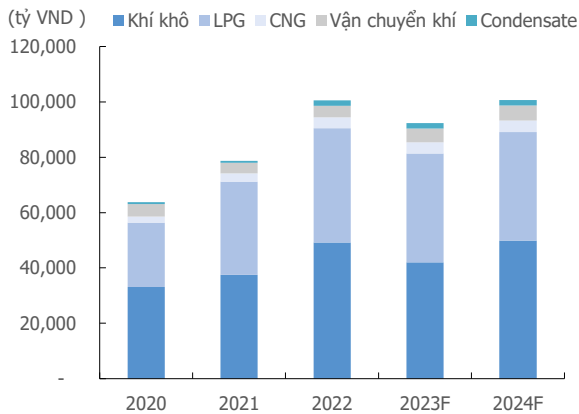


Nguồn: GAS, KIS VN

**Trong ngắn hạn, giá dầu ổn định và lợi nhuận đi ngang**

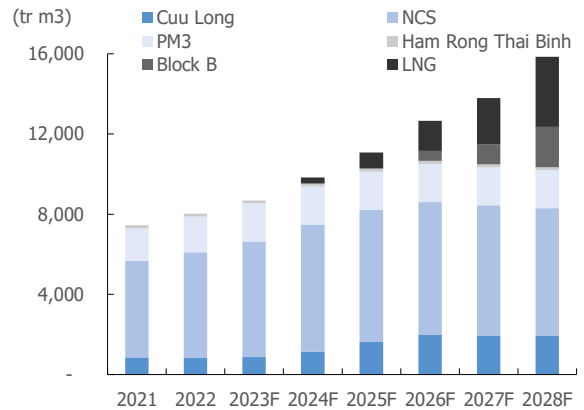
GAS hưởng lợi trực tiếp từ giá dầu cao trong năm 2021 – 2022 vì phần lớn giá bán ra của GAS được neo theo giá dầu - FO Singapore, tương quan với giá dầu thô. Tuy nhiên, giá dầu Brent và FO đã giảm hơn 40% so với mức đỉnh trong 2Q22, cứ mỗi 5 USD/thùng giá dầu Brent giảm, ước tính GAS sẽ giảm 500 tỷ đồng lãi ròng. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ đi ngang cùng với giá dầu Brent ổn định trong năm 2023-24F do chúng tôi nhận thấy sự cân bằng giữa cung và cầu, cùng với việc áp trần để kiểm chế giá dầu.

**Biểu đồ 8. Doanh thu theo từng phân khúc trong 2023–24F**



Nguồn: GAS, KIS VN

**Biểu đồ 9. Sản lượng khí dự phóng theo nguồn**



Nguồn: GAS, KIS VN

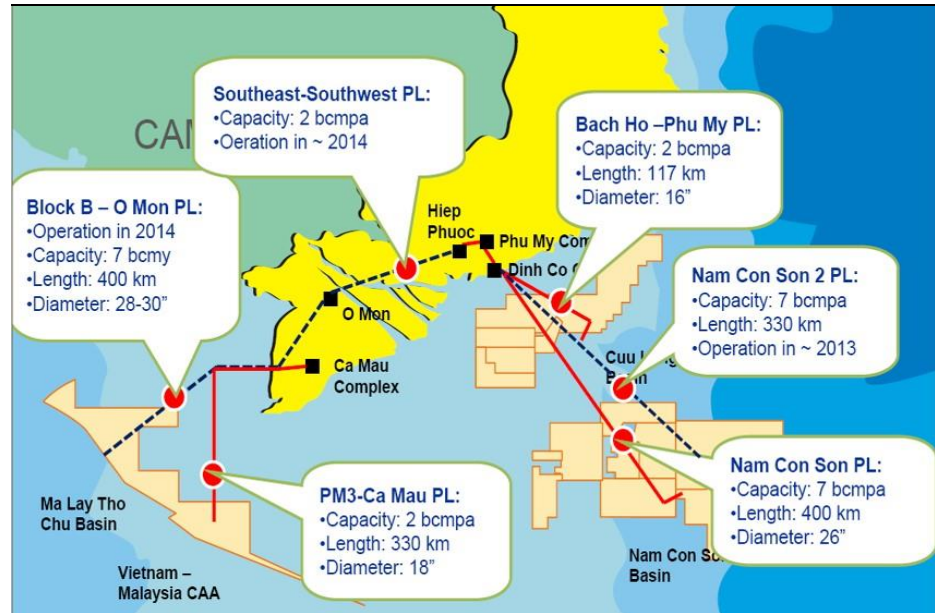
**Lô B – Ô Môn kì vọng dẫn dắt thị trường**

## 2. Dự án Lô B – Ô Môn thúc đẩy tăng trưởng trong trung hạn

Lô B – Ô Môn là một trong những dự án dầu khí lớn nhất tại Việt Nam, với khoản đầu tư khoảng 5 tỷ USD từ các công ty thượng nguồn đến hạ nguồn. PV GAS dự kiến góp vốn với tỷ lệ 51% vào Dự án đường ống dẫn khí Lô B - Ô Môn, PV Gas sẽ được hưởng lợi nhờ được bổ sung nguồn khí từ Lô B và chi phí vận chuyển khí. Dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn có tổng vốn đầu tư 1.2 tỷ USD, được đầu tư bởi PVN/PVGas/MOECO (Nhật Bản) và PTTEP (Thái Lan) dưới hình thức liên doanh. Dự án dự kiến đưa vào hoạt động vào năm 2026F. Chuỗi dự án điện - khí Lô B - Ô Môn dự kiến sẽ cho dòng khí đầu tiên vào năm 2026F để phục vụ cho 4 nhà máy điện khí gồm Ô Môn 1 (660 MW), Ô Môn 2, 3, 4 (3x1050 MW). Dự án này được chúng tôi kỳ vọng sẽ là động lực tăng trưởng chính cho GAS trong trung hạn.

Dự án có đường ống dẫn khí với tổng chiều dài 431km với công suất thiết kế là 20.3 triệu m<sup>3</sup>, trong đó tuyến ống biển có chiều dài khoảng 295 km, vận chuyển khí từ Lô B về trạm tiếp bờ An Minh - tỉnh Kiên Giang; tuyến ống nhánh dài 37 km nối từ KP209 đến trạm tiếp bờ Mũi Tràm để cung cấp khí cho đường ống PM3 - Cà Mau; tuyến ống trên bờ có chiều dài 102 km, đi qua tỉnh Kiên Giang và Cần Thơ, cung cấp khí cho các nhà máy điện tại Trung tâm Điện lực Kiên Giang và Ô Môn, Cần Thơ.

**Biểu đồ 10. Một vài đường ống dẫn khí của GAS ở khu vực miền Nam**



Nguồn: PVN, KISVN

### 3. Nhập khẩu LNG giúp thúc đẩy tăng trưởng dài hạn

#### **Nhập khẩu khí LNG thúc đẩy tăng trưởng dài hạn**

Trong năm 2021, GAS đã chốt 8 thỏa thuận mua bán (MSPA) với các nhà cung cấp LNG từ Bắc Mỹ, Úc, Trung Đông, Châu Âu và Châu Á - Thái Bình Dương. Tuy nhiên, giá LNG quốc tế cao hiện nay đang thách thức việc nhập khẩu LNG. Chúng tôi kỳ vọng giá LNG sẽ giảm từ USD18/MMBTU hiện tại xuống còn USD12/MMBTU từ năm 2024F nhờ giảm lo ngại về sự bất ổn của các nhà cung cấp. Mức giá này thì khá cạnh tranh với giá của các mỏ khí mới trong nước, do đó chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ nhập khẩu LNG từ năm 2024F.

PV GAS đang tiếp tục chuẩn bị nguồn LNG cho giai đoạn thử nghiệm Kho cảng LNG Thị Vải, nguồn cung cấp chính cho nhà máy Nhơn Trạch 3 & 4, dự kiến sẽ bắt đầu chạy năm 2023 và chính thức chạy thương mại từ năm 2024F. Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 1 (1 MMTPA) đã hoàn thành vào năm 2022 và sẵn sàng hoạt động vào năm 2023F. GAS đang chuẩn bị xây dựng kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2 (3 MMTPA) sau khi nghiên cứu tiền khả thi được Bộ Công Thương phê duyệt và dự kiến hoàn thành vào năm 2024F. Sau đó, GAS sẽ xây dựng kho cảng LNG Sơn Mỹ (3-6 MMTPA) đã được phê duyệt chủ trương đầu tư vào năm 2022.

**Bảng 1. Kế hoạch đầu tư của GAS trong 2023-2030F**

Tên dự án	Năm bắt đầu	Công suất (MTPA)	Tổng đầu tư (USD mn)
Kho LNG Thi Vai (Ba Ria Vung Tau)	2023 (phase 1)	1 MT (phase 1)	600
	2023-2024 (phase 2)	3-6 MT (phase 2)	
Kho LNG Son My (Binh Thuan)	2025 – 2026 (phase 1)	3.6 MT (phase 1)	1,300
	NA	6 MT (phase 2)	
Đường ống Nam Con Sơn 2 - GD 2	2019-2024	7 bcm p.a.	900
Đường ống Block B – O Mon	2024-2026	7 bcm p.a.	600

Nguồn: GAS, KIS Research

#### 4. Dự báo lợi nhuận 2023F-25F

Trong 2023-25F, chúng tôi cho rằng nhu cầu khí phục hồi từ các nhà máy điện và các khu công nghiệp sẽ bù đắp một phần cho giá dầu ra giảm sau giá F0. Chúng tôi kỳ vọng lượng khí khô từ các nhà máy điện khí và khu công nghiệp sẽ phục hồi trong năm 2023-25F. Mảng khí khô đóng góp chính vào lợi nhuận của GAS, với gần 60% lợi nhuận gộp. Trong khi giá bán của mảng kinh doanh này dự kiến sẽ giảm nhẹ do triển vọng giá dầu đi ngang, giá khí tự nhiên đầu vào sẽ bị ảnh hưởng do nguồn cung giá rẻ trong nước giảm. Theo đó, chúng tôi dự báo doanh thu sẽ giảm 8.1% n/n trong năm 2023F và tăng trưởng lần lượt 9.0%/12.5% n/n trong năm 2024-25F. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng sẽ giảm lần lượt -8.1/-4.5%/+1.1% n/n trong giai đoạn 2023-25F. Chúng tôi giả định doanh thu và lợi nhuận ròng sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2026 khi GAS có dòng khí đầu tiên từ Lô B và đẩy mạnh sản lượng LNG nhập khẩu.

**Lợi nhuận dự phóng giảm nhẹ trong 2023-25F**

**2023F: Doanh thu và LNST của công ty mẹ giảm còn 92.5 nghìn tỷ đồng (-8.1% n/n) và 13 nghìn tỷ đồng (-12.2% n/n)**

Chúng tôi dự báo doanh thu và LNST của GAS sẽ giảm xuống 92.5 nghìn tỷ đồng (-8.1% n/n) và 13.0 nghìn tỷ đồng (-12.2% n/n) dựa trên các giả định sau:

- Chúng tôi dự phóng dầu Brent trung bình năm 2023 giảm xuống 83 USD/thùng nhưng sản lượng khí khô tăng 8.0%.
- Biên lợi nhuận gộp giảm nhẹ còn 20.5% (-0.7%p n/n) trong 2023F.
- CPBH&QL/ doanh thu không đổi ở mức 4.2% trong 2023F.
- Doanh thu tài chính tăng lên 2.1 nghìn tỷ đồng nhờ tăng thu nhập từ lãi ước đạt 1.9 nghìn tỷ đồng, +58% n/n.

**2024F: Doanh thu có thể tăng lên 100.9 tỷ đồng (+9% n/n), nhưng LNST của công ty mẹ giảm nhẹ 12.4 nghìn tỷ đồng (-4.5% n/n)**

Doanh thu của GAS có thể tăng lên 100.9 nghìn tỷ đồng (+9.0% n/n) nhưng LNST của công ty mẹ giảm nhẹ xuống 12.4 nghìn tỷ đồng (-4.5% n/n) do:

- Chúng tôi dự báo dầu Brent bình quân năm 2024 giảm xuống 76 USD/thùng nhưng sản lượng khí khô tăng 13.5%.
- Biên lợi nhuận gộp thu hẹp 1.9%p n/n còn 18.9% trong 2024F.
- CPBH&QL/doanh thu không đổi ở mức 4.2% trong 2024F.
- Doanh thu hoạt động tài chính giảm còn 1.6 nghìn tỷ đồng.

**2025F: Doanh thu và LNST của công ty mẹ tăng lên 113.5 nghìn tỷ đồng (+12.5% n/n) và 12.5 nghìn tỷ đồng (+1.1% n/n)**

Doanh thu và LNST của GAS tăng trưởng nhẹ trong 2025F ở mức 113.5 nghìn tỷ đồng (+12.5% n/n) và 12.5 nghìn tỷ đồng (+1.1% n/n).

- Chúng tôi dự báo dầu Brent bình quân năm 2023 đi ngang ở mức 73 USD/thùng nhưng sản lượng khí tăng 12.8%.
- Biên lợi nhuận gộp ổn định ở mức 17.7% trong 2025F.
- CPBH&QL/doanh thu không đổi ở mức 4.2% trong năm 2024F
- Doanh thu tài chính giảm nhẹ xuống 1.5 nghìn tỷ đồng



**Bảng 2. Kết quả kinh doanh của GAS từ 2022 – 27F**

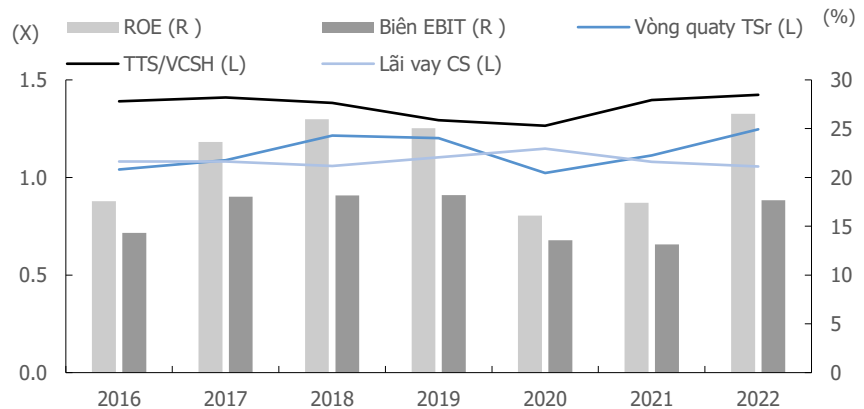
	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Doanh thu (tỷ VND)	100,724	92,531	100,860	113,493	136,069	156,762
<i>Khí khô</i>	49,176	42,081	49,880	60,923	80,564	98,193
<i>LPG</i>	41,298	39,288	39,247	40,427	43,057	45,901
<i>Vận chuyển</i>	4,186	4,977	5,467	5,794	6,015	6,150
GVHB	(79,409)	(73,569)	(81,832)	(93,441)	(111,165)	(127,211)
Lợi nhuận gộp	21,315	18,962	19,028	20,052	24,904	29,552
CP BH&QLDN	(3,515)	(3,852)	(4,198)	(4,724)	(5,664)	(6,525)
Thu nhập tài chính	1,568	2,091	1,784	1,638	1,655	1,673
Chi phí tài chính	(671)	(696)	(859)	(1,037)	(1,288)	(1,539)
<i>Chi phí lãi vay</i>	(337)	(560)	(716)	(887)	(1,130)	(1,374)
LNTT	18,802	16,526	15,775	15,950	19,628	23,180
LNST	15,062	13,221	12,620	12,760	15,703	18,544
LNST-CTM	14,794	12,989	12,398	12,536	15,427	18,218

Nguồn: GAS, KISVN

## 5. Bảng cân đối kế toán khỏe mạnh và ROE cao

ROE của GAS duy trì ở mức cao và có cải thiện đáng kể trong năm 2022 nhưng không thể cao như năm 2014. GAS đã tăng biên EBIT trong giai đoạn 2021 – 2022 từ 13.1% lên 17.7%. Trong khi đó, vòng quay tài sản thấp do chi phí đầu tư lớn cho đường ống dẫn khí đốt. GAS có tiềm lực tài chính vững mạnh với cơ cấu vốn ổn định, tỷ lệ đòn bẩy thấp và tổng nợ vay/tổng tài sản chỉ quanh mức 10%. Như vậy, chỉ số lãi vay cao hơn 1.0 trong nhiều năm. Do đó, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu ROE phụ thuộc vào biến động giá dầu nhưng thường ở mức trên 20%. Và ROE cải thiện chủ yếu là do biên lợi nhuận tốt hơn nhờ giá dầu cao.

**Biểu đồ 11. Phân tích DUPONT**



Nguồn: GAS, KISVN

### III. Đánh giá và khuyến nghị

**Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 117,700 đồng (+18.8%)**

Chúng tôi khuyến nghị MUA với PV GAS (GAS VN) và giá mục tiêu là 117,700 đồng, tương ứng với mức tăng giá kỳ vọng 18.8% bằng phương pháp định giá DCF (70%) và PE (30%). Theo phương pháp DCF, chúng tôi tính toán giá trị hợp lý là 122,500 đồng/cổ phiếu với dự báo tăng trưởng dài hạn là 4.0% và WACC là 11.5%, trong đó chi phí vốn chủ sở hữu là 13.5% (beta 1.0, lợi suất phi rủi ro là 5.5% và phần bù rủi ro thị trường là 8.0%). Với phương pháp PE, giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên mức P/E bình quân cho giai đoạn 2023-25 là 18x, đây cũng là mức PE bình quân của GAS trong 7 năm qua. GAS là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực dầu khí Việt Nam nhờ tiềm năng tăng trưởng mạnh dựa trên nhu cầu khí tự nhiên và LNG ngày càng tăng tại Việt Nam. Rủi ro của GAS bao gồm giá dầu giảm và các dự án bị trì hoãn.

**Bảng 3. Chi phí vốn chủ sở hữu**

Chỉ số	%
Beta	1
LS phi rủi ro	5.5
Phần bù rủi ro VCSH	8.0
Chi phí VCSH	13.5

Nguồn: KIS Research

**Bảng 4. WACC**

Chỉ số	%
Chi phí vốn vay	5.5
Hệ số nợ	21.6
Thuế suất	20
<b>WACC</b>	<b>11.5</b>

Nguồn: KIS Research

**Bảng 5. Định giá DCF**

FCFF	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F
EBIT(1-Thuế)	11,805	11,675	12,138	15,315	18,390
<i>Cộng: khấu hao</i>	3,330	3,575	3,839	4,124	4,388
<i>Trừ: capex</i>	(5,642)	(6,132)	(6,593)	(7,122)	(6,616)
<i>(tăng) / giảm VLD ròng</i>	1,625	(767)	(899)	(2,505)	(1,880)
<b>Dòng tiền tự do cho DN</b>	12,782	9,802	9,514	11,348	16,374
Giá trị hiện tại của dòng tiền (DTTĐN)	12,782	8,788	7,647	8,178	10,580
Tích lũy giá trị hiện tại của dòng tiền (DTTĐN)	25,128	33,917	41,564	49,742	60,322
<i>Giá trị hiện tại của giá trị cuối cùng</i>					162,710

Nguồn: KIS Research

**Bảng 6. Định giá DCF**

	FY23F
<b>Tổng GTHH của dòng tiền HĐKD</b>	<b>234,823</b>
WACC	11.5%
Cộng: Tiền mặt	34,276
Trừ: Nợ	(6,086)
Trừ: Lợi ích CĐ thiểu số	(1,458)
Giá trị VCSH	234,464
Số lượng CP lưu hành (triệu)	1,914
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>122,502</b>

Nguồn: KIS Research

**Bảng 7. Định giá tổng hợp**

PP Định giá	Giá mục tiêu	Tỷ trọng	Giá trị
P/EPS, 3-năm dự phóng FY23F-25F	106,485	30%	31,920
DCF	122,502	70%	85,752
<b>Giá mục tiêu của GAS</b>			<b>117,672</b>

Nguồn: KIS Research

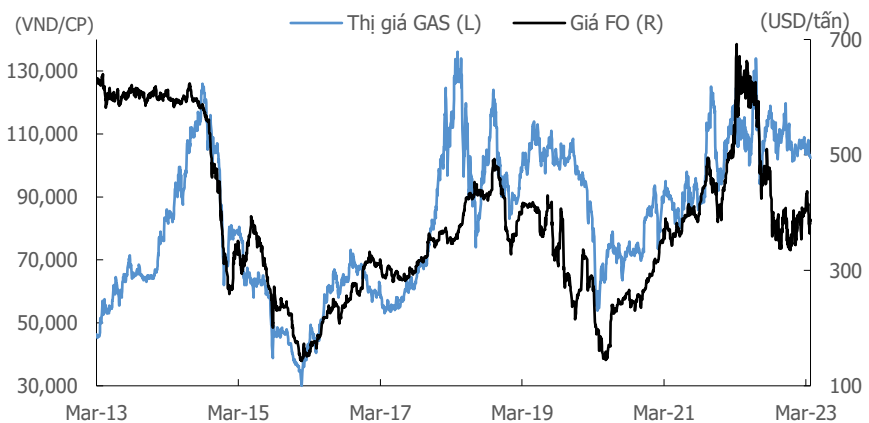
**Bảng 8. Phân tích độ nhạy**

		WACC				
		9.5%	10.5%	11.5%	12.5%	13.5%
Tăng trưởng dài hạn	2.0%	121,056	112,417	105,589	100,057	95,484
	3.0%	133,173	121,779	113,055	106,160	100,574
	4.0%	149,666	134,007	<b>122,502</b>	113,693	106,732
	5.0%	173,430	150,651	134,840	123,226	114,332
	6.0%	210,630	174,631	151,635	135,674	123,949

Nguồn: KIS Research

**Bảng 9. Định giá các công ty cùng ngành trong khu vực**

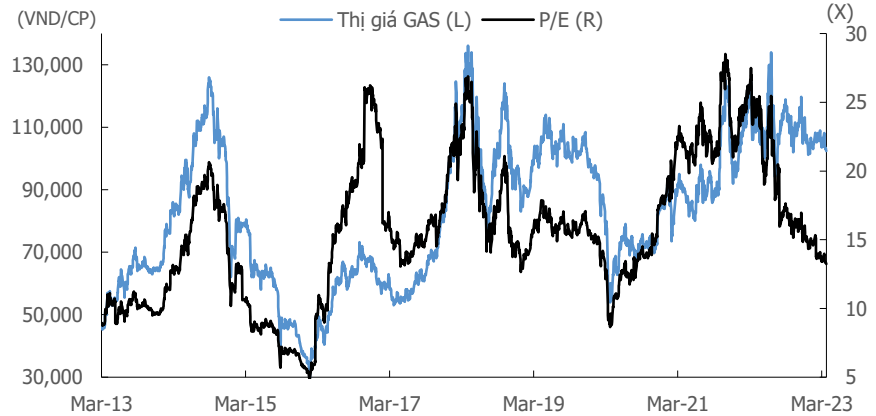
	PE (x)			EV/EBITDA (x)				PB (x)			Dividend yield (%)		
	TTM	2023F	2024F	TTM	2023F	2024F	TTM	2023F	2024F	TTM	2023F	2024F	
Petronas Gas Bhd	19.6	17.4	17.1	10.3	9.3	9.2	2.5	2.4	2.4	5.0	5.0	4.9	
Gas Malaysia Bhd	10.7	11.1	11.7	6.0	6.5	6.9	3.3	3.2	3.0	7.4	7.4	7.1	
Gail India Ltd	5.4	9.4	7.7	5.0	9.1	7.2	1.0	1.0	1.0	3.9	3.9	4.8	
China Gas Holdin	9.1	8.3	7.3	8.5	8.6	8.1	1.1	0.8	0.8	4.4	4.4	5.0	
Perusahaan Gas N	7.5	5.2	6.3	4.2	4.0	4.1	0.9	0.8	0.8	6.4	6.4	5.3	
China Res Gas	16.2	9.5	8.7	7.9	6.2	5.6	2.0	1.3	1.2	5.1	5.1	5.6	
Shenzhen Gas -A	20.3	15.6	11.9	-	8.9	7.2	1.6	1.5	1.4	2.4	2.4	3.1	
Oil & Natural Ga	4.3	4.0	4.0	4.3	3.6	3.2	0.8	0.7	0.6	10.1	10.1	9.2	
Petronet Lng Ltd	9.6	11.7	11.3	5.2	-	-	2.4	-	-	5.0	5.0	5.0	
<b>Trung bình.</b>	<b>11.4</b>	<b>10.3</b>	<b>9.6</b>	<b>6.4</b>	<b>7.0</b>	<b>6.4</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>	<b>5.6</b>	

**Biểu đồ 12. Tương quan cao giữa giá cổ phiếu và giá dầu FO trong 10 năm**

Nguồn: Bloomberg, KISVN

Trong 10 năm qua, giá cổ phiếu GAS có mối tương quan chặt chẽ với biến động giá dầu FO do tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc vào giá dầu FO. Trong khi đó, PE của GAS cũng dao động mạnh trong khoảng từ 4x đến 27x theo kỳ vọng của giá FO. P/E của GAS năm 2016 giảm xuống 4x do giá dầu Brent ở mức 30 USD/thùng và giá khí dầu ra neo theo giá dầu không có cơ chế giá sàn. Tuy nhiên, P/E của GAS đã tăng mạnh sau khi Chính phủ thông qua cơ chế giá sàn vào đầu năm 2016. Sau đó, GAS thường được giao dịch quanh mức PE 20x và trung bình 18x trong 7 năm qua.

**Biểu đồ 13. PE của GAS rất biến động trong giai đoạn 2013-2022**



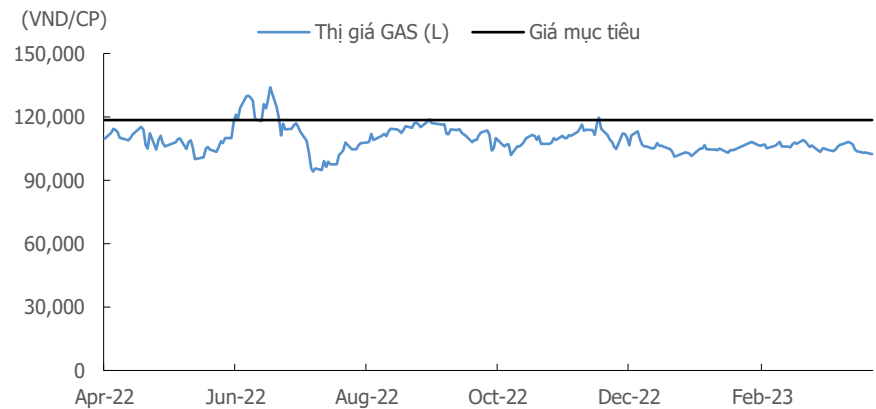
Nguồn: Bloomberg, KISVN

### ■ Tổng quan công ty

GAS là công ty độc quyền vận chuyển & kinh doanh khí tự nhiên tại Việt Nam, cung cấp nhiên liệu đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện khí, nhà máy sản xuất phân bón và các khu công nghiệp tại Việt Nam. Bên cạnh đó, GAS là công ty dẫn đầu thị trường LPG và có kế hoạch cung cấp khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG).

### Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

Công ty (mã)	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu	% với giá t/bình	% với cao /thấp
Khí Việt Nam (GAS)	14-04-23	MUA	VND117,700	+19.3	-15.0/23.1



**Bảng cân đối kế toán**

(Tỷ đồng)

Cuối T12 năm tài chính	2021A	2022P	2023F	2024F	2025F
Tài sản ngắn hạn	51,395	55,652	62,964	71,361	80,173
Tiền và tương đương tiền	30,100	34,276	44,192	51,312	58,465
Phải thu	16,920	16,191	14,706	15,522	16,633
Hàng tồn kho	3,241	4,102	2,946	3,277	3,741
Tài sản dài hạn	27,373	27,155	29,894	32,925	36,201
Tài sản cố định	18,098	16,370	18,682	21,239	23,993
Đầu tư tài chính	5,293	6,564	6,569	6,579	6,589
Khác	4,927	5,135	5,578	6,154	6,728
Tổng tài sản	78,768	82,806	92,858	104,286	116,374
Người mua trả tiền trước	105	128	190	156	184
Doanh thu chưa thực hiện	2,608	362	362	362	362
Phải trả người bán	6,631	6,652	5,801	6,452	7,367
Phải trả khác	9,236	8,264	8,623	9,009	9,427
Nợ ngắn hạn và TP đến hạn	485	45	1,045	2,045	3,045
Nợ và TP dài hạn	7,510	6,038	8,859	11,925	15,222
Tổng nợ và phải trả	26,575	21,489	24,879	29,949	35,607
VCSH	51,094	59,859	66,288	72,426	78,631
Vốn điều lệ	19,140	19,140	19,140	19,140	19,140
Thặng dư	0	0	0	0	0
Quỹ khác	21,257	21,266	22,565	23,805	25,058
LN giữ lại	10,487	19,243	24,373	29,271	34,222
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,098	1,458	1,690	1,912	2,136
Tổng VCSH	52,193	61,317	67,979	74,337	80,766

**Bảng lưu chuyển tiền tệ**

(Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022P	2023F	2024F	2025F
Dòng tiền hoạt động	7,595	12,440	16,293	13,765	14,253
LN ròng	8,852	15,062	13,221	12,620	12,760
Khấu hao và khấu trừ	3,073	3,105	3,330	3,575	3,839
Tăng vốn lưu động ròng	(4,330)	(5,727)	(257)	(2,430)	(2,346)
Dòng tiền đầu tư	(6,755)	43	(3,704)	(4,512)	(5,128)
Tài sản cố định	(4,747)	(2,006)	(5,647)	(6,142)	(6,603)
Tăng đầu tư tài chính	(2,008)	2,049	1,943	1,629	1,475
Dòng tiền tài chính	(774)	(7,769)	(2,673)	(2,133)	(1,971)
Tăng vốn chủ	0	159	0	0	0
Tăng nợ	5,091	(2,045)	3,821	4,066	4,297
Chi trả cổ tức	(5,865)	(5,882)	(6,494)	(6,199)	(6,268)
Dòng tiền khác	0	0	0	0	0
Tăng tiền mặt	66	4,715	9,916	7,119	7,153

**Kết quả kinh doanh**

(Tỷ đồng)

Năm tài chính kết thúc T9	2021A	2022P	2023F	2024F	2025F
Doanh thu	78,992	100,724	92,531	100,860	113,493
Giá vốn hàng bán	65,007	79,409	73,569	81,832	93,441
Lợi nhuận gộp	13,986	21,315	18,962	19,028	20,052
Chi phí bán hàng & QLDN	3,612	3,515	3,852	4,198	4,724
LN hoạt động	10,374	17,799	15,110	14,829	15,328
Doanh thu tài chính	1,187	1,568	2,091	1,784	1,638
Thu nhập lãi	941	1,214	1,943	1,629	1,475
Chi phí tài chính	403	671	696	859	1,037
Chi phí lãi vay	304	337	560	716	887
LN khác	32	78	10	10	10
Lãi (lỗ) từ LD&LK	15	28	10	10	10
LN trước thuế	11,205	18,802	16,526	15,775	15,950
Thuế TNDN	2,353	3,740	3,305	3,155	3,190
LN sau thuế	8,852	15,062	13,221	12,620	12,760
LN ròng cho công ty mẹ	8,673	14,794	12,989	12,398	12,536
EBITDA	13,612	20,904	18,440	18,405	19,167

**Chỉ số tài chính**

Năm tài chính kết thúc T12	2021A	2022P	2023F	2024F	2025F
Dữ liệu trên mỗi cp (đồng, điều chỉnh)					
EPS	3,336	7,826	6,074	5,798	5,862
BPS	27,270	32,037	35,517	38,840	42,199
DPS	3,064	3,073	3,393	3,239	3,275
Tăng trưởng (%)					
Doanh thu	23.2	27.5	(8.1)	9.0	12.5
LN hoạt động	19.3	71.6	(15.1)	(1.9)	3.4
LN ròng	10.4	70.6	(12.2)	(4.5)	1.1
EPS	(18.1)	134.6	(22.4)	(4.5)	1.1
EBITDA	19.6	55.5	(11.8)	(0.2)	4.1
Khả năng sinh lợi (%)					
Biên LN hoạt động	13.1	17.7	16.3	14.7	13.5
Biên LN ròng	11.2	15.0	14.3	12.5	11.2
Biên EBITDA	17.0	20.8	19.9	18.2	16.9
ROA	12.5	18.6	15.1	12.8	11.6
ROE	17.4	26.5	20.5	17.7	16.5
Suất sinh lợi cổ tức	3.1	3.1	3.4	3.2	3.3
Tỷ lệ chi trả cổ tức	91.9	39.3	55.9	55.9	55.9
Đòn bẩy					
Nợ ròng (Tỷ đồng)	(22,105)	(28,193)	(34,288)	(37,342)	(40,198)
Nợ ròng/VCSH (%)	(42.4)	(46.0)	(50.4)	(50.2)	(49.8)
Định giá (x)					
PE	30.0	12.8	16.5	17.2	17.1
PB	3.7	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	12.6	7.9	8.6	8.5	8.0

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với cổ phiếu dựa trên lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng tới**

- MUA: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là 15% hoặc hơn.
- Nắm giữ: Tổng lợi nhuận kỳ vọng từ -5% đến 15%.
- Bán: Tổng lợi nhuận kỳ vọng là -5% hoặc thấp hơn.
- KIS Vietnam Securities Corp. không cung cấp giá mục tiêu với cổ phiếu khuyến nghị Nắm giữ hoặc Bán.

■ **Nguyên tắc đánh giá của KIS Vietnam Securities Corp. với ngành trong 12 tháng tới**

- Năng tỷ trọng: Khuyến nghị tăng tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Trung lập: Khuyến nghị giữ tỷ trọng của ngành trong danh mục bằng với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.
- Giảm tỷ trọng: Khuyến nghị giảm tỷ trọng của ngành trong danh mục so với tỷ trọng dựa trên vốn hóa của ngành trong VNIndex.

■ **Xác nhận của chuyên viên phân tích**

Chúng tôi, chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này, xác nhận rằng báo cáo phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty được phân tích trong báo cáo. Chúng tôi cũng xác nhận rằng chúng tôi đã, đang và sẽ không nhận được các khoản lợi ích cá nhân nào, liên quan đến khuyến nghị và quan điểm trong báo cáo, một cách trực tiếp hoặc gián tiếp.

■ **Thông tin công khai quan trọng**

Ở thời điểm cuối tháng liền trước của ngày phát hành báo cáo (hoặc cuối tháng thứ 2 liền trước nếu ngày phát hành báo cáo sau ngày cuối tháng liền trước ít hơn 10 ngày), KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nắm giữ 1% hoặc nhiều hơn cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo.

Không có mâu thuẫn lợi ích quan trọng nào giữa chuyên viên phân tích, KIS Vietnam Securities Corp. và các bên liên quan tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không quản lý hoặc đồng quản lý việc phát hành ra công chúng cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo trong vòng 12 tháng qua.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không nhận được khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong 12 tháng qua; KIS Vietnam Securities Corp. hoặc các bên liên quan không kỳ vọng hoặc tìm kiếm các khoản lợi ích nào từ dịch vụ ngân hàng đầu tư từ công ty được phân tích trong báo cáo trong ba tháng tới.

KIS Vietnam Securities Corp. hoặc cá bên liên quan không tạo lập thị trường cho cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại thời điểm phát hành báo cáo.

KIS Vietnam Securities Corp. không nắm hơn 1% cổ phần của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 14/04/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. đã không cung cấp trước báo cáo này cho các bên thứ ba khác.

Cả chuyên viên phân tích thực hiện báo cáo này và người liên quan không sở hữu cổ phiếu của công ty được phân tích trong báo cáo tại ngày 14/04/2023.

KIS Vietnam Securities Corp. đã phát hành chứng quyền có đảm bảo với cổ phiếu Khí Việt Nam (GAS) và hiện là công ty tạo lập thị trường.

Người thực hiện: Hoàng Phùng

## Miễn Trừ Trách Nhiệm

Báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing cho chứng khoán Việt Nam được thực hiện và phát hành bởi phòng phân tích của KIS Vietnam Securities Corp., công ty được cấp giấy phép đầu tư của Ủy ban Chứng khoán Nhà nước Việt Nam. Chuyên viên phân tích, người thực hiện và phát hành báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing, được cấp chứng chỉ hành nghề và được quản lý bởi UBCKNN Việt Nam. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

Báo cáo này được viết nhằm mục đích chỉ cung cấp thông tin. Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào đánh giá cá nhân hoặc tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh. KIS Vietnam Securities Corp. không đảm bảo nhà đầu tư sẽ đạt được lợi nhuận hoặc được chia sẻ lợi nhuận từ các khoản đầu tư. KIS Vietnam Securities Corp., hoặc các bên liên quan, và các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên tuyên bố miễn trừ trách nhiệm với các khoản lỗ hoặc tổn thất liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc một phần báo cáo này. Thông tin và nhận định có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần báo trước và có thể khác hoặc ngược với quan điểm được thể hiện trong các mảng kinh doanh khác của KIS Vietnam Securities Corp.. Quyết định đầu tư cuối cùng phải dựa trên các đánh giá cá nhân của khách hàng, và báo cáo phân tích này và các tài liệu marketing không thể được sử dụng như là chứng cứ cho các tranh chấp pháp lý liên quan đến các quyết định đầu tư.

Bản quyền © 2023 của KIS Vietnam Securities Corp.. Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS Vietnam Securities Corp..

#### **VIET NAM**

JAE HEUNG LEE, Business Director (jhlee@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1466)  
UYEN LAM, Head of Institutional Brokerage (uyen.lh@kisvn.vn +8428 3914 8585 - 1444)  
KIS Vietnam Securities Corporation  
3rd floor, 180-192 Nguyen Cong Tru, Nguyen Thai Binh Ward, District 1, Ho Chi Minh City.  
Fax: 8428 3821-6898

#### **SOUTH KOREA**

YEONG KEUN JOO, Managing Director, Head of International Business Division (ykjoo@truefriend.com, +822 3276 5157)  
PAUL CHUNG, Sales Trading (pchung@truefriend.com +822 3276 5843)  
27-1 Yoido-dong, Youngdeungpo-ku, Seoul 150-745, Korea  
Toll free: US 1 866 258 2552 HK 800 964 464 SG 800 8211 320  
Fax: 822 3276 5681~3  
Telex: K2296

#### **NEW YORK**

DONG KIM, Managing Director (dkim@kisamerica.com +1 212 314 0681)  
HOON SULL, Head of Sales (hoonsull@kisamerica.com +1 212 314 0686)  
Korea Investment & Securities America, Inc.  
1350 Avenue of the Americas, Suite 1110  
New York, NY 10019  
Fax: 1 212 314 0699

#### **HONG KONG**

DAN SONG, Managing Director, Head of HK Sales (dan.song@kisasia.com +852 2530 8914)  
GREGORY KIM, Sales (greg.kim@kisasia.com, +822 2530 8915)  
Korea Investment & Securities Asia, Ltd.  
Suite 2220, Jardine House  
1 Connaught Place, Central, Hong Kong  
Fax: 852-2530-1516

#### **SINGAPORE**

ALEX JUN, Managing Director, Head of Singapore Sales (alex@kisasia.com.sg +65 6501 5602)  
CHARLES AN, Sales (alex.jun@kisasia.com.sg +65 6501 5601)  
Korea Investment & Securities Singapore Pte Ltd  
1 Raffles Place, #43-04, One Raffles Place  
Singapore 048616  
Fax: 65 6501 5617

#### **LONDON**

Min Suk Key, Managing Director (peterkey@kiseurope.com +44 207 065 2766)  
Korea Investment & Securities Europe, Ltd.  
2nd Floor, 35-39 Moorgate  
London EC2R 6AR  
Fax: 44-207-236-4811

---

This report has been prepared by KIS Vietnam Securities Corp. and is provided for information purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer to sell, or a solicitation of any offer to buy. While all reasonable care has been taken to ensure that the information contained herein is not untrue or misleading at the time of publication, we make no representation as to its accuracy or completeness and it should not be relied upon as such. This report is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this report and the company accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. This report is not intended for the use of private investors.