

### Phạm Huyền Trang

[trangph@ssi.com.vn](mailto:trangph@ssi.com.vn)

+84 24 3936 6321 ext. 8712

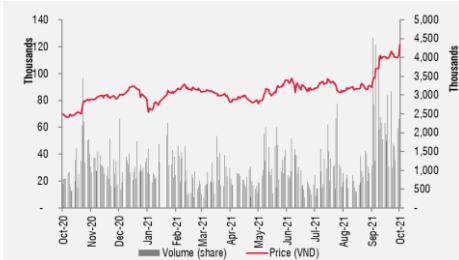
Ngày 31/10/2021

### NGÀNH NĂNG LƯỢNG

#### Các chỉ số chính

Giá trị vốn hoá (triệu USD)	10.237
Giá trị vốn hoá (tỷ đồng)	232.928
Số cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.914
Giá cao/thấp nhất trong 52 tuần ('000 VND)	121,7/69,4
KLGD trung bình 3 tháng	1.476.722
GTGD trung bình 3T (tr USD)	6,54
GTGD trung bình 3T (tỷ VND)	148,84
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài (%)	2,50
Tỷ lệ sở hữu Nhà nước (%)	95,76
Tỷ lệ sở hữu Ban lãnh đạo (%)	N.a

#### Biến động giá cổ phiếu



Nguồn: Bloomberg

#### Thông tin cơ bản về công ty

GAS là một công ty con quan trọng của Tập đoàn Petrovietnam (PVN). GAS có đường ống dẫn khí từ các mỏ ngoài khơi miền Nam Việt Nam và đóng vai trò là nhà phân phối khí cho các nhà máy điện, nhà máy sản xuất phân đạm và các hộ công nghiệp. Ba sản phẩm chính của GAS là: khí khô (chiếm phần lớn trong tổng doanh thu), LPG và condensate.

## Lợi nhuận Quý 3 tích cực nhờ giá dầu tăng mạnh

Lợi nhuận sau thuế trong Q3/2021 của GAS đạt 2,4 nghìn tỷ đồng (+19,1% YoY) trên cơ sở hợp nhất và 2,5 tỷ đồng (+16% YoY) đối với công ty mẹ. Kết quả này vượt ước tính sơ bộ của công ty và ước tính của chúng tôi mặc dù tiêu thụ khí giảm mạnh trong Q3 do giãn cách xã hội tại các tỉnh phía Nam. Lũy kế 9T2021, GAS đạt 6,8 nghìn tỷ đồng LNST (+9,2% YoY), hoàn thành 97% kế hoạch năm.

KQKD Q3 vượt trội khiến chúng tôi điều chỉnh tăng 10,2% ước tính LNST năm 2021. Đối với năm 2022, chúng tôi tăng giả định giá dầu thô Brent từ 68 USD/ thùng lên **75 USD/thùng** (+7% YoY). Theo đó, ước tính LNST năm 2022 là 11,8 nghìn tỷ đồng (từ mức trước là 10,9 nghìn tỷ đồng) tăng 22% YoY. Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu mới là 130.000 đồng/cp (từ 118.500 đồng/cp), tương ứng hệ số P/E mục tiêu là 20x (từ 19x) và EV/EBITDA là 11,5x (từ 11x) và sử dụng ước tính lợi nhuận năm 2022.

Do giá cổ phiếu tăng 40% trong 2 tháng qua và ROI trong kịch bản cơ sở của chúng tôi chỉ ở mức 8%, chúng tôi hạ khuyến nghị đối với GAS từ Khả quan xuống **TRUNG LẬP**. Tuy nhiên, GAS vẫn là cổ phiếu chúng tôi ưa thích trong ngành dầu khí và khuyến nghị nhà đầu tư tích lũy tại các nhịp giá điều chỉnh.

Trong ngắn hạn, kì vọng lợi nhuận Q4 tăng trưởng cao và giá dầu duy trì ở mức cao (trên 80 USD/thùng) sẽ là yếu tố hỗ trợ giá cổ phiếu.

*Yếu tố hỗ trợ tăng đối với khuyến nghị: Giá dầu và mức tiêu thụ khí/LPG cao hơn dự kiến.*

*Rủi ro giảm đối với khuyến nghị: Sản lượng khí khô và giá nhiên liệu thấp hơn ước tính.*

Tỷ đồng	2021F		2022F		Giá định
	Mới	Cũ	Mới	Cũ	
<b>Giá định giá nhiên liệu (USD/tấn)</b>					
- Mới	390	385	410	375	
- Thay đổi (%)	1,3%		9%		
<b>Doanh thu thuần của công ty mẹ</b>					
- Mới	73.986	73.662	95.415	91.052	
- Thay đổi (%)	0%		5%		Nâng giả định giá dầu nhiên liệu
<b>Lợi nhuận ròng của công ty mẹ</b>					
- Mới	9.655	8.762	11.796	10.970	
- Thay đổi (%)	10,2%		7,0%		

Nguồn: SSI ước tính

Để định lượng tác động về biến động của giá dầu đối với lợi nhuận của GAS, chúng tôi lưu ý rằng khi giá dầu Brent tăng 10 USD/thùng thì chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của GAS sẽ tăng khoảng 0,8-1,2 nghìn tỷ đồng.

#### Phân tích các kịch bản giá dầu:

Giá dầu Brent trong năm 2022 (USD/bbl)	65	68	75-kịch bản cơ sở	85	90
Giá FO (USD/tấn)	360	375	410	460	500
LPG	560	580	640	700	760
Lợi nhuận sau thuế	10.442	10.969	11.796	12.674	13.474
Giá mục tiêu (cuối năm 2022)	109.000	118.500	130.000	141.500	154.000
Giá thị trường (tại ngày 29/10/2021)	124.500	124.500	124.500	124.500	124.500
Tiềm năng tăng giá	-12,4%	-4,8%	4,5%	13,7%	23,7%

Nguồn: SSI ước tính

#### Tóm tắt Q3

Triệu m3/ triệu tấn	9T20	9T21	YoY	% tổng sản lượng khí khô
Sản lượng khí khô	6.830	5.565	-18,5%	
Nhà máy điện	5.324	3.991	-25,0%	71,7%
Nhà máy phân bón	857	821	-4,2%	14,8%
KH công nghiệp	649	753	16,0%	13,5%
LPG (bao gồm nhập khẩu)	1.464	1.518	3,7%	
LPG Dinh Cố	168	183	8,9%	
LPG Cà Mau	100	92	-8,0%	

Nguồn: GAS, SSI ước tính

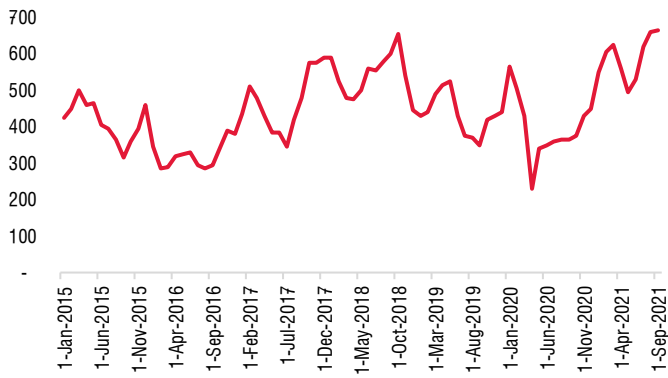
Do ảnh hưởng nặng nề của làn sóng dịch Covid-19 lần thứ 4 đến hoạt động sản xuất của các công ty thuộc các tỉnh phía Nam (thị trường trọng điểm của GAS) trong Q3, sản lượng khí khô giảm gần 30% YoY xuống 1,5 tỷ m3 (sản lượng khí khô trung bình theo quý khoảng 2,2-2,4 tỷ m3 trước dịch Covid). Dịch Covid-19 khiến: (1) nhu cầu của các nhà máy điện và khu công nghiệp giảm; và (2) nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn đóng cửa 5 ngày để bảo dưỡng 5 năm 1 lần trong tháng 9. Lũy kế 9T2021, sản lượng khí khô chỉ đạt 5,6 tỷ m3, giảm 18,5% YoY. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giá dầu nhiên liệu tăng mạnh sẽ bù đắp cho sự sụt giảm sản lượng tiêu thụ. Trong Q3, giá FO bình quân đạt 411 USD/tấn, tăng 66% YoY.

Lũy kế 9T2021, sản lượng LPG đạt 1,52 nghìn tấn, tăng 4% YoY, trong đó sản lượng tự sản xuất chiếm 18%. Với xu hướng tăng của giá LPG, GAS có thể được hưởng lợi từ lượng tồn kho LPG giá rẻ.

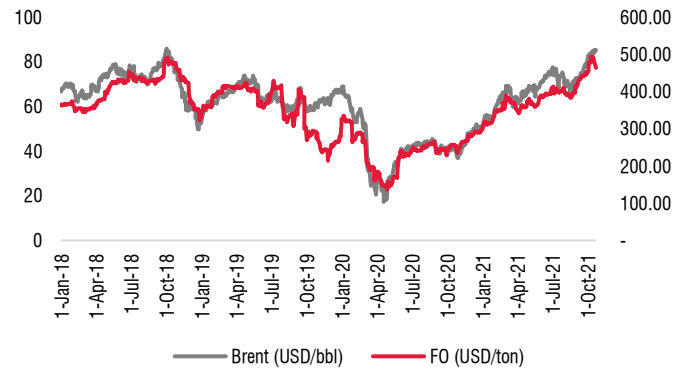
Chúng tôi lưu ý rằng nợ dài hạn đã tăng từ 2 nghìn tỷ đồng trong đầu năm lên 6,9 nghìn tỷ đồng vào cuối Q3. GAS đã vay các ngân hàng để tài trợ cho dự án đang triển khai (LNG Thị Vải), dự kiến bắt đầu hoạt động từ Q3/2022 và sẽ có công suất 1 triệu tấn LNG trong giai đoạn đầu.

**Ước tính Q4:** Dựa trên ước tính cập nhật của chúng tôi cho năm 2021, chúng tôi ước tính GAS sẽ đạt 2,85 nghìn tỷ đồng LNST trong Q4, tương ứng với mức tăng trưởng 59% YoY nhờ nhu cầu khí khô phục hồi và giá dầu, giá LPG duy trì ở mức cao.

## Giá LPG



## Giá dầu Brent và giá FO



Nguồn: Bloomberg

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH NĂM

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
+ Tiền và các khoản tương đương tiền	2.529	2.737	10.887	15.313
+ Đầu tư ngắn hạn	24.780	21.356	20.000	20.000
+ Các khoản phải thu ngắn hạn	10.995	11.439	11.316	14.593
+ Hàng tồn kho	1.066	1.309	1.774	2.314
+ Tài sản ngắn hạn khác	307	527	528	682
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>39.677</b>	<b>37.369</b>	<b>44.504</b>	<b>52.903</b>
+ Các khoản phải thu dài hạn	120	153	138	177
+ GTCL Tài sản cố định	13.576	18.074	16.029	20.392
+ Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn dở dang	2.770	2.228	2.228	2.228
+ Đầu tư dài hạn	3.193	3.241	284	284
+ Tài sản dài hạn khác	371	574	944	1.231
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>20.030</b>	<b>24.271</b>	<b>19.623</b>	<b>24.312</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>59.707</b>	<b>61.640</b>	<b>70.899</b>	<b>83.988</b>
+ Nợ ngắn hạn	8.795	9.192	12.027	15.687
Trong đó: vay ngắn hạn	971	967	2.419	3.155
+ Nợ dài hạn	2.279	3.661	6.293	9.787
Trong đó: vay dài hạn	1.456	1.962	6.047	9.465
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>11.074</b>	<b>12.853</b>	<b>18.320</b>	<b>25.474</b>
+ Vốn góp	19.140	19.140	19.140	19.140
+ Thặng dư vốn cổ phần	211	211	211	211
+ Lợi nhuận chưa phân phối	10.685	10.839	14.632	20.566
+ Quý khác	18.597	18.597	18.597	18.597
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>48.633</b>	<b>48.786</b>	<b>52.579</b>	<b>58.514</b>
<b>Tổng nợ phải trả và vốn chủ sở hữu</b>	<b>59.707</b>	<b>61.640</b>	<b>70.899</b>	<b>83.988</b>
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	12.427	6.562	12.398	13.014
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	-4.494	-158	-4.043	-7.000
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	-10.102	-6.195	-206	-1.588
<b>Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ</b>	<b>-2.170</b>	<b>208</b>	<b>8.149</b>	<b>4.427</b>
Tiền đầu kỳ	4.699	2.529	2.737	10.887
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.529</b>	<b>2.737</b>	<b>10.887</b>	<b>15.313</b>
<b>Các hệ số khả năng thanh toán</b>				
Hệ số thanh toán hiện hành	4,51	4,07	3,7	3,37
Hệ số thanh toán nhanh	4,36	3,87	3,51	3,18
Hệ số thanh toán tiền mặt	3,1	2,62	2,57	2,25
Nợ ròng / EBITDA	-1,35	-1,86	-1,47	-1,24
Khả năng thanh toán lãi vay	91,25	114,23	24,76	18,98
Ngày phải thu	25,9	34,2	28,6	24,7
Ngày phải trả	11,6	14,6	14,5	13
Ngày tồn kho	8,3	8,4	9,3	10,7
<b>Cơ cấu vốn</b>				
Vốn chủ sở hữu/Tổng tài sản	0,81	0,79	0,74	0,7
Nợ phải trả/Tổng tài sản	0,19	0,21	0,26	0,3
Nợ phải trả/Vốn chủ sở hữu	0,23	0,26	0,35	0,44
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0,05	0,06	0,16	0,22
Nợ ngắn hạn/Vốn chủ sở hữu	0,02	0,02	0,05	0,05

Nguồn: Công ty, SSI ước tính

Tỷ đồng	2019	2020	2021F	2022F
<b>Báo cáo Kết quả Kinh doanh</b>				
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>69.059</b>	<b>61.639</b>	<b>73.986</b>	<b>95.415</b>
Giá vốn hàng bán	-54.249	-51.320	-60.469	-78.874
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>14.810</b>	<b>10.319</b>	<b>13.516</b>	<b>16.541</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	1.783	1.590	1.594	1.982
Chi phí tài chính	-143	-106	-508	-820
Thu nhập từ các công ty liên kết	0	0	0	0
Chi phí quản lý bán hàng	-1.070	-1.308	-1.332	-1.717
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-607	-468	-1.202	-1.240
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>14.773</b>	<b>10.027</b>	<b>12.069</b>	<b>14.745</b>
Thu nhập khác	-2	-3	0	0
Thu nhập từ các công ty liên kết	14.771	10.024	12.069	14.745
Lợi nhuận trước thuế	<b>11.921</b>	<b>8.069</b>	<b>9.655</b>	<b>11.796</b>
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>11.921</b>	<b>8.069</b>	<b>9.655</b>	<b>11.796</b>
Lợi ích của cổ đông thiểu số	0	0	0	0
<b>Chỉ số tài chính</b>				
EPS cơ bản (VND)	6.162	4.145	4.982	6.100
Giá trị sổ sách (VND)	25.410	25.490	27.472	30.572
Cổ tức (VND/cổ phiếu)	4.500	4.500	3.000	3.000
EBIT	14.935	10.113	12.576	15.565
EBITDA	17.243	12.385	14.850	18.202
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	1,4%	-10,7%	20,0%	29,0%
EBITDA	2,6%	-28,2%	19,9%	22,6%
EBIT	3,5%	-32,3%	24,4%	23,8%
Lợi nhuận ròng	4,7%	-32,3%	19,7%	22,2%
Vốn chủ sở hữu	7,6%	0,3%	7,8%	11,3%
Vốn điều lệ	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng tài sản	1,6%	3,2%	4,0%	20,4%
<b>Định giá</b>				
P/E	15,2	20,9	25	20,4
P/B	3,7	3,4	4,4	4
<b>Chỉ số hiệu suất</b>				
Tỷ suất cổ tức	5,7%	4,6%	3,5%	3,5%
EV/EBITDA	9	12,8	9,7	7,9
EV/Doanh thu	2,2	2,6	1,9	1,5
<b>Các hệ số khả năng sinh lời</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	21,4%	16,7%	18,3%	17,3%
Tỷ suất lợi nhuận hoạt động	20,1%	14,1%	15,0%	14,4%
Tỷ suất lợi nhuận ròng	17,3%	13,1%	13,0%	12,4%
Chi phí bán hàng/Doanh thu thuần	1,6%	2,1%	1,8%	1,8%
Chi phí quản lý/Doanh thu thuần	0,9%	0,8%	1,6%	1,3%
ROE	25,4%	16,6%	19,0%	20,2%
ROA	20,1%	13,3%	15,4%	15,3%
ROIC	24,0%	15,8%	17,8%	18,8%

## KHUYẾN CÁO

Các thông tin, tuyên bố, dự đoán trong bản báo cáo này, bao gồm cả các nhận định cá nhân, là dựa trên các nguồn thông tin tin cậy, tuy nhiên SSI không đảm bảo sự chính xác và đầy đủ của các nguồn thông tin này. Các nhận định trong bản báo cáo này được đưa ra dựa trên cơ sở phân tích chi tiết và cẩn thận, theo đánh giá chủ quan của chúng tôi, là hợp lý trong thời điểm đưa ra báo cáo. Các nhận định trong báo cáo này có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không báo trước. Báo cáo này không nên được diễn giải như một đề nghị mua hay bán bất cứ một cổ phiếu nào. SSI và các công ty con; cũng như giám đốc, nhân viên của SSI và các công ty con có thể có lợi ích trong các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI có thể đã, đang và sẽ tiếp tục cung cấp dịch vụ cho các công ty được đề cập tới trong báo cáo này. SSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào hay sự kiện bị coi là thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay bất kỳ thông tin hoặc ý kiến nào của báo cáo này.

SSI nghiêm cấm việc sử dụng, và mọi sự in ấn, sao chép hay xuất bản toàn bộ hay từng phần bản Báo cáo này vì bất kỳ mục đích gì mà không có sự chấp thuận của SSI.

## THÔNG TIN LIÊN HỆ

### Trung tâm phân tích và tư vấn đầu tư

#### Hoàng Việt Phương

Giám đốc Trung Tâm phân tích và tư vấn đầu tư

phuonghv@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8729

### Chiến lược thị trường

#### Nguyễn Lý Thu Nga

Chuyên viên phân tích cao cấp

nganlt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3051

#### Nguyễn Trọng Đình Tâm

Chuyên viên phân tích

tamntd@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8713

### Phân tích kỹ thuật

#### Lương Biện Nhân Quyền

Chuyên viên phân tích cao cấp

quyenlbn@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

#### Trần Trung Kiên

Chuyên viên cao cấp Phân tích Định lượng

kientt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321

### Phân tích cổ phiếu KHCN

#### Ngô Thị Kim Thanh

Chuyên viên phân tích cao cấp

thanhntk@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 28) 3636 3688 ext. 3053

#### Nguyễn Thị Thanh Tú, CFA

Chuyên viên phân tích cao cấp

tuntt@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8718

#### Lê Huyền Trang

Chuyên viên phân tích cao cấp

tranglh@ssi.com.vn

SĐT: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8717

### Dữ liệu

#### Nguyễn Thị Kim Tân

Chuyên viên hỗ trợ

tanntk@ssi.com.vn

Tel: (+84 – 24) 3936 6321 ext. 8715