

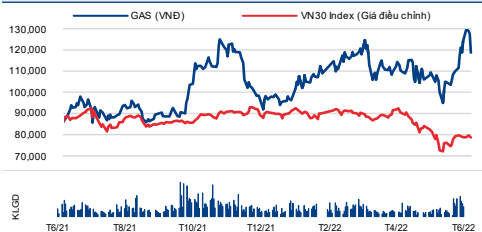
**Mua vào (giữ nguyên)**

Giá mục tiêu: VNĐ180,000 (từ VNĐ150,000)  
Tiềm năng tăng/giảm: 51.6%

<b>Giá cổ phiếu (đồng) (10/6/2022)</b>	<b>118,700</b>
Mã Bloomberg	GAS VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	85,800-130,000
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	127,020
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	227,186
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	9,800
Slg CP lưu hành (tr.đv)	1,914
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	938
Slg CP NN được mua (tr.đv)	878
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	3.13%
Tỷ lệ freefloat	5.00%
Cổ đông lớn	- VN - overwrite nam (95.8%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

**Biểu đồ giá**



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	9.91	0.17	37.9
So với chỉ số	11.5	12.6	50.9
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

**HSC và trung bình thị trường**

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2022F	8,537	6,864	24.4
2023F	7,689	6,998	9.9
2024F	9,250	7,654	20.9

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

**Mô tả doanh nghiệp**

GAS là doanh nghiệp độc quyền buôn bán/vận chuyển khí tự nhiên ở Việt Nam và sẽ hưởng lợi từ nhập khẩu LNG từ năm 2022

**Chuyên viên phân tích**

**Nguyễn Vinh, CFA**  
Chuyên Viên, Ngành Năng Lượng  
vinh.n@hsc.com.vn  
+84 24 3823 3299 Ext. 107

**Trương Thu Mỹ**  
Giám Đốc, Ngành Năng Lượng  
my.tt@hsc.com.vn  
+84 24 3933 4693 Ext. 4806

**Hưởng lợi từ nhu cầu khí đốt tăng; Mua vào**

- HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GAS và nâng 20% giá mục tiêu theo phương pháp DCF lên 180.000đ (tiềm năng tăng giá 51,6%).
- Chúng tôi nâng 21,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022, chủ yếu do nâng giả định giá dầu, tương đương tăng trưởng 88%, cao hơn đáng kể so với dự báo của thị trường.
- GAS hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,5 lần, sát với mức bình quân trong 2 năm qua. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cổ phiếu sẽ được nâng định giá nhờ nhu cầu nhập khẩu LNG và giá dầu cao trong năm 2022.

**Sự kiện: Giá dầu tiếp tục tăng**

Theo Bloomberg, HSC nâng giả định giá dầu bình quân trong giai đoạn 2022-2024. Theo giả định mới, giá dầu Brent trong giai đoạn 2022-2024 được dự báo lần lượt là 111 USD/thùng, 100 USD/thùng và 92 USD/thùng, so với dự báo trước đó của chúng tôi lần lượt là 92 USD/thùng, 90 USD/thùng và 90 USD/thùng.

**Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận năm 2022-2023**

HSC nâng 21,1% dự báo lợi nhuận thuần năm 2022 chủ yếu do giá dầu tăng, tương đương tăng trưởng 88,4%. Chúng tôi giảm 8% dự báo lợi nhuận thuần trong năm 2023 do nhu cầu khí tự nhiên thấp hơn dự kiến, nhưng chúng tôi tin rằng nhu cầu trong dài hạn sẽ không thay đổi. Chúng tôi đưa ra dự báo lần đầu cho năm 2024 với lợi nhuận thuần đạt 17.704 tỷ đồng, tăng trưởng 20,3%. Dự báo của chúng tôi trong giai đoạn 2022-2024 cao hơn 10-24% so với dự báo của thị trường. Chúng tôi dự báo tốc độ CAGR lợi nhuận thuần trong giai đoạn 2021-2024 là 26,8%.

Chúng tôi dự báo nhu cầu khí đốt vận chuyển qua đường ống/LNG sẽ tăng trưởng gấp 3 lần trong thập kỷ tới. Triển vọng của LNG đối với GAS là rất tích cực trong dài hạn nhờ kho cảng LNG đầu tiên, Thị Vải, sẽ đi vào hoạt động từ Q4/2022.

**Định giá và khuyến nghị**

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào đối với GAS và nâng 20% giá mục tiêu lên 180.000đ (từ 150.000đ trước đó). Tiềm năng tăng giá hiện là 51,6%. GAS vẫn là lựa chọn hàng đầu của chúng tôi trong lĩnh vực dầu khí. Công ty hưởng lợi nhờ nhu cầu LNG ngày càng tăng và cũng hưởng lợi trực tiếp khi giá dầu tăng mạnh.

Cổ phiếu GAS đã tăng tốt hơn lần lượt 51% và 13% so với chỉ số trong 12 tháng và 3 tháng vừa qua, nhờ giá dầu tăng và hiện đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,5 lần, sát với mức bình quân trong 2 năm qua là 15,0 lần. Tuy nhiên, HSC kỳ vọng cổ phiếu GAS sẽ được nâng định giá nhờ nhu cầu nhập khẩu LNG tăng từ năm 2022 và giá dầu tăng. Chúng tôi duy trì quan điểm GAS sẽ hưởng lợi từ nhu cầu khí tự nhiên và LNG của Việt Nam ngày càng tăng.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 13/6.

Cuối năm: Tháng 12	12-20A	12-21A	12-22F	12-23F	12-24F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	11,248	13,447	23,589 ▲	22,163 ▼	26,338
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	7,855	8,673	16,339 ▲	14,716 ▼	17,704
EPS ĐC (đồng)	4,104	4,531	8,537 ▲	7,689 ▼	9,250
DPS (đồng)	3,579	3,064	3,000 ▼	4,000	5,000
BVPS (đồng)	25,307	26,696	32,381 ▲	36,218 ▲	40,647
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	17.1	9.71	10.4	8.67
P/E ĐC (lần)	28.9	26.2	13.9	15.4	12.8
Lợi suất cổ tức (%)	3.02	2.58	2.53	3.37	4.21
P/B (lần)	4.69	4.45	3.67	3.28	2.92
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(34.0)	10.4	88.4	(9.93)	20.3
ROAE (%)	16.2	17.4	28.9	22.4	24.1

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.  
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

## Hưởng lợi từ giá dầu + tăng trưởng không phụ thuộc chu kỳ = lựa chọn hàng đầu

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và nâng 20% giá mục tiêu đối với GAS lên 180.000đ (từ 150.000đ trước đó). Tiềm năng tăng giá hiện hơn 50%. Sau khi nâng dự báo, lợi nhuận thuần năm 2022 sẽ tăng trưởng 88,4%, cao hơn 20% so với dự báo của thị trường. Theo chúng tôi, GAS sẽ là doanh nghiệp hưởng lợi nhất khi giá dầu tăng cao và nhu cầu không mang tính chu kỳ đối với khí tự nhiên và LNG gia tăng. GAS đang giao dịch với P/E trượt dự phóng 1 năm là 14,5 lần, sát với mức bình quân trong 2 năm qua là 15,0 lần nhưng chúng tôi tin rằng cổ phiếu sẽ được nâng định giá nhờ kho cảng LNG Thị Vải đi vào hoạt động và giá dầu cao kéo dài.

### Chủ đề chính: Nâng giá định giá dầu Brent trong giai đoạn 2022-2024

#### Giá định giá dầu mới

Dựa trên giả định của Bloomberg, HSC tiếp tục nâng giá định giá dầu bình quân so với Báo cáo cập nhật trước đó của chúng tôi vào tháng 3/2022. Giá dầu bình quân mới của chúng tôi sẽ lần lượt là 111 USD/thùng (tăng từ 92 USD/thùng), 100 USD/thùng (tăng từ 90 USD/thùng) và 92 USD/thùng (tăng từ 90 USD/thùng) cho năm 2022, 2023 và 2024.

Giá dầu hiện đang ở trên mức 120 USD/thùng do cú sốc cung sau các biện pháp cấm vận của châu Âu đối với dầu Nga. Trong khi đó, thị trường dự báo giá dầu Brent sẽ duy trì ở mức 3 con số trong ít nhất vài quý tới do gặp khó khăn trong việc thay thế thị phần của Nga và nhu cầu năng lượng toàn cầu gia tăng sau đại dịch (Bảng 2).

#### Bảng 1: Giá định cũ và giá định mới đối với giá dầu Brent

Bloomberg nâng dự báo tích cực đối với giá dầu Brent tuy nhiên vẫn thận trọng

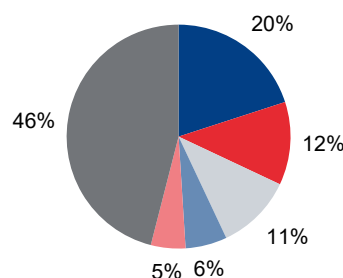
	Dự báo mới (USD/thùng)	Dự báo cũ (USD/thùng)	Điều chỉnh	Tăng trưởng
2022F	111	92	20.7%	57.0%
2023F	100	90	11.1%	-9.9%
2024F	92	90	2.2%	-8.0%

Nguồn: Bloomberg, HSC

#### Biểu đồ 2: Thị phần dầu thô toàn cầu

Nga là nhà sản xuất dầu lớn thứ 3 thế giới với 11% thị phần

■ Mỹ ■ Ả Rập Xê Út ■ Nga ■ Canada ■ Trung Quốc ■ Nước khác



Nguồn: Cơ quan thông tin năng lượng Mỹ (EIA), HSC

#### Tác động của giá dầu Brent tăng đối với giá cổ phiếu và nền tảng của GAS

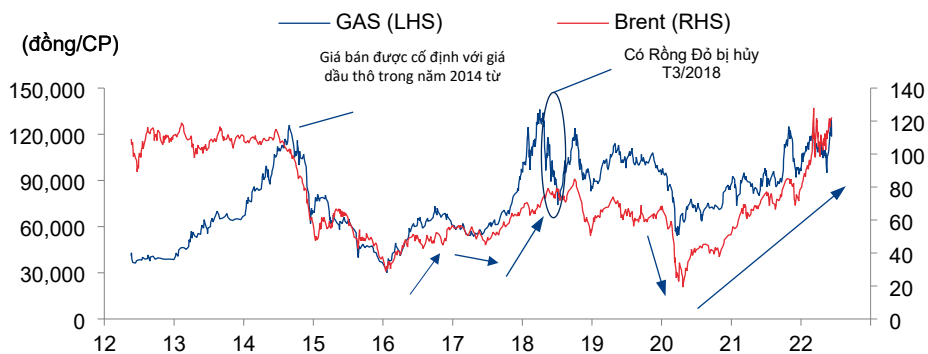
Giá cổ phiếu GAS thường có mối tương quan chặt chẽ nhất với giá dầu Brent, do cơ chế giá bán thả nổi được áp dụng từ năm 2014. Công thức xác định giá bán cho phép GAS hưởng lợi trực tiếp nhất với giá dầu Brent trong số các cổ phiếu dầu khí, với lợi nhuận biến động theo giá MFO hàng tháng.

Giá bán khí tự nhiên đối với khách hàng năng lượng và phân bón = Giá tối đa [46% MFO, giá đầu nguồn] + chi phí vận chuyển & thuế quan (bao gồm cả lợi nhuận định mức)

Giá bán khí tự nhiên khách hàng công nghiệp = Giá tối đa [90% MFO, 80% giá LPG] + chi phí vận chuyển & thuế quan (bao gồm cả lợi nhuận định mức)

**Biểu đồ 3: Tác động của giá dầu Brent đối với giá cổ phiếu GAS, 2012-2022**

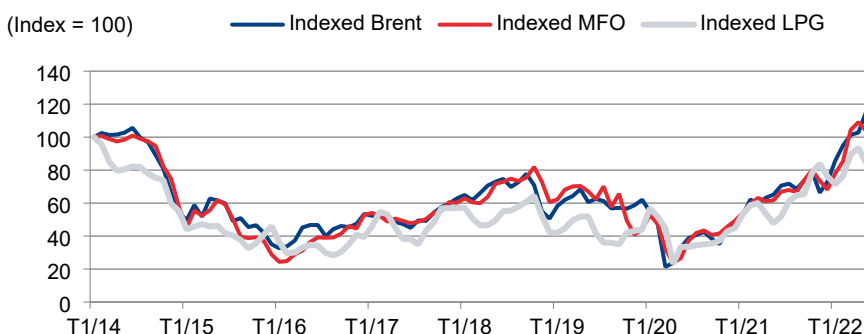
GAS hưởng lợi trực tiếp nhất với giá dầu Brent trong số các cổ phiếu dầu khí, với lợi nhuận biến động theo giá MFO hàng tháng



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 4: Chỉ số giá dầu Brent, MFO & LPG, 2014-2022**

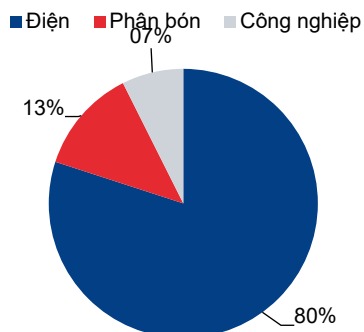
Tương quan giữa dầu Brent với MFO và LPG lần lượt là 95% và 88%



Nguồn: Bloomberg, HSC

**Biểu đồ 5: Cơ cấu sản lượng khí tự nhiên của GAS**

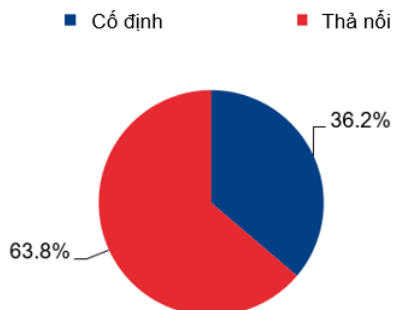
Giá bán của GAS cho tất cả khách hàng được được cố định theo giá MFO



Nguồn: HSC

**Biểu đồ 6: Cơ cấu nguồn khí tự nhiên, GAS**

Ít nhất 36% nguồn đầu vào của GAS được hưởng lợi từ giá dầu cao



Nguồn: HSC

## Nhu cầu khí tự nhiên tăng mạnh; kho cảng LNG đi vào vận hành vào thời điểm tốt

HSC duy trì quan điểm GAS sẽ hưởng lợi chính từ việc nhập khẩu LNG do thiếu hụt khí tự nhiên để sản xuất điện. GAS sẽ là công ty dẫn đầu và đóng vai trò là NĐT chính của 9/14 kho cảng LNG trong thập kỷ tới.

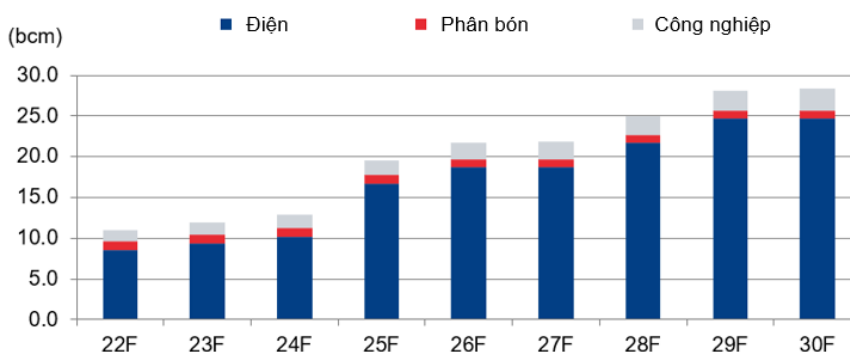
Chúng tôi dự báo nhu cầu khí tự nhiên sẽ tăng trưởng gấp 3 lần vào năm 2030 (Bảng 6) và nhập khẩu LNG sẽ là cách dễ nhất để bù đắp chênh lệch nhu cầu do sự không chắc chắn/chậm trễ của các đại dự án trong nước đi vào hoạt động.

HSC kỳ vọng nhu cầu khí tự nhiên của Việt Nam sẽ tăng vọt do nhu cầu điện được dự báo sẽ tăng trưởng 8-10%/năm trong thập kỷ tới. Trên thực tế, hướng dẫn của Chính phủ khuyến khích điện khí thân thiện với môi trường hơn để thay thế điện than nhằm đáp ứng cam kết quốc tế không phát thải khí nhà kính của Việt Nam vào năm 2050.

Kho cảng LNG Thị Vải của GAS sẽ đi vào hoạt động thương mại trong nửa cuối năm 2022 và bắt đầu nhập khẩu 1 triệu tấn LNG (1,36 triệu m<sup>3</sup>) mỗi năm, tương đương 15,1% sản lượng khí qua đường ống trong năm 2022.

### Biểu đồ 7: Dự báo nhu cầu nguồn khí tự nhiên theo ngành, 2022-30

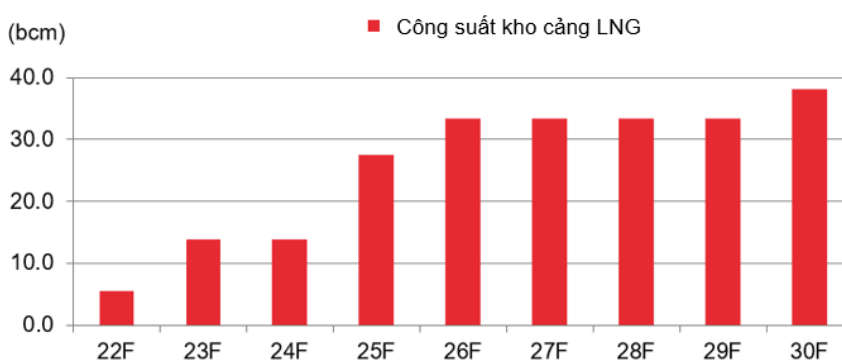
Nhu cầu khí tự nhiên của Việt Nam được dự báo sẽ tăng gấp ba lần trong thập kỷ tới



Nguồn: HSC

### Biểu đồ 8: Tổng công suất của các kho cảng LNG, 2022F-2030F

GAS sẽ là công ty hàng đầu về nhập khẩu LNG với 9 kho cảng



Nguồn: HSC

## Dự báo lợi nhuận năm 2022 và 2023 mới và dự báo lần đầu năm 2024

HSC nâng 21,1% dự báo lợi nhuận năm 2022 chủ yếu do giá bán khí tự nhiên và LPG tăng, tương đương tăng trưởng 88,4%

Chúng tôi hạ 8,0% dự báo lợi nhuận thuần năm 2023 sau khi điều chỉnh giảm dự báo sản lượng khí tự nhiên do chúng tôi cập nhật năng lực sản xuất của các mỏ khí hiện tại và sắp khai thác. Trong khi đó, chúng tôi nâng 167% dự báo sản lượng LNG do

chúng tôi cho rằng các nhà máy điện sẽ phải phụ thuộc nhiều hơn vào LNG để bổ sung lượng khí thiếu hụt.

Cuối cùng, HSC đưa ra dự báo lợi nhuận lần đầu cho năm 2024 đạt 17.704 tỷ đồng, tăng trưởng 20,3%.

Dự báo lợi nhuận của HSC trong giai đoạn 2022-2024 hiện cao hơn 18,4% so với dự báo của thị trường với tốc độ CAGR trong giai đoạn 2021-2024 đạt 26,8%.

**Bảng 9: Dự báo và giả định cũ và mới, GAS**

Hiện chúng tôi nâng nhẹ dự báo giai đoạn 2022-2024 lên 0,6% nhờ giá dầu tăng

Tỷ đồng	Điều chỉnh			Dự báo cũ			Dự báo mới		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Doanh thu thuần</b>	123,637	136,932	147,848	110,598	134,483	-	11.8%	1.8%	N/m
<b>Lợi nhuận thuần</b>	16,339	14,716	17,704	13,491	15,996	-	21.1%	-8.0%	N/m
<b>Giá bán khí bình quân (USD/MMBTU)</b>	8.1	8.4	8.6	6.4	6.8	-	26.5%	24.1%	N/m
<b>Giá LPG (USD/tấn)</b>	898	818	759	640	646	-	40.4%	26.6%	N/m
<b>Khí đầu ra (tỷ mét khối)</b>	8.6	9.6	10.9	8.3	10.5	-	3.2%	-8.7%	N/m
<b>Đầu ra LNG (tấn)</b>	0.0	0.8	1.0	0.0	0.3	-	nm	196.3%	N/m

Nguồn: HSC

**Bảng 10: Dự báo và giả định cũ của HSC và mới so với dự báo của Bloomberg, GAS**

Hiện dự báo giai đoạn 2022-2024 của chúng tôi cao hơn thị trường 18,4%

Tỷ đồng	Điều chỉnh			Dự báo của Bloomberg			Chênh lệch		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Doanh thu thuần</b>	123,637	136,932	147,848	99,160	106,072	114,637	24.7%	29.1%	29.0%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	16,339	14,716	17,704	13,138	13,394	14,649	24.4%	9.9%	20.9%

Nguồn: Bloomberg, HSC

**Bảng 11: Dự báo mới giai đoạn 2021-2024, GAS**

Lợi nhuận thuần năm 2022 dự báo tăng trưởng 88,4%

	2022	2023	2024
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>123,637</b>	<b>136,932</b>	<b>147,848</b>
Tăng trưởng	56.5%	10.8%	8.0%
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>16,339</b>	<b>14,716</b>	<b>17,704</b>
Tăng trưởng	88.4%	-9.9%	20.3%

Nguồn: HSC

**Bảng CĐKT và triển vọng cổ tức**

GAS rất dồi dào tiền mặt với dòng tiền từ HĐKD mạnh mẽ do là một công ty tiện ích. Số dư tiền mặt của Công ty hiện là 8,65 nghìn tỷ đồng (tương đương khoảng 10,2% tổng tài sản) với dư nợ là 8,6 nghìn tỷ đồng (tương đương 10,1% tổng tài sản). Về vốn đầu tư cơ bản, chúng tôi cho rằng GAS sẽ tài trợ 60% cho dự án LNG Thị Vải (tổng giá trị đầu tư khoảng 500 triệu USD) thông qua lợi nhuận giữ lại và 40% còn lại được tài trợ bằng nợ vay. Chúng tôi đã bao gồm giả định này vào mô hình dự báo. Theo đó, tỷ lệ nợ/vốn CSH trong giai đoạn 2022-2024 tối đa là khoảng 15%.

Với dòng tiền mạnh mẽ và triển vọng tăng trưởng tích cực, chúng tôi tin rằng GAS sẽ có khả năng chi trả cổ tức là 3.000đ/cp trong năm 2022, tăng lên 4.000đ/cp trong năm 2023 và 5.000đ/cp trong năm 2024. Lợi suất cổ tức lần lượt là 2,5%, 3,4% & 4,2% trong năm 2022, 2023 & 2024 và tỷ lệ lợi nhuận chi trả cổ tức lần lượt là 35,1%, 52,0% & 54,0%.

**HSC duy trì khuyến nghị Mua vào với giá mục tiêu tăng lên 180.000đ**

HSC duy trì khuyến nghị Mua vào và tăng 20% giá mục tiêu lên 180.000đ. Tại giá mục tiêu mới của chúng tôi, tiềm năng tăng giá là 51,6% và P/E dự phóng 2022 là 21,1 lần.

GAS sẽ hưởng lợi nhờ giá dầu tăng và các mỏ khí mới trong nước. Ngoài ra, GAS cũng hưởng lợi trực tiếp từ hoạt động nhập khẩu LNG bắt đầu từ năm 2022. Nhu cầu khí đốt trong tương lai sẽ tăng trưởng mạnh cùng với tốc độ phát triển kinh tế, và chúng tôi, LNG sẽ là cách nhanh nhất để đáp ứng nhu cầu năng lượng cần thiết. HSC tóm tắt phương pháp định giá và giả định cơ bản trong Bảng 12-14.

Chúng tôi nâng giả định lãi suất phi rủi ro lên 3,5% (so với 3,0% trước đây), phần bù rủi ro vốn CSH lên 8,0% (từ 7,0% trước đây). Chúng tôi duy trì giả định beta là 1,0 lần và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 3,0%. Giả định WACC mới của chúng tôi là 10,2% so với giả định trước đây là 8,6%.

Trong Bảng 15, chúng tôi thực hiện phân tích độ nhạy định giá đối với giả định lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn.

**Bảng 12: Mô hình FCFF, GAS**

Tỷ đồng	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F
<b>EBIT</b>	8,459	11,627	13,725	13,649	8,694	10,374	20,166	18,069	21,785	28,446	35,626
Thuế @ 20.0%	1,692	2,325	2,745	2,730	1,739	2,075	4,033	3,614	4,357	5,689	7,125
<b>NOPAT</b>	<b>6,767</b>	<b>9,302</b>	<b>10,980</b>	<b>10,919</b>	<b>6,955</b>	<b>8,299</b>	<b>16,133</b>	<b>14,455</b>	<b>17,428</b>	<b>22,757</b>	<b>28,501</b>
Khấu hao	3,309	2,713	2,829	2,691	2,554	3,073	3,423	4,095	4,553	4,530	4,766
Thay đổi nguồn vốn	(3,273)	3,646	(417)	(1,511)	(179)	(1,447)	(2,303)	(2,197)	(1,999)	(1,835)	(3,700)
Chi phí vốn	(3,782)	(2,739)	(706)	(1,718)	(5,760)	(3,966)	(3,532)	(3,680)	(3,572)	(3,410)	(3,207)
Các dòng tiền từ hoạt động kinh doanh khác	(1,236)	(718)	(350)	973	(1,670)	(1,823)	(2,557)	(2,216)	(2,634)	(5,936)	(7,271)
<b>UCFF</b>	<b>3,478</b>	<b>14,529</b>	<b>15,080</b>	<b>14,084</b>	<b>3,639</b>	<b>6,211</b>	<b>15,198</b>	<b>14,070</b>	<b>18,133</b>	<b>21,795</b>	<b>26,214</b>
Chiết khấu	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	1.06	1.16	1.28	1.41	1.56
<b>Giá trị hiện tại của UCF</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>14,393</b>	<b>12,089</b>	<b>14,130</b>	<b>15,408</b>	<b>16,813</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 13: Giả định WACC, GAS**

Lãi suất phi rủi ro	3.5%
Beta	1.0
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.0%
<b>Chi phí vốn CSH</b>	<b>11.3%</b>
Chi phí nợ trước thuế	10.0%
Thuế suất	20%
<b>Chi phí nợ</b>	<b>8.0%</b>
Tỷ trọng vốn CSH	66.7%
Tỷ trọng nợ	33.3%
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 14: Tính toán giá mục tiêu, GAS**

<b>Tốc độ tăng trưởng dài hạn</b>	<b>3.0%</b>
EV/EBITDA	9.2x
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	239,628
Giá trị hiện tại của dòng tiền tương lai	72,832
<b>Giá trị hiện tại của DN</b>	<b>312,460</b>
Cộng: Tiền	43,385
Trừ: Tổng nợ	(10,115)
Trừ: Cổ phiếu ưu đãi	0
Trừ: Lợi ích của cổ đông thiểu số	(1,153)
<b>Giá trị vốn CSH</b>	<b>344,578</b>
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	1,914
<b>Giá mục tiêu dự phóng 12 tháng</b>	<b>180,000</b>

Nguồn: HSC

**Bảng 15: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu với lãi suất phi rủi ro và tốc độ tăng trưởng dài hạn, GAS**

Lãi suất phi rủi ro / tốc độ tăng trưởng dài hạn	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
1.5%	185,900	186,500	<b>187,200</b>	187,800	188,500
2.5%	182,300	182,900	<b>183,500</b>	184,200	184,800
3.5%	<b>178,800</b>	<b>179,400</b>	<b>180,000</b>	<b>180,600</b>	<b>181,200</b>
4.5%	175,400	176,000	<b>176,600</b>	177,200	177,800
5.5%	172,100	172,700	<b>173,300</b>	173,900	174,400

Nguồn: HSC

### Bối cảnh định giá

GAS hiện giao dịch với P/E dự phóng 2022 và P/E trượt dự phóng 1 năm lần lượt là 13,9 lần và 14,5 lần, thấp hơn 0,2 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong 2 năm qua là 15,0 lần (Biểu đồ 16- 17). Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng GAS sẽ được nâng định giá nhờ nhu cầu nhập khẩu LNG sẽ tăng trưởng nhanh từ năm sau trong bối cảnh nhu cầu tiêu thụ điện cùng với giá dầu tăng.

**Biểu đồ 16: P/E trượt dự phóng 1 năm, GAS**

Theo dự báo của chúng tôi, P/E trượt dự phóng 1 năm của GAS hiện là 14,5 lần...



**Biểu đồ 17: Độ lệch chuẩn so với P/E bình quân, GAS**

... thấp hơn 0,2 lần độ lệch chuẩn so với mức bình quân trong 2 năm qua là 15,0 lần



**BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt**

<b>Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
Doanh thu	64,135	78,992	123,637	136,932	147,848
Lợi nhuận gộp	11,406	13,986	24,695	23,154	27,289
Chi phí BH&QL	(2,712)	(3,612)	(4,529)	(5,085)	(5,504)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>8,694</b>	<b>10,374</b>	<b>20,166</b>	<b>18,069</b>	<b>21,785</b>
Lãi vay thuần	1,282	784	775	834	966
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	(11.4)	15.1	0.57	1.97	2.17
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	13.6	31.9	98.4	84.0	90.7
<b>LNTT</b>	<b>9,978</b>	<b>11,205</b>	<b>21,040</b>	<b>18,989</b>	<b>22,844</b>
Chi phí thuế TNDN	(2,006)	(2,353)	(4,384)	(3,988)	(4,797)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(117)	(179)	(317)	(285)	(343)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>7,855</b>	<b>8,673</b>	<b>16,339</b>	<b>14,716</b>	<b>17,704</b>
<b>Lợi nhuận thuần ĐC</b>	<b>7,855</b>	<b>8,673</b>	<b>16,339</b>	<b>14,716</b>	<b>17,704</b>
<b>EBITDA ĐC</b>	<b>11,248</b>	<b>13,447</b>	<b>23,589</b>	<b>22,163</b>	<b>26,338</b>
EPS (đồng)	4,104	4,531	8,537	7,689	9,250
EPS ĐC (đồng)	4,104	4,531	8,537	7,689	9,250
DPS (đồng)	3,579	3,064	3,000	4,000	5,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	1,914	1,914	1,914	1,914	1,914
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	1,914	1,914	1,914	1,914	1,914
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	1,914	1,914	1,914	1,914	1,914

<b>Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
Tiền & tương đương tiền	5,237	5,300	8,220	7,782	9,034
Đầu tư ngắn hạn	21,613	24,800	35,166	43,192	47,421
Phải thu khách hàng	10,239	16,920	20,903	22,749	25,704
Hàng tồn kho	1,663	3,241	3,372	5,137	5,536
Các tài sản ngắn hạn khác	720	1,133	1,011	1,101	1,186
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>39,472</b>	<b>51,395</b>	<b>68,672</b>	<b>79,960</b>	<b>88,881</b>
TSCĐ hữu hình	19,774	18,098	20,601	24,010	23,881
TSCĐ vô hình	-	-	-	-	-
Bất động sản đầu tư	22.4	21.9	21.3	20.6	20.0
Đầu tư dài hạn	2,303	4,871	2,477	(1,346)	(2,200)
Đầu tư vào Cty LD,LK	404	425	468	514	566
Tài sản dài hạn khác	1,233	3,957	1,939	2,110	2,273
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>23,736</b>	<b>27,373</b>	<b>25,505</b>	<b>25,308</b>	<b>24,541</b>
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>63,208</b>	<b>78,768</b>	<b>94,177</b>	<b>105,268</b>	<b>113,423</b>
Nợ ngắn hạn	1,017	485	502	502	502
Phả trả người bán	6,445	10,489	14,160	15,410	16,608
Nợ ngắn hạn khác	1,505	4,927	2,290	2,390	2,490
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>9,749</b>	<b>16,561</b>	<b>18,301</b>	<b>19,770</b>	<b>21,182</b>
Nợ dài hạn	1,964	7,510	9,613	11,613	9,613
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	172	219	310	338	364
Nợ dài hạn khác	1,824	2,285	2,825	3,075	3,314
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>3,960</b>	<b>10,014</b>	<b>12,749</b>	<b>15,025</b>	<b>13,291</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>13,709</b>	<b>26,575</b>	<b>31,049</b>	<b>34,795</b>	<b>34,473</b>
Vốn chủ sở hữu	48,436	51,094	61,975	69,320	77,797
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,064	1,098	1,153	1,153	1,153
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>49,500</b>	<b>52,193</b>	<b>63,128</b>	<b>70,473</b>	<b>78,950</b>
<b>Tổng nợ phải trả và VCSH</b>	<b>63,208</b>	<b>78,768</b>	<b>94,177</b>	<b>105,268</b>	<b>113,423</b>
BVPS (đ)	25,307	26,696	32,381	36,218	40,647
Nợ thuần*/(tiền mặt)	(2,256)	2,695	1,895	4,332	1,081

<b>Báo cáo LCTT (tỷ đồng)</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
EBIT	8,694	10,374	20,166	18,069	21,785
Khấu hao	(2,554)	(3,073)	(3,423)	(4,095)	(4,553)
Lãi vay thuần	1,282	784	775	834	966
Thuế TNDN đã nộp	(2,037)	(2,304)	(4,337)	(3,968)	(4,779)
Thay đổi vốn lưu động	(179)	(1,447)	(2,303)	(2,197)	(1,999)
Khác	(1,600)	(1,797)	(2,661)	(2,454)	(2,896)
<b>LCT thuần từ HĐKD</b>	<b>7,330</b>	<b>7,595</b>	<b>13,853</b>	<b>12,988</b>	<b>16,109</b>
Đầu tư TS dài hạn	(5,760)	(3,966)	(3,532)	(3,680)	(3,572)
Góp vốn & đầu tư	0	0	0	0	0
Thanh lý	0	0	0	0	0
Khác	5,859	(2,789)	(6,301)	(6,293)	(2,314)
<b>LCT thuần từ HĐĐT</b>	<b>99.1</b>	<b>(6,755)</b>	<b>(9,833)</b>	<b>(9,973)</b>	<b>(5,885)</b>
Cổ tức trả cho CSH	(6,850)	(5,865)	(5,742)	(7,656)	(9,570)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	185	5,014	2,120	2,000	(2,000)
Khác	(2,94)	74.7	2,521	2,203	2,598
<b>LCT thuần từ HĐTC</b>	<b>(6,668)</b>	<b>(777)</b>	<b>(1,101)</b>	<b>(3,452)</b>	<b>(8,972)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	4,476	5,237	5,300	8,220	7,782
<b>LCT thuần trong kỳ</b>	<b>761</b>	<b>63.1</b>	<b>2,919</b>	<b>(438)</b>	<b>1,252</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	-	-	-	-	-
<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>5,237</b>	<b>5,300</b>	<b>8,220</b>	<b>7,782</b>	<b>9,034</b>
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1,570</b>	<b>3,629</b>	<b>10,322</b>	<b>9,308</b>	<b>12,537</b>

<b>Các chỉ số tài chính</b>	<b>12-20A</b>	<b>12-21A</b>	<b>12-22F</b>	<b>12-23F</b>	<b>12-24F</b>
<b>Chỉ số hoạt động</b>					
Tỷ suất LN gộp (%)	17.8	17.7	20.0	16.9	18.5
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	17.5	17.0	19.1	16.2	17.8
Tỷ suất LNT (%)	12.2	11.0	13.2	10.7	12.0
Thuế TNDN hiện hành (%)	20.1	21.0	20.8	21.0	21.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	(14.5)	23.2	56.5	10.8	7.97
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	(31.2)	19.6	75.4	(6.04)	18.8
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	(34.0)	10.4	88.4	(9.93)	20.3
Tăng trưởng EPS (%)	(34.0)	10.4	88.4	(9.93)	20.3
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	(34.0)	10.4	88.4	(9.93)	20.3
Tăng trưởng DPS (%)	(16.8)	(14.4)	(2.10)	33.3	25.0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	87.2	67.6	35.1	52.0	54.1
<b>Chỉ số lợi nhuận</b>					
ROAE (%)	16.2	17.4	28.9	22.4	24.1
ROACE (%)	16.5	17.9	29.2	22.4	24.5
Vòng quay tài sản (lần)	1.02	1.11	1.43	1.37	1.35
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	0.84	0.73	0.69	0.72	0.74
Số ngày tồn kho	11.5	18.2	12.4	16.5	16.8
Số ngày phải thu	70.9	95.0	77.1	73.0	77.8
Số ngày phải trả	44.6	58.9	52.2	49.4	50.3
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Nợ thuần*/VCSH (%)	(4.19)	5.48	3.44	6.62	1.74
Nợ/tài sản (%)	5.08	10.3	11.0	11.8	9.16
EBIT/lãi vay (lần)	N/a	N/a	N/a	N/a	N/a
Nợ/EBITDA (lần)	0.29	0.60	0.44	0.56	0.39
Chỉ số TT hiện thời (lần)	4.05	3.10	3.75	4.04	4.20
<b>Định giá</b>					
EV/doanh thu (lần)	3.51	2.91	1.85	1.69	1.54
EV/EBITDA ĐC (lần)	20.0	17.1	9.71	10.4	8.67
P/E (lần)	28.9	26.2	13.9	15.4	12.8
P/E ĐC (lần)	28.9	26.2	13.9	15.4	12.8
P/B (lần)	4.69	4.45	3.67	3.28	2.92
Lợi suất cổ tức (%)	3.02	2.58	2.53	3.37	4.21

Ghi chú: \*Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.  
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính



## Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2021.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Nhân viên của HSC có thể có lợi ích tài chính ở những chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ có liên quan. HSC có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập đến trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

### Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng  
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM  
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

#### TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 5 & 6, Tòa nhà AB  
76 Lê Lai, Quận 1, TP HCM  
T: (+84 28) 3823 3299  
F: (+84 28) 3823 3301

#### CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone  
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm  
T: (+84 24) 3933 4693  
F: (+84 24) 3933 4822

E: [info@hsc.com.vn](mailto:info@hsc.com.vn) W: [www.hsc.com.vn](http://www.hsc.com.vn)