Vietcap

Mở tài khoản

Cập nhật

Tổng CT Khí Việt Nam (GAS)

KHẢ QUAN +16,6%

Ngành	**Tiện ích**
Ngày báo cáo	**09/10/2024**
Giá hiện tại	72.500 VND
Giá mục tiêu	**81.500 VND**
Giá mục tiêu gần nhất*	85.800 VND
TL tăng	+12,4%
Lợi suất cổ tức	4,2%
Tổng mức sinh lời	**+16,6%**

GT vốn hóa	175 nghìn tỷ đồng
Room KN	82,5 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	87,5 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	96%
SL cổ phiếu lưu hành	2,3 tỷ
Pha loãng	2,3 tỷ

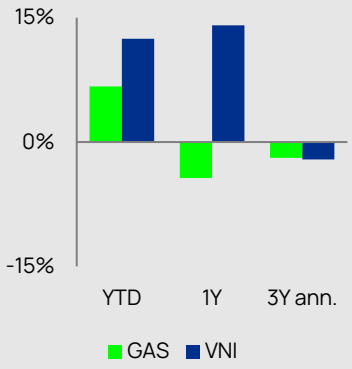
	GAS	Peers*	VNI
P/E (trượt)	14,9x	14,8x	15,7x
P/B	2,4x	2,6x	1,7x
ROA	11,8%	10,1%	1,8%
ROE	15,8%	14,0%	12,0%

*Các công ty cùng ngành trong khu vực (P/E trung bình 5 năm)
**Điều chỉnh cho việc phát hành cổ phiếu với tỷ lệ 2% để tăng vốn cổ phần.

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 bắt đầu cung cấp khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) vào năm 2023.

Diễn biến giá cổ phiếu



Đỗ Công Anh Tuấn
Chuyên viên
tuan.do@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.181

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc
duong.dinh@vietcap.com.vn
+8428 3914 3588 ext.140

(tỷ đồng)		2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu		89.954	97.858	105.644	114.278
	% YoY	-10,7%	8,8%	8,0%	8,2%
LNST sau lợi ích CĐTS		11.606	10.933	12.038	14.751
	% YoY	-21,6%	-5,8%	10,1%	22,5%
EPS	% YoY	-21,6%	-7,7%	10,1%	22,5%
Biên LN gộp		18,8%	18,1%	17,7%	19,2%
Biên LN ròng		12,9%	11,2%	11,4%	12,9%
ROE		18,8%	17,5%	19,0%	22,0%
Nợ vay ròng/CSH		-54,5%	-51,0%	-42,9%	-27,9%
Giá CP/DTHĐ		12,2x	14,3x	11,8x	10,7x
P/E		14,6x	15,9x	14,4x	11,7x
P/B		2,6x	2,8x	2,6x	2,5x
EV/EBITDA		10,6x	9,9x	9,6x	8,5x

Sản lượng LNG tăng gấp đôi sẽ thúc đẩy lợi nhuận phục hồi trong năm 2025

- Chúng tôi giảm 5% giá mục tiêu xuống còn 81.500 đồng/cổ phiếu do chúng tôi giảm 5,9% dự báo tổng LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (thay đổi lần lượt -6,0%/-6,3%/+1,1%/-2,9%/-12% đối với dự báo các năm 2024/25/26/27/28) và duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN cho Tổng Công ty Khí Việt Nam (GAS). Mức giảm trong dự báo của chúng tôi đến từ (1) dự báo tổng sản lượng khí thương phẩm bán cho khách hàng công nghiệp thấp hơn 8,2% và (2) dự báo gí cước vận chuyển LNG năm 2024/25 thấp hơn, vượt trội so với giả định giá dầu nhiên liệu (FO)/khí năm 2025 cao hơn của chúng tôi. Dự báo lợi nhuận thấp hơn của chúng tôi ảnh hưởng tác động tích cực của việc chúng tôi cập nhật mô hình định giá sang cuối năm 2025.
- Dự báo tổng sản lượng khí thương phẩm bán cho khách hàng công nghiệp trong giai đoạn 2024-2028 thấp hơn của chúng tôi đến từ (1) sản lượng khí thương phẩm 9 tháng đầu năm 2024 (9T 2024) thấp hơn dự kiến và (2) tăng trưởng dự kiến ở mức thấp trong năm 2025, theo trao đổi với CTCP Phân phối khí thấp áp Dầu khí Việt Nam (HSX: PGD).
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS năm 2025 sẽ tăng 10,1% YoY, nhờ (1) sản lượng khí thương phẩm tăng, chủ yếu đến từ LNG và (2) kỳ vọng khoản lỗ từ kho cảng LNG Thị Vải sẽ giảm (ở mức 88 tỷ đồng so với khoản lỗ trị giá 622 tỷ đồng trong năm 2024). Các yếu tố này bù đắp cho tác động tiêu cực của dự báo giá FO giảm 7,5% YoY.
- Chúng tôi kỳ vọng sản lượng của kho cảng LNG Thị Vải sẽ tăng mạnh trong những năm tới, một phần được hỗ trợ bởi dự báo giá LNG đạt đỉnh vào năm 2025. Chúng tôi dự báo giá LNG sẽ giảm từ năm 2026 trở đi, điều này sẽ thúc đẩy doanh số LNG bán cho cả các nhà máy điện và khách hàng công nghiệp trong trung và dài hạn (vui lòng xem thêm thông tin chi tiết tại trang 14). Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS giai đoạn 2023-2028 đạt 13%.
- Chúng tôi cho rằng với P/E dự phóng năm 2025 dự kiến là 14,4 lần, GAS có định giá hấp dẫn hơn nhẹ so với mức trung bình 5 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực mà chúng tôi lựa chọn là 16,2 lần. Tỷ lệ tiền mặt ròng/vốn chủ sở hữu của GAS cũng cao hơn mức trung bình của các công ty cùng ngành.
- Yếu tố hỗ trợ: Giá dầu Brent, giá FO cao hơn dự kiến; phê duyệt cơ chế giá LNG; hoàn nhập khoản dự phòng nợ xấu trị giá 815 tỷ đồng trong năm 2025, sớm hơn so với dự báo của chúng tôi là trong năm 2026.
- Rủi ro: Sản lượng khí thương phẩm bán cho các nhà máy điện thấp hơn dự kiến.

Chúng tôi tăng giả định giá dầu Brent/giá FO năm 2025: Chúng tôi giảm giả định giá dầu Brent năm 2024 xuống còn 80 USD/thùng so với mức 83 USD/thùng trong dự báo trước đây. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định giá FO năm 2024 dựa trên diễn biến trong 9T 2024. Chúng tôi tăng 4,0% giả định giá dầu Brent năm 2025 lên 78 USD/thùng và tăng 4,9% giả định giá FO năm 2025 lên 430 USD/tấn (vui lòng xem thêm Báo cáo Ngành Dầu khí – Tháng 10 của chúng tôi).

Chúng tôi giảm dự báo giá cước vận chuyển và tái hóa khí LNG năm 2024/25: GAS tạm thời áp dụng mức tạm tính là 70% mức đề xuất là 3,1 USD/triệu BTU (giả định trước đây của chúng tôi), vì vẫn chưa nhận được sự chấp thuận, theo các công ty trong ngành. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn giữ

nguyên dự báo rằng mức giá cước vận chuyển LNG đầy đủ 100% sẽ được áp dụng từ năm 2026 trở đi.

Chúng tôi dự báo sản lượng khí thương phẩm năm 2025 đạt 7,3 tỷ m3 (+5,8% YoY), được thúc đẩy bởi (1) nhu cầu điện tăng 6,8% YoY, (2) nhu cầu công nghiệp tăng 8% YoY và (3) nhu cầu phân bón ổn định. Mức tăng trưởng này chủ yếu đến từ sản lượng LNG tăng 2,4 lần đạt 910 triệu m3 (so với mức 380 triệu m3 trong năm 2024), với giá nhập khẩu LNG là 14,0 USD/triệu BTU (+6,4%). Vào ngày 04/10/2024, các nhà máy điện LNG Nhơn Trạch 3 & 4 đã ký kết hợp đồng mua bán điện (PPA), với thỏa thuận bán khí (GSA) dự kiến sẽ được ký trong quý 4/2024, đảm bảo sản lượng cho kho cảng LNG Thị Vải.

Triển vọng năm 2024: Giá FO là LPG cao sẽ bù đắp cho sản lượng khí thương phẩm thấp hơn

Hình 1: Dự báo năm 2024 của Vietcap

	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo 2024 mới s/v trước đây	Giải thích: (a) Tăng trưởng YoY (b) Các thay đổi trong dự báo
Sản lượng khí thương phẩm					
Sản lượng khí (triệu m3)	**7.259**	**6.883**	**-5,2%**	**8,1%**	**(a) Chủ yếu do mức tiêu thụ khí thấp hơn từ các nhà máy điện. (b) Do chúng tôi tăng dự báo tiêu thụ khí của các nhà máy điện, điều này bù đắp cho dự báo thấp hơn đối với sản lượng khí thương phẩm bán cho khách hàng công nghiệp. (b) Do mức tiêu thụ khí từ các nhà máy điện cao hơn dự kiến, bù đắp cho sản lượng khí thương phẩm bán cho khách hàng công nghiệp thấp hơn. Sản lượng khí thương phẩm nửa đầu năm 2024 đạt 3,6 tỷ m3 (-10% YoY). Chúng tôi ước tính sản lượng khí thương phẩm 9T 2024 đạt 4,9 tỷ m3, hoàn thành 77% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi.**
Trong nước	7.214	6.503	-9,9%	8,6%	
LNG & Khác	44	380	759,7%	0,0%	
Tiêu thụ khí (triệu m3)	**7.259**	**6.883**	**-5,2%**	**8,1%**	
Nhà máy điện	5.147	4.717	-8,4%	14,1%	
Nhà sản xuất phân bón	1.132	1.157	2,2%	0,0%	
Công nghiệp	980	1.009	3,0%	-6,3%	PGD đặt mục tiêu sản lượng đạt khoảng 1,0 tỷ m3 trong năm 2024.
Sản lượng bán LPG (nghìn tấn)	**2.500**	**2.863**	**14,5%**	**7,5%**	
LPG nội bộ	398	409	2,8%	0,0%	
LPG thương mại	2.102	2.454	16,7%	8,9%	
Giá khí đầu ra (USD/triệu BTU)					
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	80	-2,4%	-3,6%	
Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	450	465	3,3%	0,0%	
Giá LNG (USD/triệu BTU)	12,8	11,0	-14,1%	0,0%	
Giá LPG (USD/triệu BTU)	573	589	2,9%	-3,3%	(b) Dựa trên dự báo giá dầu Brent thấp hơn của chúng tôi.
Giá khí đầu ra – Nhà máy điện (*)	9,1	9,5	4,4%		
Giá khí đầu ra - Nhà sản xuất phân bón (*)	8,1	8,3	2,1%		
Giá khí đầu ra – Khu công nghiệp (*)	11,6	11,9	2,8%		
Kết quả lợi nhuận (tỷ đồng)					
Doanh thu	**89.954**	**97.858**	**8,8%**	**8,6%**	**(b) Chủ yếu do (1) dự báo sản lượng khí tự nhiên thương phẩm cao hơn và (2) sản lượng LPG thương mại cao hơn, điều này bù đắp cho dự báo giá LPG thấp hơn của chúng tôi.**
A. Khí tự nhiên thương mại	44.292	46.137	4,2%	21,4%	(b) Chủ yếu do dự báo sản lượng khí thương phẩm cao hơn của chúng tôi và việc chúng tôi tái phân loại một phần doanh thu vận chuyển khí sang khí tự nhiên thương mại, theo trao đổi với GAS.
1. Khí tự nhiên & LNG thương mại	37.102	34.351	-7,4%		
1.1 Điện	*26.009*	*22.240*	*-14,5%*		
1.2 Phân bón	*1.655*	*1.828*	*10,4%*		
1.3 Công nghiệp	*9.437*	*10.282*	*9,0%*		
2. Vận chuyển & khác	7.190	11.787	63,9%		(a) Chủ yếu do việc chúng tôi tái phân loại doanh thu vận chuyển và doanh thu vận chuyển LNG tăng YoY.
B. LPG	37.400	44.795	19,8%	9,7%	(b) Do dự báo sản lượng thương mại cao hơn của chúng tôi, điều này bù đắp cho dự báo giá LPG thấp hơn.
C. Vận chuyển khí (**)	3.503	2.603	-25,7%	-66,0%	(a) Trong báo cáo tài chính kiểm toán nửa đầu năm 2024, doanh thu từ vận chuyển giảm 35% YoY đạt 1,2 nghìn tỷ đồng, trong khi sản lượng khí thương phẩm giảm 10% YoY. Theo GAS, điều này chủ yếu do điều chỉnh hồi tố để hoàn tất doanh thu năm 2023 thấp hơn của đường ống khí Nam Côn Sơn. (b) Chủ yếu do việc chúng tôi tái phân loại mảng khí tự nhiên thương mại và điều chỉnh hồi tố.
D. Khác	4.759	4.323	-9,2%	19,2%	
Giá vốn hàng bán	**-73.029**	**-80.122**	**9,7%**	**11,7%**	**(b) Chủ yếu do sản lượng cao hơn từ mỏ khí chi phí cao Hải Thạch - Mộc Tinh.**
Trong đó: Chi phí khấu hao	-3.027	-2.927	-3,3%	-8,5%	
Lợi nhuận gộp	**16.925**	**17.735**	**4,8%**	**-3,6%**	
Chi phí SG&A	-4.019	-5.310	32,1%	5,0%	(a) Do khoản dự phòng 815 tỷ đồng ghi nhận trong quý 2/2024 cho các khoản phải thu liên quan đến các nhà máy BOT Phú Mỹ và đường ống Phú Mỹ – TP.HCM.
Lợi nhuận từ HĐKD	**12.906**	**12.425**	**-3,7%**	**-6,9%**	
Thu nhập tài chính	2.273	1.934	-14,9%	0,0%	
Chi phí tài chính	-587	-708	20,6%	-7,0%	
LNTT	**14.640**	**13.667**	**-6,6%**	**-6,0%**	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	**11.606**	**10.933**	**-5,8%**	**-6,0%**	**(a) Chủ yếu do sản lượng khí thương phẩm giảm YoY và chi phí dự phòng cao hơn, ảnh hưởng mức giá FO và LPG cao. (b) Chủ yếu do (1) dự báo sản lượng khí thương phẩm và giá LPG thấp hơn cho các khách hàng công nghiệp và (2) chúng tôi ghi nhận 70% giá cước vận chuyển LNG so với 100% như dự báo trước đây, ảnh hưởng sản lượng khí thương phẩm bán cho các nhà máy điện cao hơn.**
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**11.676**	**11.893**	**1,9%**	**-4,3%**	

Nguồn: GAS, Vietcap (* Đã bao gồm giá cước vận chuyển; ** Giá cước vận chuyển từ NCS1, PM3, và Lô B)

Triển vọng năm 2025: Sản lượng khí thương phẩm cao hơn và khoản lỗ thấp hơn của kho cảng LNG Thị Vải bù đắp cho dự báo giá dầu nhiên liệu giảm 7,5% YoY

Hình 2: Dự báo năm 2025 của Vietcap

	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo 2025 mới s/v trước đây	Giải thích: (a) Tăng trưởng YoY (b) Các thay đổi trong dự báo
Sản lượng khí thương phẩm					
Sản lượng khí (triệu m3)	**6.883**	**7.282**	**5,8%**	**0,8%**	**(a) Chủ yếu do kỳ vọng của chúng tôi về nhu cầu mạnh mẽ từ các nhà máy điện khí, được thúc đẩy bởi (1) dự báo tiêu thụ điện tăng trưởng mạnh 9,5% YoY trong năm 2025, và (2) các nhà máy điện khí dự kiến có đóng góp cao hơn vào sản lượng điện quốc gia, do lợi thế chi phí của các nhà máy điện than đang giảm khi giá than đã tăng khoảng 20% từ đầu năm đến nay.**
Trong nước	6.503	6.372	-2,0%	0,9%	
LNG & Khác	380	910	139,5%	0,0%	
Tiêu thụ khí (triệu m3)	**6.883**	**7.282**	**5,8%**	**0,8%**	
Nhà máy điện	4.717	5.036	6,8%	2,7%	
Nhà sản xuất phân bón	1.157	1.157	0,0%	0,0%	
Công nghiệp	1.009	1.090	8,0%	-6,3%	(a) Chúng tôi kỳ vọng lĩnh vực sản xuất tiếp tục phục hồi. (b) Chúng tôi giảm dự báo của chúng tôi dựa trên dự báo năm 2024 thấp hơn.
Sản lượng bán LPG (nghìn tấn)	**2.863**	**2.690**	**-6,0%**	**0,0%**	
LPG nội bộ	409	436	6,6%	0,0%	
LPG thương mại	2.454	2.254	-8,1%	0,0%	(a) Chúng tôi dự báo sản lượng cao trong nửa đầu năm 2024 chỉ diễn ra bất thường.
Giá khí đầu ra (USD/triệu BTU)					
Giá dầu Brent (USD/thùng)	80	78	-2,5%	4,0%	(a) Dựa trên việc chúng tôi tăng dự báo giá dầu Brent trong Báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí của chúng tôi.
Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	465	430	-7,5%	4,9%	(a) Dự báo giá FO này tương ứng giá FO thấp hơn so với giá dầu Brent trong năm 2025 sau ở mức cao hơn trong 2 năm liên tiếp. (b) Dựa trên dự báo giá dầu Brent cao hơn của chúng tôi là 78 USD/thùng so với 75 USD/thùng như dự báo trước đây.
Giá LNG (USD/triệu BTU)	11,0	11,8	7,5%	21,2%	(b) Do (1) dự báo giá dầu Brent cao hơn và (2) giả định giá nhập khẩu LNG cao hơn, ước tính từ 13% của giá Brent và sự đồng thuận về giá LNG tại châu Á trong năm 2025 (vui lòng xem thêm Báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí – Tháng 10).
Giá LPG (USD/triệu BTU)	589	598	1,4%	-6,2%	(b) Do chúng tôi kỳ vọng giá LPG sẽ thấp hơn so với giá dầu Brent.
Giá khí đầu ra – Nhà máy điện (*)	9,5	11,0	15,5%		(a) Do mức đóng góp cao hơn/thấp hơn từ LNG/các mỏ khí chi phí thấp.
Giá khí đầu ra - Nhà sản xuất phân bón (*)	8,3	7,9	-4,8%		
Giá khí đầu ra – Khu công nghiệp (*)	11,6	11,9	2,8%		(b) Do giá LPG cao hơn YoY.
Kết quả lợi nhuận (tỷ đồng)					
Doanh thu	**98.858**	**105.644**	**6,9%**	**11,1%**	**(a&b) Do sản lượng khí thương phẩm cao hơn YoY, chủ yếu nhờ sản lượng bán LNG tăng YoY, vù đắp cho mức giảm YoY của giá FO.**
A. Khí tự nhiên thương mại	46.137	55.386	20,0%	46,7%	(b) Chúng tôi tái phân loại một phần doanh thu vận chuyển khí sang mảng khí tự nhiên thương mại.
1. Khí tự nhiên & LNG thương mại	34.351	40.244	17,2%		
1.1 Điện	*22.240*	*26.792*	20,5%		
1.2 Phân bón	*1.828*	*1.864*	2,0%		
1.3 Công nghiệp	*10.282*	*11.588*	12,7%		
2. Vận chuyển & khác	11.787	15.142	28,5%		(a) Chủ yếu do sản lượng bán LNG cao hơn YoY.
B. LPG	44.795	42.861	-4,3%	-0,7%	
C. Vận chuyển khí (**)	2.603	3.074	18,1%	-71,1%	(a) Chủ yếu do không có điều chỉnh hồi tố như năm 2024. (b) Chúng tôi tái phân loại mảng này vào mảng khí tự nhiên thương mại.
D. Khác	4.323	4.323	0,0%	46,7%	
Giá vốn hàng bán	**-80.122**	**-86.927**	**8,5%**	**14,8%**	
Trong đó: Chi phí khấu hao	*-2.927*	*-2.617*	*-10,6%*	*0,0%*	*(2) Do đường ống NCS1 đã khấu hao hoàn toàn.*
Lợi nhuận gộp	**17.735**	**18.717**	**5,5%**	**-3,4%**	
Chi phí SG&A	-5.310	-4.943	-6,9%	10,1%	(a) Chúng tôi kỳ vọng không trích lập chi phí dự phòng cho các khoản phải thu liên quan đến các nhà máy BOT Phú Mỹ và đường ống Phú Mỹ – TP.HCM, so với trích lập 815 tỷ đồng dự phòng trong quý 2/2024.
Lợi nhuận từ HĐKD	**12.425**	**13.774**	**10,9%**	**-7,4%**	
Thu nhập tài chính	1.934	1.983	2,5%	-1,3%	
Chi phí tài chính	-708	-725	2,4%	-14,0%	
LNTT	**13.667**	**15.048**	**10,1%**	**-6,3%**	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	**10.933**	**12.038**	**10,1%**	**-6,3%**	**(a) Chủ yếu do (1) sản lượng khí thương phẩm cao hơn YoY, (2) chúng tôi dự báo LNG Thị Vải sẽ giảm lỗ xuống còn 89 tỷ đồng trong năm 2025 so với mức lỗ 622 tỷ đồng trong năm 2024, và (3) chi phí SG&A giảm. Những yếu tố này bù đắp cho dự báo giá FO thấp hơn của chúng tôi. (b) Chủ yếu do (1) sản lượng khí thương phẩm và giá bán trung bình (ASP) thấp hơn đối với các khách hàng công nghiệp, và (2) giá cước vận chuyển LNG được ghi nhận 70% so với mức 100% như dự báo trước đây.**
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**11.893**	**12.358**	**3,9%**	**-6,2%**	

Nguồn: GAS, Vietcap (* Đã bao gồm giá cước vận chuyển; ** Giá cước vận chuyển từ NCS1, PM3, và Lô B)

Những thay đổi trong dự báo dài hạn

Chúng tôi giảm 5,9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (thay đổi lần lượt -6,0%/-6,3%/+1,1%/-2,9%/-12% cho dự báo các năm 2024/25/26/27/28), chủ yếu do (1) dự báo sản lượng khí thương phẩm bán cho khách hàng công nghiệp thấp hơn 8,2% của c húng tôi, (2) giả định giá cước vận chuyển LNG năm 2024/25 thấp hơn, và (3) giả định giá LPG thấp hơn, ảnh hưởng giả định giá FO/khí năm 2025 cao hơn của chúng tôi.

Hình 3: Những thay đổi trong dự báo cho giai đoạn 2023-2028

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Giá dầu Brent (USD/thùng)						
Giá dầu mới	82	80	78	75	75	75
Giá dầu trước đây	82	83	75	75	75	75
Thay đổi (%)	0,0%	-3,6%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)						
Giá dầu nhiên liệu mới	450	465	430	400	400	400
Giá dầu nhiên liệu trước đây	450	465	410	400	400	400
Thay đổi (%)	0,0%	0,0%	4,9%	0,0%	0,0%	0,0%
Giá LPG (USD/tấn)						
Giá LPG mới	573	589	598	637	637	637
Giá LPG trước đây	573	610	637	637	637	637
Thay đổi (%)	0,0%	-3,3%	-6,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Giá khí cho nhà máy điện (USD/triệu BTU)						
Giá khí mới	9,1	9,5	11,0	11,2	12,1	12,6
Giá khí trước đây	9,4	10,5	11,1	11,4	12,0	12,4
Thay đổi (%)	-2,9%	-8,9%	-0,7%	-2,1%	0,8%	1,2%
Giá khí cho KCN (USD/triệu BTU)						
Giá khí mới	11,6	11,9	12,4	12,9	12,9	13,0
Giá khí trước đây	11,5	12,1	13,0	12,8	12,8	12,8
Thay đổi (%)	1,3%	-1,7%	-4,4%	1,2%	1,2%	1,2%
Sản lượng tiêu thụ khí* (tỷ m3)						
Dự báo mới	7,3	6,9	7,3	8,0	9,7	14,3
Dự báo trước đây	7,3	6,4	7,2	7,6	10,4	15,6
Thay đổi (%)	0,0%	8,1%	0,8%	4,9%	-6,4%	-8,4%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)						
Dự báo mới	11.606	10.933	12.038	14.751	16.447	21.631
Dự báo trước đây	11.606	11.629	12.851	14.586	16.943	24.579
Thay đổi (%)		-6,0%	-6,3%	1,1%	-2,9%	-12,0%
Cổ tức tiền mặt (đồng/CP)						
Dự báo mới	6.000	3.000	5.000	5.000	5.000	5.000
Dự báo trước đây	6.000	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 (*) Dựa trên cơ cấu 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 lợi nhuận ổn định từ hoạt động kinh doanh vận chuyển khí tự nhiên; do đó, theo quan điểm của chúng tôi, phương pháp CKDT là phương pháp phù hợp nhất để đánh giá giá trị nội tại của GAS. Mặt khác, sản lượng khí thương phẩm 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 độ nhạy 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 giảm 5,0% giá mục tiêu do những lý do sau:

1) Chúng tôi giảm 5,9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2024-2028 (thay đổi lần lượt -6,0%/-6,3%/+1,1%/-2,9%/-12% cho dự báo các năm 2024/25/26/27/28 – chi tiết tại trang 7). Chúng tôi cập nhật giá mục tiêu từ giữa năm 2025 sang cuối năm 2025, bao gồm số dư tiền mặt ròng năm 2025 thấp hơn 14% so với năm 2024, như đã đề cập trong Báo cáo Cập nhật tháng 8 của chúng tôi. Các yếu tố này dẫn đến định giá CKDT thấp hơn khoảng 6%.
2) Chúng tôi giữ nguyên P/E mục tiêu ở mức 16,5 lần nhưng giảm khoảng 2% định giá theo phương pháp P/E, chủ yếu do dự báo lợi nhuận năm 2025 thấp hơn của chúng tôi so với lợi nhuận trung bình năm 2024/25 trong báo cáo trước đây.

Hình 4: Tóm tắt định giá

Phương pháp (đồng/cổ phiếu)	Giá trị hợp lý	Tỷ trọng (%)	Đóng góp
CKDT	80.824	70%	56.577
P/E mục tiêu là 16,5x (lợi nhuận năm 2025)	83.093	30%	24.928
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)			**81.500**
P/E báo cáo trượt 12T tại giá mục tiêu			17,1x
P/E dự phóng năm 2024 tại giá mục tiêu			16,2x
P/E dự phóng năm 2025 tại giá mục tiêu			15,8x

Nguồn: Vietcap

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Hình 5: Chiết khấu dòng tiền

(tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Lợi nhuận từ HĐKD	**13.774**	**16.958**	**20.132**	**28.390**	**31.590**
+ Khấu hao	2.617	2.617	3.853	4.699	5.024
- Thuế	-2.755	-3.392	-4.026	-5.678	-6.318
- Vốn đầu tư XDCB	-10.413	-13.421	-17.903	-10.447	-8.075
- Tăng vốn lưu động	162	-1.056	-1.607	-5.052	-2.282
Dòng tiền tự do (DTTD)	**3.385**	**1.705**	**449**	**11.912**	**19.939**
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	3.385	1.501	348	8.126	11.973
GTHT lũy kế của DTTD	**13.659**	**15.160**	**15.508**	**23.633**	**35.606**

(tỷ đồng)	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
LN từ HĐKD	**36.421**	**40.751**	**42.877**	**43.180**	**44.346**
+ Khấu hao	5.124	5.224	5.324	5.095	4.501
- Thuế	-7.284	-8.150	-8.575	-8.636	-8.869
- Vốn đầu tư XDCB	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000	-18.000
- Tăng vốn lưu động	-2.900	-3.206	-1.354	-107	-200
Dòng tiền tự do (DTTD)	**29.361**	**32.618**	**36.271**	**37.532**	**21.777**
Giá trị hiện tại (GTHT) của DTTD	15.519	15.177	14.856	13.532	6.912
GTHT lũy kế của DTTD	**51.125**	**66.303**	**81.159**	**94.691**	**101.603**

Chi phí vốn	Trước đây	Mới
Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0	8,0
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0	6,0
Chi phí VCSH %	15,6	15,6
Chi phí nợ vay %	7,0	7,0
Thuế DN %	20,0	20,0
Nợ vay %	20,0	20,0
Vốn chủ sở hữu %	80,0	80,0
WACC %	**13,6**	**13,6**

CKDT	Tỷ đồng
GTHT của DTTD	101.603
GTHT của giá trị cuối (GTC) (TT 2,0%)	60.777
Tổng GTHT của DTTD và GTC	**162.380**
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	47.282
- Nợ vay	(19.069)
- Lợi ích CĐTS	(1.250)
Giá trị vốn chủ sở hữu	**189.344**
Số lượng cổ phiếu pha loãng (triệu)	2.343
Giá trị CKDT/cổ phiếu (đồng)	**80.824**

Nguồn: Vietcap

Định giá P/E

Chúng tôi đã chọn các công ty kinh doanh và vận chuyển khí 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 đồng biến cao 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 khoảng 14-15 lần 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 khoảng 15-20 lần do giá dầu dao động trong khoảng 45-80 USD/thùng.

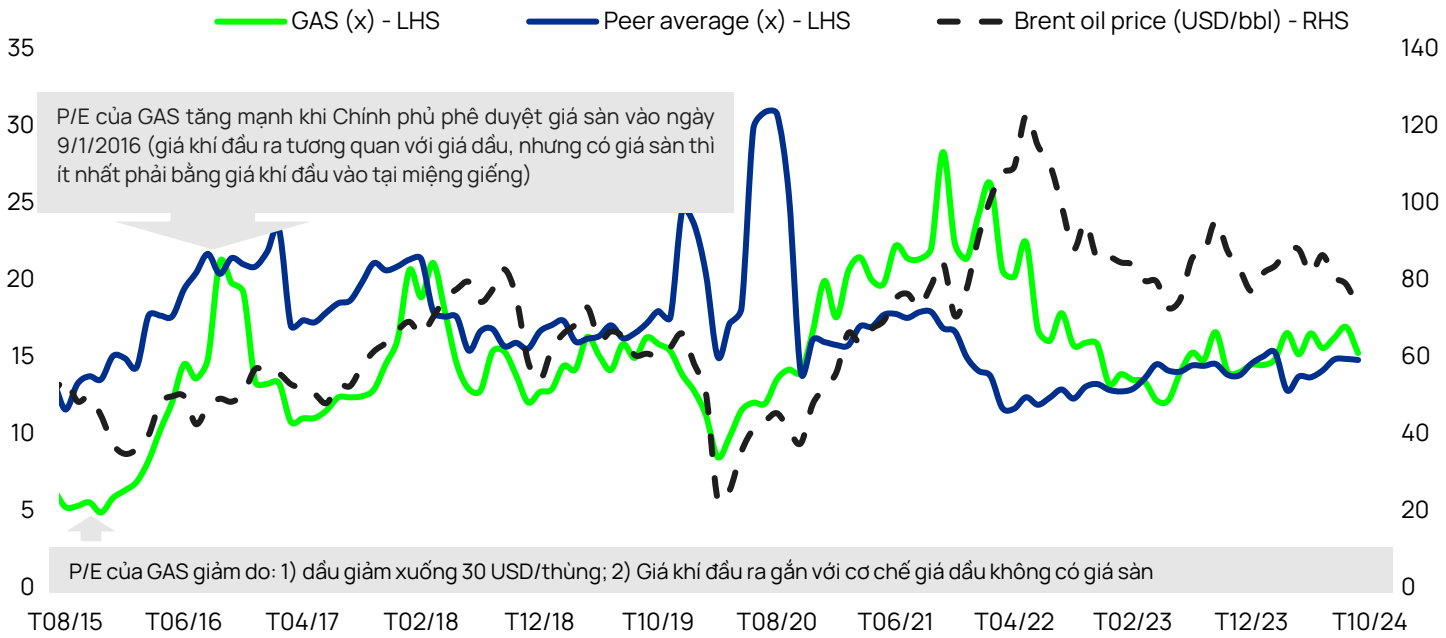
Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi duy trì P/E mục tiêu ở mức 16,5 lần, tương đương với P/E trung bình 5 năm của GAS và cao hơn nhẹ so với P/E trung bình 5 năm của các công ty cùng ngành trong khu vực là 16,2 lần.

Hình 6: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Công ty (tr USD)	Quốc gia	GT vốn hóa	Doanh thu thuần trượt	YoY %	LNST trượt	YoY %	Nợ vay 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	18.608	16.053	-8,6	1.196	76,3	26,0	14,0	2,3	15,7	13,6	2,0
Indraprastha Gas	Ấn Độ	4.593	1.692	-0,9	240	21,1	-30,6	22,6	1,6	19,4	18,7	4,0
Perusahaan Gas Tbk	Indonesia	2.357	3.702	1,8	319	37,1	7,8	12,3	10,1	7,4	6,9	0,9
Petronas Gas Bhd	Malaysia	8.709	1.364	-1,7	391	5,0	-2,7	13,6	3,8	19,5	18,8	2,6
Gas Malaysia Bhd	Malaysia	1.178	1.593	-12,6	86	5,1	-26,2	30,9	6,0	12,0	12,3	3,6
Trung bình		**7.089**	**4.881**	**-4,4**	**446**	**28,9**	**-5,1**	**18,6**	**4,8**	**14,8**	**14,1**	**2,6**
GAS	**Việt Nam**	**6.998**	**3.997**	**7,0**	**446**	**-14,5**	**-53,4**	**16,1**	**8,0**	**15,2**	**14,8**	**2,5**

Nguồn: Các công ty nêu trên, Vietcap (số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 30/09/2024)

Hình 7: P/E của GAS so với P/E trung bình của các công ty cùng ngành và giá dầu



Nguồn: Các công ty nêu trên, FiinPro, Vietcap (số liệu của các công ty cùng ngành tính đến ngày 30/09/2024)

Phân tích độ nhạy

Giá trị hợp lý của GAS có tương quan đồng biến với giá dầu do KQKD của mảng khí thương mại (bán cho KCN) và mảng LPG của GAS bị ảnh hưởng bởi giá dầu. **Hình 8** cho thấy 1) độ nhạy của các dự báo lợi nhuận năm 2024 của chúng tôi đối với các kịch bản giá dầu khác nhau trong 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 (2024-2033).

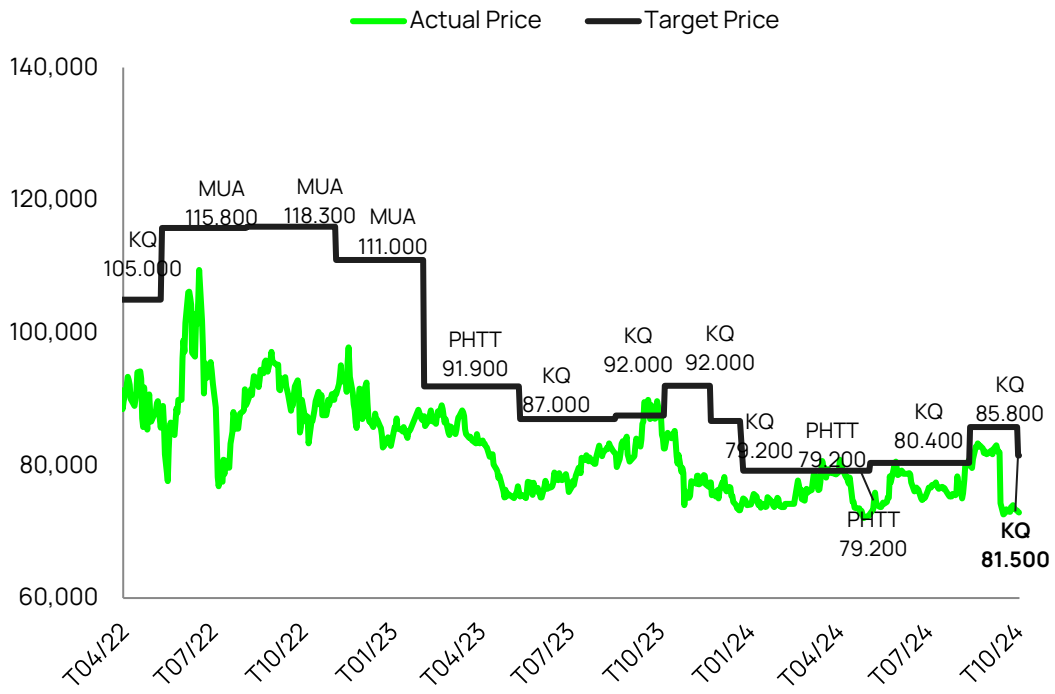
Hình 8: Phân tích độ nhạy của GAS đối với giá dầu thô Brent

Giả định cho năm 2025*	Kịch bản tiêu cực		Kịch bản cơ sở	Kịch bản tích cực	
Giá dầu Brent trung bình (USD/thùng)	58	68	78	88	98
Giả định giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)	430	430	430	430	430
Giá LPG (USD/tấn)	462	530	598	666	733
Giá đầu ra-Nhà máy điện (bao gồm cước phí vận chuyển)	10,7	10,9	11,0	11,2	11,3
Các chỉ số tài chính cho năm 2025					
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	9.913	10.976	12.038	13.101	14.163
EPS (đồng/cổ phiếu)	4.147	4.592	5.036	5.480	5.925
Tăng trưởng EPS (%)	-9,3%	0,4%	10,1%	19,8%	29,5%
ROE (%)	15,9%	17,5%	19,0%	20,5%	22,0%
Định giá					
P/E dự phóng năm 2025 (x)	17,7x	16,0x	14,6x	13,4x	12,4x
P/B dự phóng năm 2025 (x)	2,7x	2,7x	2,6x	2,6x	2,5x
Giá trị hợp lý (đồng/cổ phiếu)	**76.400**	**78.900**	**81.500**	**84.100**	**86.600**
Tăng trưởng (%)	4,2%	7,6%	11,2%	14,7%	18,1%
Lợi suất cổ tức (%)	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Tổng mức sinh lời (%)	8,3%	11,7%	15,3%	18,8%	22,2%

Nguồn: Vietcap (* Chúng tôi giả định giá dầu là 78 USD/thùng trong năm 2025 và 75 USD/thùng trong giai đoạn 2026-2033. Chúng tôi ước tính những thay đổi về giá dầu lần lượt là +/-10 USD/thùng và +/-20 USD/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

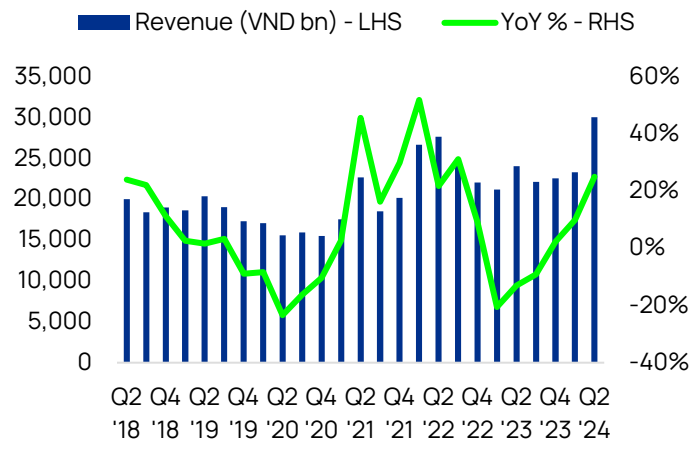
Hình 9: Diễn biến giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: FiinPro, Vietcap

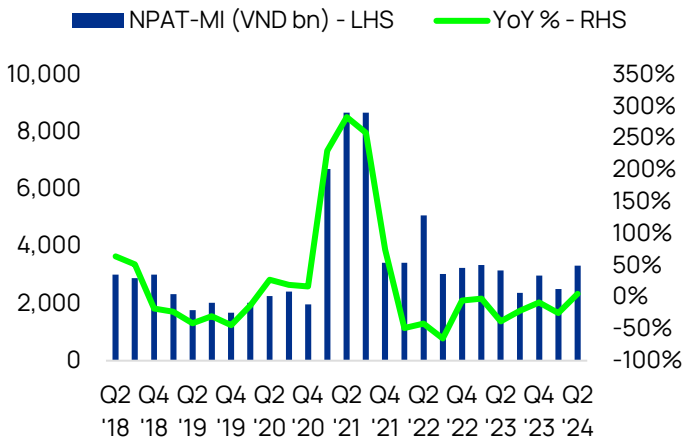
KQKD hàng quý

Hình 10: Doanh thu hàng quý của GAS



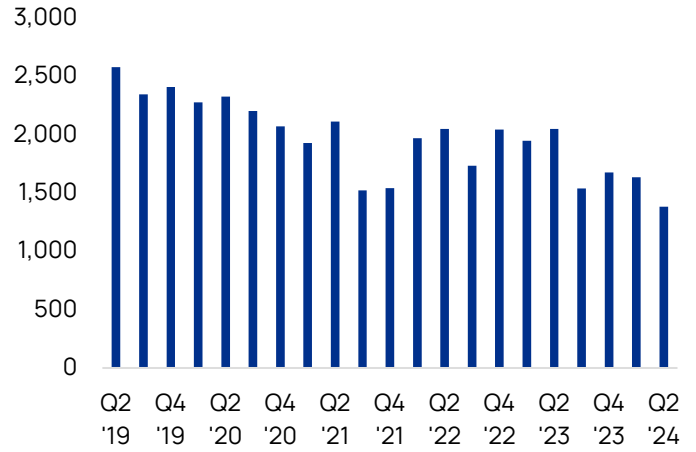
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 11: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý của GAS



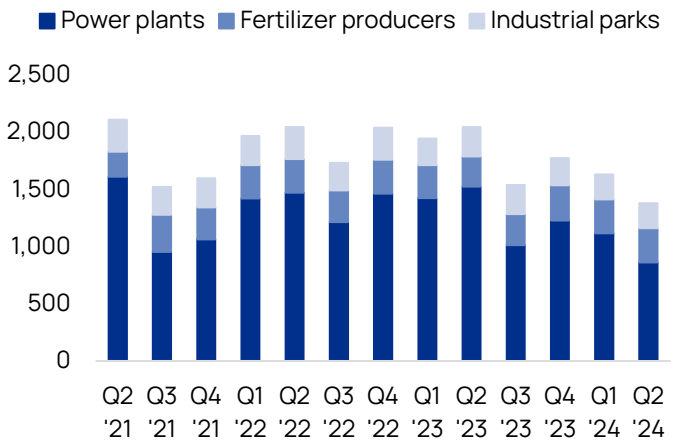
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 12: Sản lượng khí thương phẩm của GAS (triệu m3)



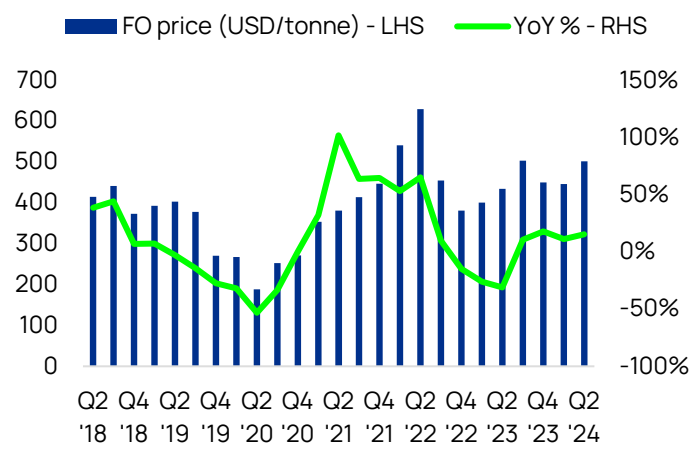
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 13: Cơ cấu sản lượng khí thương phẩm của GAS (triệu m3)



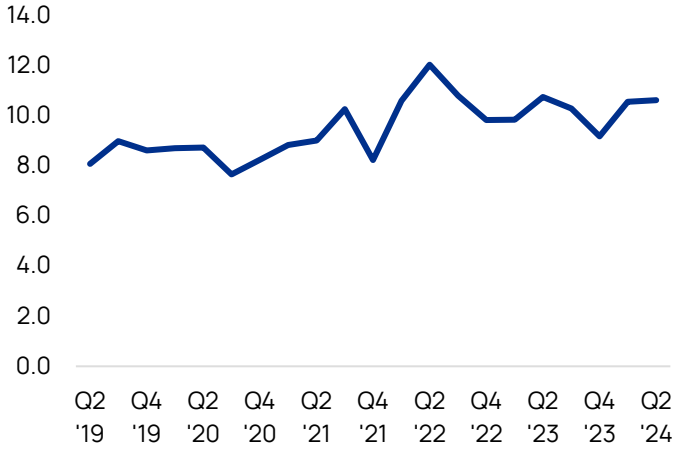
Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 14: Giá dầu nhiên liệu trung bình



Nguồn: GAS, Vietcap

Hình 15: Giá khí đầu ra cho các KCN (USD/triệu BTU)



Nguồn: GAS, Vietcap

Báo cáo tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**89.954**	**97.858**	**105.644**	**114.278**
Giá vốn hàng bán	-73.029	-80.122	-86.927	-92.327
Lợi nhuận gộp	**16.925**	**17.735**	**18.717**	**21.952**
Chi phí bán hàng & marketing	-2.544	-2.740	-2.958	-3.200
Chi phí quản lí DN	-1.475	-2.570	-1.985	-1.794
LN thuần HĐKD	**12.906**	**12.425**	**13.774**	**16.958**
Thu nhập tài chính	2.273	1.934	1.983	2.012
Chi phí tài chính	-587	-708	-725	-1.360
Trong đó, chi phí lãi vay	-340	-562	-725	-1.360
Lợi nhuận từ công ty LDLK	27	15	15	15
Thu nhập/(lỗ) ròng khác	20	0	0	815
LNTT	**14.640**	**13.667**	**15.048**	**18.439**
Thuế TNDN	-2.846	-2.733	-3.010	-3.688
LNST trước lợi ích CĐTS	**11.793**	**10.933**	**12.038**	**14.751**
Lợi ích CĐTS	-187	0	0	0
LNST sau lợi ích CĐTS, báo cáo	**11.606**	**10.933**	**12.038**	**14.751**
LNST sau lợi ích CĐTS, cốt lõi (1)	**11.676**	**11.893**	**12.358**	**14.000**
EBITDA	15.933	15.352	16.391	19.574
EPS báo cáo, VND	4.953	4.574	5.036	6.171
EPS cốt lõi, VND (1)	4.983	5.033	5.173	5.850
EPS pha loãng, VND	4.983	5.033	5.173	5.850
DPS, VND	6.000	3.000	5.000	5.000
DPS/EPS (%)	121,1%	65,6%	99,3%	81,0%
(1) Không bao gồm lợi nhuận bất thường				

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Doanh thu	-10,7%	8,8%	8,0%	8,2%
Lợi nhuận từ HĐKD	-27,5%	-3,7%	10,9%	23,1%
EPS báo cáo	-21,6%	-7,7%	10,1%	22,5%
EPS điều chỉnh (1)	-20,7%	1,0%	2,8%	13,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	18,8%	18,1%	17,7%	19,2%
Biên LN từ HĐKD %	14,3%	12,7%	13,0%	14,8%
Biên EBITDA %	17,7%	15,7%	15,5%	17,1%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	12,9%	11,2%	11,4%	12,9%
ROE %	18,8%	17,5%	19,0%	22,0%
ROA %	13,6%	12,4%	12,5%	13,4%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	19,7	19,8	19,8	19,8
Số ngày phải thu	50,9	51,0	47,4	47,4
Số ngày phải trả	35,7	35,8	35,7	35,7
TG luân chuyển tiền	34,9	35,1	31,6	31,6
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	4,2	4,1	4,2	4,0
CS thanh toán nhanh	3,9	3,8	3,9	3,8
CS thanh toán tiền mặt	0,4	1,8	2,0	1,9
Nợ/Tài sản	6,7%	11,2%	18,4%	24,3%
Nợ/Vốn sử dụng	8,3%	13,8%	22,2%	28,9%
Nợ/Vốn CSH	-54,5%	-51,0%	-42,9%	-27,9%
Khả năng thanh toán lãi vay	38,0	22,1	19,0	12,5

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	5.669	28.008	34.282	34.475
Đầu tư TC ngắn hạn	35.085	13.000	13.000	13.000
Các khoản phải thu	12.541	13.643	13.729	14.851
Hàng tồn kho	3.945	4.340	4.719	5.020
TS ngắn hạn khác	4.978	5.433	5.881	6.378
Tổng TS ngắn hạn	**62.218**	**64.424**	**71.611**	**73.723**
TS dài hạn (gộp)	65.896	67.657	78.070	91.491
- Khấu hao lũy kế	-44.552	-47.479	-50.095	-52.712
TS dài hạn (ròng)	21.345	20.178	27.975	38.779
Đầu tư TC dài hạn	398	398	398	398
TS dài hạn khác	3.794	3.794	3.794	3.794
Tổng TS dài hạn	**25.537**	**24.370**	**32.167**	**42.971**
Tổng Tài sản	**87.754**	**88.795**	**103.778**	**116.694**
Phải trả ngắn hạn	7.138	7.831	8.496	9.024
Nợ ngắn hạn	1.605	2.330	2.562	2.911
Nợ ngắn hạn khác	6.229	5.620	6.029	6.365
Tổng nợ ngắn hạn	**14.972**	**15.781**	**17.088**	**18.300**
Nợ dài hạn	4.271	7.595	16.507	25.419
Nợ dài hạn khác	3.213	3.213	3.213	3.213
Tổng nợ	**22.456**	**26.589**	**36.808**	**46.932**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	22.967	23.427	23.427	23.427
Share premium	0	0	0	Thặng
Treasury shares	0	0	0	Cổ
Lợi nhuận giữ lại	16.880	14.033	19.043	22.081
Vốn khác	24.201	23.496	23.250	23.003
Lợi ích CĐTS	1.250	1.250	1.250	1.250
Vốn chủ sở hữu	**65.299**	**62.206**	**66.970**	**69.762**
Tổng cộng nguồn vốn	**87.754**	**88.795**	**103.778**	**116.694**
Số CP lưu hành cuối năm, tr	2.296	2.320	2.343	2.343

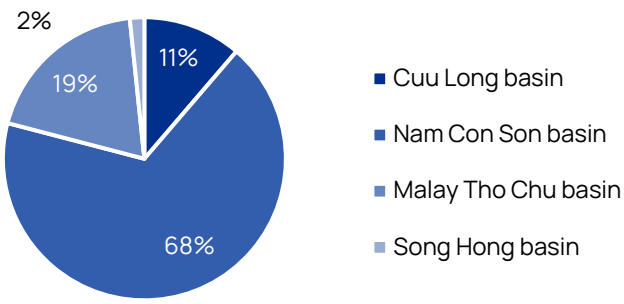
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	**10.549**	**5.669**	**28.008**	**34.282**
Lợi nhuận sau thuế	11.606	10.933	12.038	14.751
Khấu hao	3.027	2.927	2.617	2.617
Thay đổi vốn lưu động	1.310	-832	162	-1.056
Điều chỉnh khác	-2.116	-1.151	-261	-261
Tiền từ hoạt động KD	**13.827**	**11.877**	**14.556**	**16.051**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.841	-1.761	-10.413	-13.421
Đầu tư, ròng	-9.407	22.100	15	15
Tiền từ HĐ đầu tư	**-11.249**	**20.339**	**-10.398**	**-13.406**
Cổ tức đã trả	-7.120	-13.780	-7.028	-11.713
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.076	415	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	-2.419	3.635	9.144	9.261
Tiền từ các hoạt động TC khác	5	-146	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**-7.459**	**-9.877**	**2.116**	**-2.452**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-4.880**	**22.339**	**6.274**	**192**
Tiền cuối năm	**5.669**	**28.008**	**34.282**	**34.475**

Nguồn: GAS, Vietcap

Phụ lục

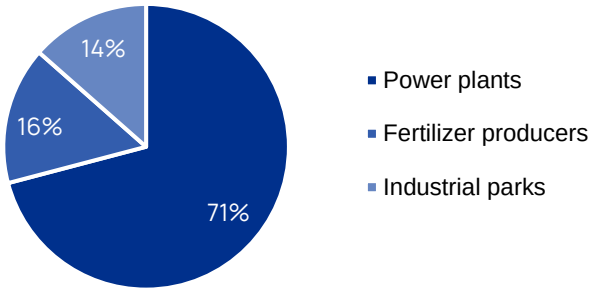
Phụ lục 1: Cơ chế giá khí đầu vào, đầu ra

Hình 16: Cơ cấu đầu vào của GAS



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

Hình 17: Cơ cấu đầu ra của GAS



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

Cơ chế định giá khí

Giá đầu vào: Cửu Long (giá cố định); Nam Côn Sơn (khoảng 80% là giá cố định, 20% dựa vào giá dầu nhiên liệu); Mã Lai Thổ Chu (giá cước vận chuyển, 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 trên bao tiêu trên là 46% giá dầu dầu nhiên liệu trung bình (MFO – gồm trung bình của dầu nhiên liệu lưu huỳnh cao và dầu nhiên liệu 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 dưới bao tiêu 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 dầu nhiên liệu). 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 khoảng 80-90% giá LPG/dầu nhiên liệu, sau đó PGD và CNG bán cho người dùng cuối với giá khoảng 90%-95% giá LPG/dầu nhiên liệu.

Hình 18: Mối quan hệ giữa giá dầu Brent, giá dầu nhiên liệu và giá khí (USD/triệu BTU)

Tỷ đồng	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Giá dầu thô Brent (USD/thùng)*	71	64	43	71	99	82	80	78	75	75
Giá MFO (USD/tấn)*	399	361	245	399	502	450	465	430	400	400
Giá LPG (USD/tấn)*	543	438	400	639	736	573	589	598	637	637
Giá MFO (USD/triệu BTU)**	9,8	8,9	6,0	9,8	12,4	11,1	11,5	10,6	9,9	9,9
Giá khí đầu ra cho các nhà máy điện***	6,1	6,1	5,8	7,2	9,1	9,1	9,5	11,0	11,2	12,1
Giá khí đầu ra cho các KCN*** (80%-90% giá LPG)	11,2	10,3	9,7	10,5	12,3	11,6	11,9	12,4	12,9	12,9

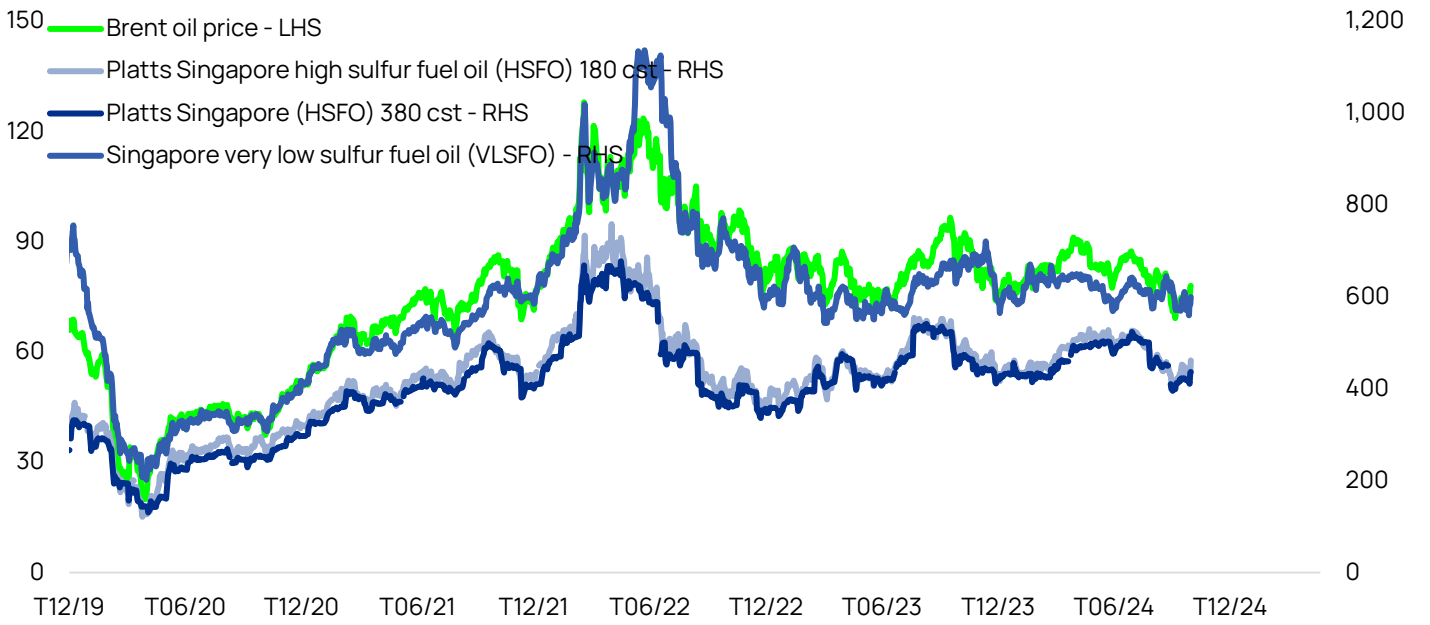
Nguồn: GAS, Vietcap (* giá trung bình; ** 1 tấn = 40,6 triệu BTU; *** bao gồm giá cước vận chuyển).

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

Hình 19: Giá dầu Brent (USD/thùng) so với giá dầu nhiên liệu (USD/tấn)



Nguồn: FiinPro, Vietcap (số liệu tính đến ngày 04/10/2024)

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 dầu nhiên liệu giảm mạnh do dự báo 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 dầu nhiên liệu phục hồi và dầu nhiên liệu lại có mối tương quan đồng biến 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 dầu nhiên liệu cho thấy mối tương quan đồng biến với giá dầu Brent. Trong tương lai, chúng tôi kỳ vọng tác động của IMO đối với giá HSFO sẽ ở mức thấp do tỷ lệ đội tàu toàn cầu được trang bị máy lọc khí dự kiến sẽ tăng lên 24% vào năm 2023, theo Clarksons Research – nhà cung cấp dữ liệu trong ngành vận tải và thương mại.

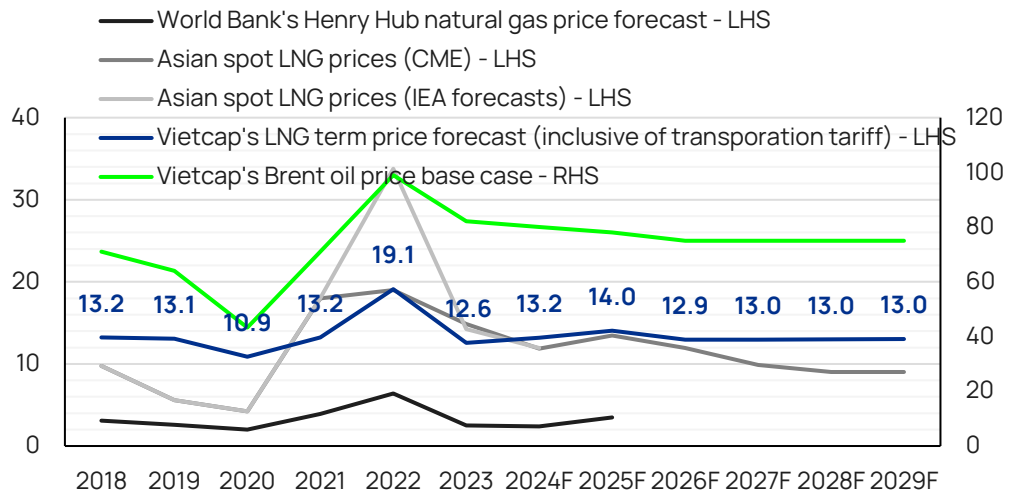
Vào năm 2023, giá dầu nhiên liệu (-11% YoY) cao hơn giá dầu Brent (-17% YoY) chủ yếu do biên lợi nhuận lọc dầu dầu nhiên liệu khả quan, nhờ nhu cầu trong nước phục hồi và nguyên liệu thô giảm giá cũng như việc Trung Quốc chuyển sang sử dụng dầu nhiên liệu (so với dầu thô và hỗn hợp bitum thông thường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

Trong 9 tháng đầu năm 2024, giá dầu nhiên liệu (+4,5% YoY) cao hơn giá dầu Brent (-0,4% YoY). Chúng tôi cho rằng giá dầu nhiên liệu có diễn biến vượt trội hơn do công suất lọc dầu của Nga thấp hơn trong bối cảnh xung đột với Ukraine. Ngoài ra, vào cuối năm 2023, Trung Quốc đã tăng hạn ngạch nhập khẩu dầu nhiên liệu năm 2024 lên 20 triệu tấn so với mức 19,2 triệu tấn vào năm 2023. Chúng tôi giả định rằng các giai đoạn giá dầu nhiên liệu cao hơn và thấp hơn so với giá dầu Brent thường bù trừ lẫn nhau, dẫn đến sự biến động cùng chiều trong dài hạn.

Phụ lục 3: Giá LNG nhập khẩu vẫn cạnh tranh với giá của các mỏ khí mới tại Việt Nam

Vui lòng xem thêm dự báo chi tiết trong Báo cáo Cập nhật Ngành Dầu khí - Tháng 10 của chúng tôi.

Hình 20: Dự báo giá dầu Brent (USD/thùng) so với dự báo giá LNG quốc tế (USD/triệu BTU)

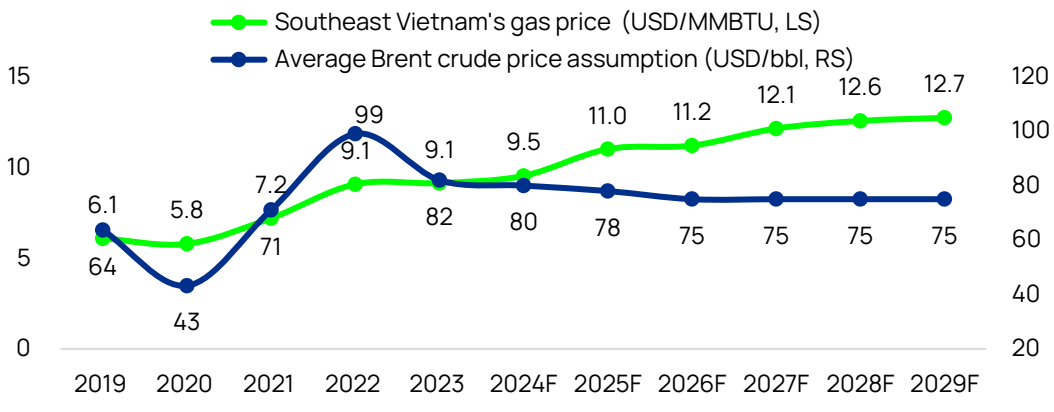


Nguồn: Ngân hàng Thế giới, IEA, CME, Vietcap. Ghi chú: Dự báo giá LNG (hợp đồng có thời hạn) của Vietcap được tính dựa trên 13% giá dầu Brent + thuế trong giai đoạn 2026-2028, theo các doanh nghiệp trong ngành. Dự báo của Ngân hàng Thế giới tính đến tháng 4/2024 và dự báo của IEA tính đến tháng 7/2024.

Phụ lục 4: Giá khí cho nhà máy điện

Chúng tôi duy trì triển vọng giá khí đối với các nhà máy điện sẽ tăng, do nguồn cung khí chi phí thấp trong nước cạn kiệt. Chúng tôi ước tính giá khí trung bình cho các nhà máy điện sẽ tăng 4% YoY trong năm 2024. Chúng tôi dự báo mức giá này sẽ tăng 16% YoY lên 11 USD/triệu BTU trong năm 2025 và tăng thêm trong những năm tiếp theo lên 12,6 USD/triệu BTU trong năm 2028. Cụ thể, đóng góp của nguồn khí chi phí thấp trong nước (khoảng 5-7 USD/triệu BTU) trong tổng nguồn cung dự kiến giảm đáng kể, từ 66% trong năm 2019 xuống 20% trong năm 2024 và chỉ còn 5% trong năm 2028. Tương tự, nguồn khí chi phí cao hơn trong nước (khoảng 7-15 USD/triệu BTU) sẽ giảm từ 71% trong năm 2024 xuống 30% trong năm 2028. Sự thiếu hụt trong nguồn cung trong nước này sẽ ngày càng được bù đắp bởi LNG nhập khẩu (khoảng 12-14 USD/triệu BTU), dự kiến tăng từ 9% trong năm 2024 lên 65% trong năm 2028, qua đó dẫn đến chi phí tăng.

Hình 21: Triển vọng giá khí cho các nhà máy điện



Nguồn: GAS, Vietcap

Phụ lục 5: Tóm tắt dự án trong dài hạn

Hình 22: Triển vọng vốn đầu tư XDCB của GAS

Dự án	Vốn đầu tư XDCB (tr USD)	Công suất	Lịch trình của chính phủ	Đi vào hoạt động (Vietcap ước tính)	Lãi suất kinh tế (%)
Các dự án được đưa vào dự báo của chúng tôi					
Đường ống khí Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2	350	7 tỷ m3/năm	2026	2027	100%
Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 1	286	1 triệu TPA	2015-2022	2024	100%
Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 2	200	3 triệu TPA	2023-2024	2027	100%
Kho cảng LNG Thị Vải - Giai đoạn 3	200	6 triệu TPA	N/A	2029	100%
Đường ống khí Lô B – Ô Môn *	663	7 m3/năm	2017-2021	2028	51%
Kho cảng LNG Sơn Mỹ - Giai đoạn 1	810	3,6 triệu TPA	2027-2029	2027	61%
Kho cảng LNG Sơn Mỹ - Giai đoạn 2	540	2,4 triệu TPA	2027-2029	2029	61%
Tổng vốn đầu tư XDCB của các dự án được đưa vào dự báo của chúng tôi	***3.049***				
Các dự án hiện chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi					
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
Tổng vốn đầu tư XDCB của các dự án chưa được đưa vào dự báo của chúng tôi	***700***				
Tổng đầu tư vốn XDCB	**3.749**				

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

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
Doanh thu	5.350	6.859	6.996	8.860	10.795
% doanh thu của GAS	*5,5%*	*6,5%*	*6,1%*	*6,9%*	*6,1%*
Lợi nhuận ròng	2.455	3.345	3.728	5.381	6.832
% lợi nhuận ròng của GAS	*22,5%*	*27,8%*	*25,3%*	*32,7%*	*31,6%*

Nguồn: Vietcap

Trong năm 2023, GAS nhập khẩu 1 lô LNG với giá tốt (9,46 USD/triệu BTU) để chạy thử nghiệm cho kho 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 mà GAS sở hữu 50,5% cổ phần – giá đầu vào đã chuyển từ 100% giá khí trong nước sang 10% giá 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 giá dầu nhiên liệu. 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 mà GAS sở hữu 56% cổ phần, 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.

Trong nửa đầu năm 2024, GAS đã nhập khẩu 359 triệu m3 (khoảng 260.000 tấn LNG), hoàn thành 94% dự báo cả năm của chúng tôi và phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Điều này chủ yếu là để cung cấp cho các nhà máy điện chạy bằng LNG (Phú Mỹ 3 – bắt đầu đốt LNG vào ngày 11/04) cũng như các khu công nghiệp. Chúng tôi tin rằng không cần huy động điện LNG trong quý 3 (do EVN thường huy động thủy điện trong mùa mưa) và lượng huy động điện LNG hạn chế trong quý 4.

Hình 24: Đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ kho cảng LNG Thị Vải

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Doanh thu	319	801	1.594	3.982	5.206	6.832	7.918	10.551	11.271	11.497	11.727
% doanh thu của GAS	*0,3%*	*0,8%*	*1,4%*	*3,1%*	*3,0%*	*3,4%*	*3,5%*	*4,1%*	*4,2%*	*4,3%*	*4,3%*
Lợi nhuận ròng	-622	-89	555	2.106	3.152	4.275	5.241	7.470	7.213	7.421	7.633
% Lợi nhuận ròng của GAS	*-5,7%*	*-0,7%*	*3,8%*	*12,8%*	*14,6%*	*18,2%*	*19,8%*	*24,9%*	*22,4%*	*22,5%*	*22,0%*

Nguồn: Vietcap

Vào 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.

Kho cảng LNG Sơn Mỹ (tổng vốn đầu tư XDCB đạt 1,4 tỷ USD) đang được phát triển bởi Son My 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 triệu TPA), Giai đoạn 2 (tổng công suất 6 triệu TPA) và Giai đoạn 3 (tổng công suất 10 triệu TPA).

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). 2 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.

Trong quý 2/2024, GAS đã trình nghiên cứu khả thi cho LNG Sơn Mỹ lên Bộ Công Thương, hỗ trợ dự báo của chúng tôi đối với ngày vận hành thương mại trong năm 2028.

Hình 25: Đóng góp doanh thu và lợi nhuận từ kho cảng LNG Sơn Mỹ

Tỷ đồng	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F
Doanh thu	4.041	5.191	7.280	8.815	8.992	9.171	9.355
% doanh thu của GAS	*2,3%*	*2,6%*	*3,2%*	*3,4%*	*3,3%*	*3,4%*	*3,5%*
Lợi nhuận ròng	844	1.389	2.580	3.191	3.350	3.511	3.674
% Lợi nhuận ròng của GAS	*3,9%*	*5,9%*	*9,8%*	*10,6%*	*10,4%*	*10,6%*	*10,6%*

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
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	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 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
- 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 Đoan 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
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

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.