

Ngành : Dầu khí (Báo cáo gần nhất: [Link](#))

Khuyến nghị

MUA

Tổng Công Ty Khí Việt Nam - CTCP (HSX: GAS)
Tiềm năng LNG trong dài hạn

Giá hiện tại:	103,300	Ngày viết báo cáo:	12/01/2022	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	109,400	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,914	VIETNAM OIL & GAS GR	95.8%
Giá mục tiêu mới:	130,000	Vốn hóa (tỷ đồng)	166,322	SUMITOMO MITSUI FINANCE	0.13%
Tỷ suất cổ tức	-	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	825,378	MIRAE ASSET GLOBAL	0.11%
Tiềm năng tăng giá	26%	Sở hữu nước ngoài	3.12%	DAIWA SECURITY GROUP	0.11%

Chuyên viên phân tích ngành:

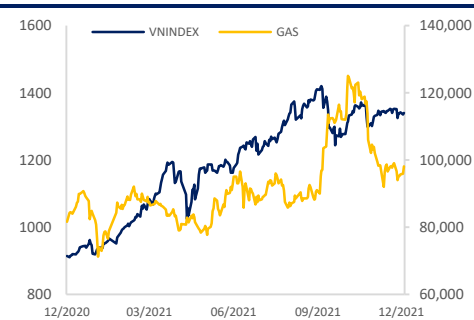
Dương Quang Minh
(Dầu khí, Phân bón)
minhdq@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

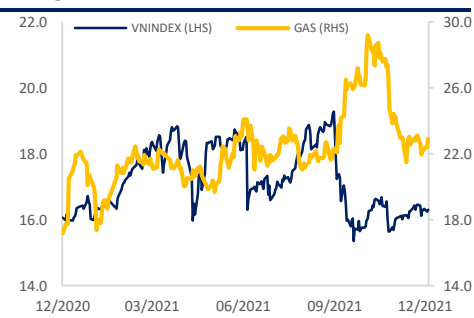
Lê Quốc Trung
trunglq@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 118,900 VND
Giá cắt lỗ: 101,000 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E CP và VN index



Định giá

- Chúng tôi tiếp tục giữ khuyến nghị **MUA** với giá mục tiêu năm 2022 là **130,000 VND/CP** (+26% so với giá đóng cửa ngày 11/01/2022), tương đương với mức P/E mục tiêu 25x.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC dự báo **DTT** và **LNST** của **GAS** năm 2022 lần lượt đạt **92,778 tỷ VND (+16% yoy)** và **9,863 tỷ VND (+18% yoy)**, **EPS FW = 5,050 VND/CP** với giả định (1) Giá dầu trung bình năm 2022 đạt 80 USD/thùng (+10% yoy); (2) Mỏ Sư Tử Trắng GĐ 2A sản lượng đạt 500 triệu m3 khí; và (3) Sản lượng khí khô đạt 8.6 tỷ m2 (18% yoy), mảng LPG đạt 2.1 triệu tấn (+6% yoy).

Quan điểm đầu tư

- Giá dầu năm 2022 duy trì quanh mức 80 USD/thùng giúp cải thiện lợi nhuận của GAS.
- Sản lượng khí được cải thiện nhờ nhu cầu huy động khí tăng trở lại từ các nhà máy điện.
- Mảng LNG là động lực tăng trưởng dài hạn, giúp CP GAS được đánh giá lại.

Rủi ro

- Sản lượng khí khô và giá nhiên liệu thấp hơn ước tính.
- Các dự án mỏ khí trọng điểm bị chậm tiến độ.

Cập nhật doanh nghiệp

- Trong quý 4/2021 doanh thu của GAS ước tính đạt gần 21,185 tỷ VND (+36% yoy) và LNTT đạt 1,846 tỷ VND (-12% yoy).Ước tính cả năm 2021, doanh thu của GAS đạt khoảng 80,000 tỷ VND (+25% yoy), và LNST đạt khoảng 8,380 tỷ VND (+5% yoy), hoàn thành 119% kế hoạch.
- Dự án LNG Thị Vải thi công đúng tiến độ, dự kiến hoàn thành vào Q4/2022.

	2020	2021E	Peer	VN-Index
PE (x)	18.2	20.5	16.9	17.2
PB (x)	3.4	3.6	3.2	2.7
PS (x)	2.6	2.3	1.7	2.2
ROE (%)	16.0	18.5	15.0	16.1
ROA (%)	12.6	14.2	7.0	2.6
EV/ EBITDA (x)	12.9	18.1	9.5	16.1

	2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu	75,005	64,135	79,862	92,778
Lợi nhuận gộp	16,919	11,406	13,042	15,524
NPATMI	11,902	7,855	8,212	9,666
EPS	6,142	4,028	4,291	5,050
Tăng trưởng EPS	4%	-34%	5%	18%
Nợ ròng/ VCSH	25%	28%	33%	37%

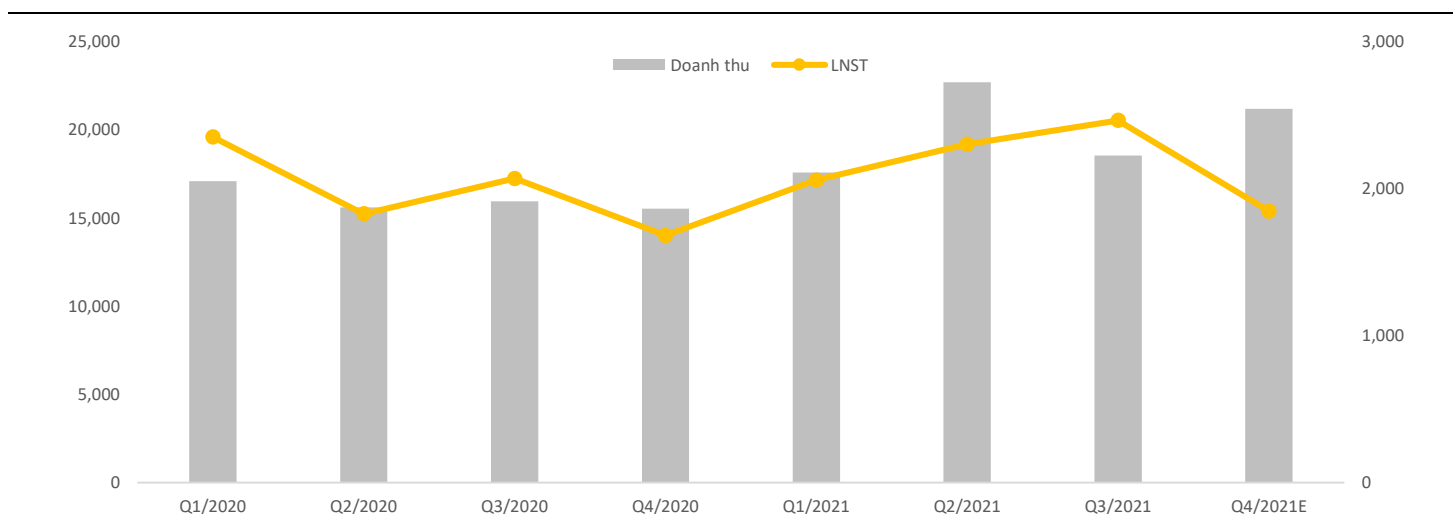
CẬP NHẬT SƠ BỘ KẾT QUẢ KINH DOANH QUÝ 4/2021

Theo cập nhật từ lãnh đạo PVS, ước tính trong cả năm 2021, doanh thu của Công ty đạt khoảng 80,000 tỷ VND (+25% yoy), và LNST đạt khoảng 8,380 tỷ VND (+5% yoy), hoàn thành 114% kế hoạch doanh thu và 119% kế hoạch về lợi nhuận. Trong đó:

- Sản lượng khí khô phân phối đạt 7,094 triệu m³ (-18.3% yoy)
- Sản lượng LPG phân phối đạt 1,976 triệu tấn (+0.7% yoy)
- Sản lượng condensate đạt 61.2 nghìn tấn (+5.5% yoy)

Doanh thu của GAS tăng trưởng mạnh nhờ giá dầu nhiên liệu (+70% yoy) tăng mạnh so với năm trước. Tuy nhiên, làn sóng dịch bệnh Covid-19 bùng phát lần thứ 4 đã gây tác động tiêu cực đến GAS trong giai đoạn cuối năm 2021. Trong đó, huy động khí của khách hàng EVN giảm mạnh chỉ còn bằng 76% so với cùng kỳ năm trước và bằng 68% kế hoạch của Petrovietnam. Nhu cầu khí, LPG của các hộ công nghiệp, thị trường trong nước có thời điểm giảm 35-40% đối với LPG và 25-30% đối với KTA, CNG.

Hình 1: Kết quả kinh doanh của GAS theo từng quý (tỷ VND)

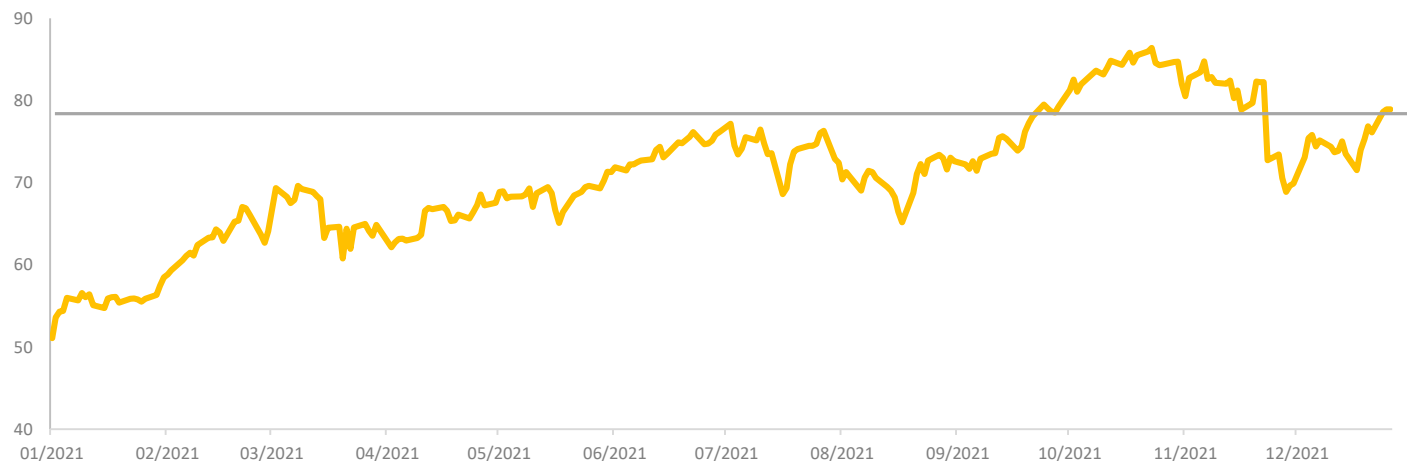


Nguồn: GAS, BSC Research

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Giá dầu (Brent) duy trì quanh mức 78 USD/thùng trong giai đoạn cuối năm 2021. Sau khi tạo đỉnh 85 USD/thùng, giá dầu mỏ đã chứng kiến một nhịp điều chỉnh tương đối mạnh, và có thời điểm thủng mốc 70 USD/thùng, trước khi hồi phục trở lại vào giai đoạn cuối năm. Nguyên nhân chính là do dịch bệnh diễn biến phức tạp với biến thể mới Omicron đã làm số ca lây nhiễm tăng mạnh, khiến kỳ vọng về nhu cầu nhiên liệu giảm xuống và làm hạ nhiệt giá dầu trong giai đoạn cuối năm.

Hình 1: Giá dầu Brent hồi phục mạnh trong năm 2021

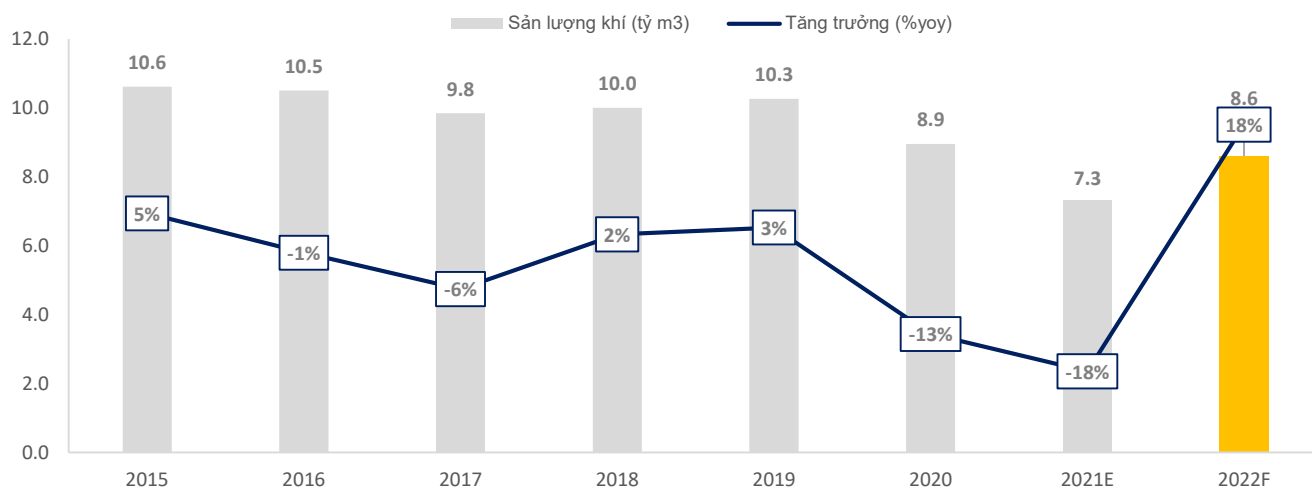


Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Tuy nhiên, **giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao nhờ nhu cầu được cải thiện.** Trong những diễn biến mới nhất, nhóm OPEC giữ nguyên dự báo nhu cầu năm 2022, với quan điểm nhu cầu dầu sẽ tăng trên toàn thế giới, dẫn đầu bởi các quốc gia Trung Quốc, Ấn Độ và Mỹ. Bên cạnh đó, Cơ quan năng lượng quốc tế cũng đưa ra dự báo nhu cầu dầu trên toàn cầu sẽ tăng thêm 3.3 triệu thùng/ngày vào năm 2022, khi các tác động của đại dịch được kiểm soát. BSC đánh giá, triển vọng khả quan của giá dầu sẽ tác động tích cực lên các mảng hoạt động chính của GAS như mảng khí khô và mảng LPG (tham khảo [Báo cáo gần nhất](#))

Sản lượng khí ẩm dự kiến tăng 18% yoy năm 2022, nhờ nhu cầu sử dụng khí tăng trở lại từ các nhà máy điện. Sau khi dịch bệnh được kiểm soát và các hoạt động sản xuất được khôi phục trở lại, nhu cầu sử dụng điện công nghiệp dự kiến sẽ tăng từ 5-10%. BSC dự báo, sản lượng khí ẩm khai thác của GAS trong năm 2022 sẽ đạt 8.6 tỷ m3 (+18% yoy) nhờ vào (1) Nhu cầu huy động khí phục hồi, và (2) sản lượng khí được bổ sung từ các dự án mới như mỏ Sư tử trắng giai đoạn 2A (bắt đầu khai thác từ quý 2/2021) và kho cảng LNG Thị Vải (dự kiến đi vào hoạt động từ nửa cuối 2022).

Hình 3: Sản lượng khí ẩm dự kiến được cải thiện kể từ năm 2022



Nguồn: GAS, BSC Research

GAS đang tích cực triển khai các dự án LNG. Tổng giá trị giải ngân cho công tác đầu tư xây dựng 9T2021 của GAS đạt 3.992 tỷ VND, đạt 101% kế hoạch (nếu không tính dự án đường ống khí Lô B-Ô Môn do PVN điều hành). Về tiến độ, dự án kho chứa LNG 1 triệu tấn tại Thị Vải đã hoàn thiện thi công và nâng mái bồn chứa, dự kiến hoàn thành vào Q4/2022 theo đúng tiến độ đề ra. Bên cạnh đó, GAS đã ký kết thỏa thuận thành lập liên doanh dự án kho cảng LNG Sơn Mỹ với AES, với công suất kho cảng giai đoạn 1 là 3.6 triệu tấn/năm và dự kiến được đưa vào hoạt động từ cuối năm 2025.

Màng LNG là động lực tăng trưởng trong dài hạn của GAS. Theo Quy hoạch điện VIII, công suất điện sản xuất bằng LNG sẽ tăng lên 18.5GW vào năm 2030 từ mức con số 0 hiện nay. (Một số dự án LNG ở Việt Nam giai đoạn 2021 – 2035, tham khảo [Báo cáo gần nhất](#)). Với vị thế đầu ngành về xử lý, lưu trữ và phân phối khí, BSC đánh giá GAS sẽ được hưởng lợi mạnh mẽ từ xu hướng phát triển LNG trong trung hạn và dài hạn.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

BSC dự phóng DTT và LNST năm 2022 của GAS lần lượt đạt **92,778 tỷ VND (+16% yoy)** và **9,863 tỷ VND (+18% yoy)**, tương đương EPS FW = **5,050 VND/CP** dựa trên các giả định:

- Giá dầu Brent trung bình năm 2022 là 80 USD/thùng (+10% yoy).
- Mỏ Sư Tử Trắng GĐ 2A sản lượng đạt 500 triệu m3 khí
- GAS sản xuất và phân phối 8.6 tỷ m2 khí khô (+18% yoy), 2.1 triệu tấn LPG (+6% yoy) và 62 nghìn tấn condensate (+2% yoy)

Chúng tôi kỳ vọng KQKD khả quan của GAS trong năm 2022 nhờ (1) giá dầu thế giới duy trì ở mức cao và (2) sản lượng khí phục hồi do nhu cầu huy động của các khu công nghiệp và các nhà máy điện tăng trở lại sau khi dịch bệnh được kiểm soát. Trong trung và dài hạn, chúng tôi tin rằng GAS là điểm sáng khi trở thành nhà cung cấp LNG lớn nhất kể từ năm 2022.

Bảng 1: Dự phóng KQKD của GAS

Đv: Tỷ VND	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	64,135	79,862	92,778
Lợi nhuận gộp	11,406	13,042	15,524
<i>Biên LN gộp</i>	18%	16%	17%
CP bán hàng	-1,943	-2,178	-2,694
CP QLDN	-769	-858	-997
EBIT	8,682	10,001	11,834
DT tài chính	1,451	806	1,028
CP tài chính	-169	-359	-556
Thu nhập khác	14	28	23
LNTT	9,978	10,475	12,329
LNST	7,972	8,380	9,863
<i>Biên LNST</i>	12%	10%	11%
EPS	4,028	4,291	5,050

Nguồn: GAS, BSC Research

ĐỊNH GIÁ VÀ KHUYẾN NGHỊ

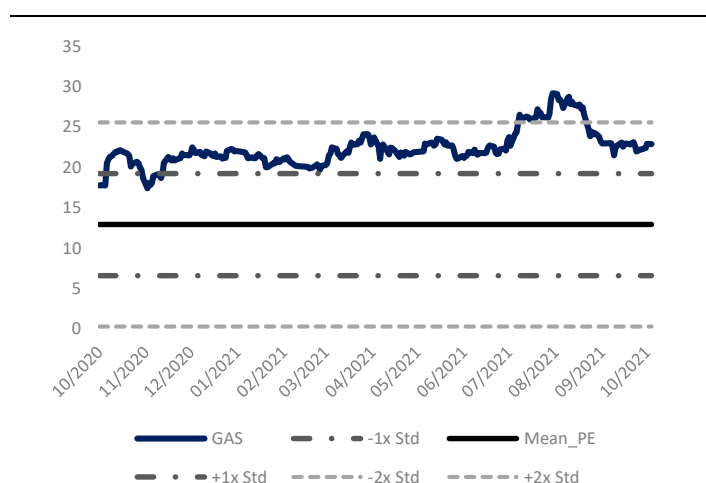
BSC duy trì khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS với giá trị hợp lý năm 2022 là **130,000 VND/CP** (upside 26% so với giá đóng cửa ngày 11/01/2022 là 103,300 VND/CP), tương đương với mức P/E mục tiêu 25x, với kịch bản cơ sở giá dầu trung bình 2022 đạt 80 USD/thùng. Chúng tôi vẫn lạc quan về triển vọng của GAS trong những năm tới nhờ vào vị thế đầu ngành trong việc xử lý, phân phối khí mỏ, xu hướng hồi phục của giá dầu, và triển vọng mảng LNG trong dài hạn. Rủi ro giảm giá đến từ giá dầu thấp hơn dự kiến và sự chậm trễ trong việc phát triển các mỏ khí trọng điểm.

Bảng 2: Kịch bản giá dầu & định giá

Giá dầu Brent năm 2022	70	75	80	85	90
Giá mục tiêu	117,000	122,000	130,000	138,000	143,000
Upside (%)	13.3%	18.1%	25.8%	33.6%	38.4%

Nguồn: BSC Research

Stock PE

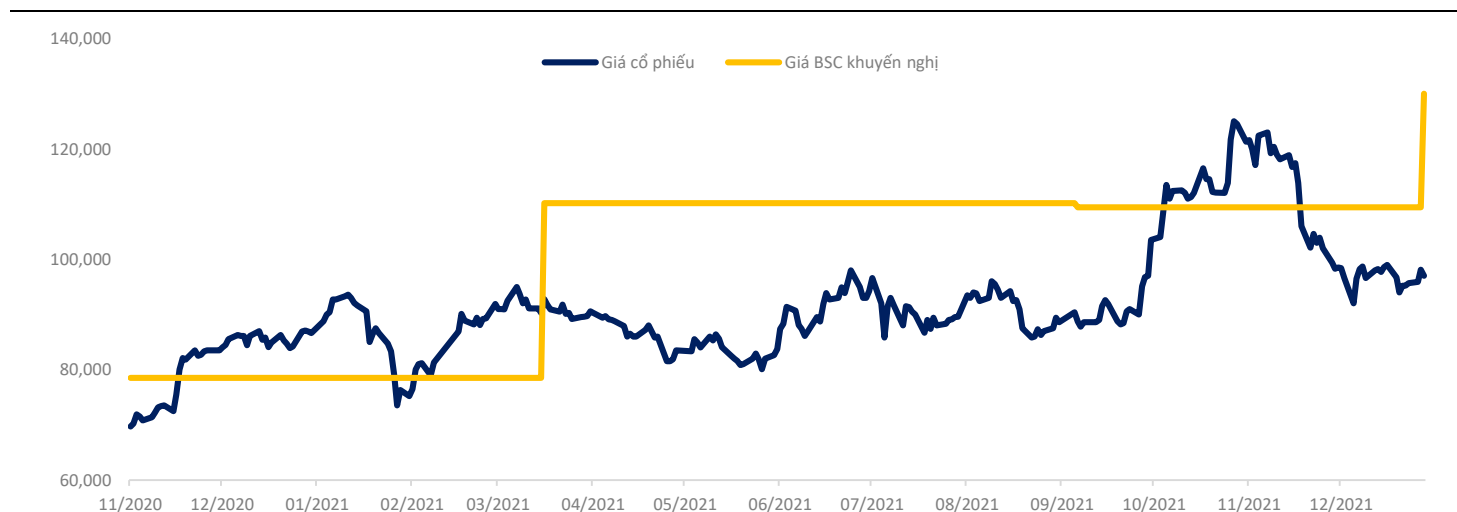


Stock PB



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Biến động giá cổ phiếu so với khuyến nghị



Nguồn: GAS, BSC Research

PHỤ LỤC

	2019	2020	2021E	2022F		2019	2020	2021E	2022F
Doanh thu thuần	75,005	64,135	79,862	92,778	(LỖ)/LNTT	15,068	9,978	10,475	12,329
Giá vốn hàng bán	-58,087	-52,729	-66,145	-77,254	Khấu hao	2,566	2,406	2,583	2,788
Lợi nhuận gộp	16,919	11,406	13,042	15,524	Thay đổi VLĐ	-4,511	-4,939	-3,994	-4,443
Chi phí bán hàng	-2,394	-1,943	-2,178	-2,694	Điều chỉnh khác	-443	-114	193	128
Chi phí QLDN	-875	-769	-858	-997	LCTT từ HĐ KD	12,681	7,330	9,257	10,801
Lãi/lỗ HĐKD	13,649	8,694	10,006	11,834	Tiền chi mua TSCĐ	-2,690	-4,174	-2,396	-5,567
Doanh thu tài chính	1,665	1,451	806	1,028	Tiền từ đầu tư khác	-3,504	4,246	-1,211	281
Chi phí tài chính	-241	-169	-359	-556	LCTT từ HĐ Đầu tư	-4,722	99	-3,607	-5,286
Chi phí lãi vay	-198	-101	-276	-371	Tiền chi trả cổ tức	-8,230	-6,850	-5,742	-6,699
Lợi nhuận từ CTLD/LK	-1	-11	-5	0	Vay ròng	-1,950	182	2,544	651
Lãi/lỗ khác	-4	14	28	23	Tiền thu khác	0	0	0	0
Lợi nhuận trước thuế	15,068	9,978	10,475	12,329	LCTT từ HĐ Tài chính	-10,188	-6,668	-3,198	-6,048
Thuế thu nhập DN	-2,983	-2,037	-2,095	-2,466	Dòng tiền đầu kỳ	6,706	4,476	5,237	7,689
LN sau thuế	12,086	7,972	8,380	9,863	Tiền trong kì	-2,229	761	2,452	-533
CĐTS	183	117	168	197	Dòng tiền cuối kỳ	4,476	5,237	7,689	7,157
LNST - CĐTS	11,902	7,855	8,212	9,666					
EBITDA	10,957	5,991	7,066	8,804					
EPS	6,142	4,028	4,291	5,050					

	2019	2020	2021E	2022F		2019	2020	2021E	2022F
Tiền và tương đương tiền	4,476	5,237	7,689	7,157	KN thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	24,915	21,613	24,435	25,846	Hổ TT ngắn hạn	3.33	2.88	2.66	2.44
Phải thu ngắn hạn	10,359	10,239	10,890	12,609	Hổ TT nhanh	3.20	2.76	2.53	2.31
Tồn kho	1,575	1,663	2,210	2,548	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn khác	491	720	571	677	Hổ Nợ/TTS	20%	22%	25%	27%
TS ngắn hạn	41,815	39,472	45,796	48,837	Hổ Nợ/VCSH	25%	28%	33%	37%
TS hữu hình	48,514	54,739	54,928	55,852	Năng lực hoạt động				
Khấu hao	-33,076	-35,404	-38,307	-41,303	Số ngày HTK	11.51	11.68	11.12	11.71
TS dở dang dài hạn	3,021	2,303	4,482	9,095	Số ngày phải thu	22.68	29.21	24.96	23.77
Đầu tư dài hạn	405	379	417	459	Số ngày phải trả	14.48	15.86	14.42	14.72
TS dài hạn khác	937	1,096	1,151	1,208	CCC	19.72	25.02	21.66	20.77
TS dài hạn	20,363	23,736	23,321	25,995	Tỉ suất lợi nhuận				
Tổng TS	62,179	63,208	69,116	74,832	Lợi nhuận gộp	23%	18%	16%	17%
Phải trả ngắn hạn	1,914	2,677	2,595	3,662	Lợi nhuận LNST	16%	12%	10%	11%
Vay ngắn hạn	1,341	1,017	1,597	1,856	ROE	24%	16%	16%	18%
Nợ ngắn hạn khác	6,710	6,055	7,131	8,036	ROA	19%	13%	12%	13%
Tổng Nợ ngắn hạn	9,964	9,749	11,324	13,553	Định Giá				
Vay dài hạn	1,456	1,964	3,928	4,321	PE	15.1	21.1	22.6	19.2
Nợ dài hạn khác	939	1,803	1,978	2,170	PB	3.6	3.4	3.5	3.5
Tổng Nợ dài hạn	2,600	3,960	5,906	6,491	Tăng trưởng				
Tổng Nợ	12,564	13,709	17,229	20,044	Tăng trưởng DTT	-1%	-14%	25%	16%
Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140	Tăng trưởng EBIT	-1%	-36%	15%	18%
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	Tăng trưởng LNTT	4%	-34%	5%	18%
LN chưa phân phối	10,109	10,029	11,997	14,405	Tăng trưởng EPS	4%	-34%	5%	18%
Vốn chủ khác	19,258	19,267	19,519	19,815					
Cổ đông thiểu số	1,108	1,064	1,232	1,429					
Tổng Vốn chủ sở hữu	49,615	49,500	51,887	54,788					
Tổng nguồn vốn	62,179	63,208	69,116	74,832					
Số CP lưu hành (triệu)	1,914	1,914	1,914	1,914					

Nguồn: GAS, BSC Research

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

