

Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP - GAS

Trung lập (Từ Khả quan)

Hàng tiện ích

Giá hiện tại	VND77.800
Cao nhất/thấp nhất 52 tuần	VND91.663/VND73.908
Giá mục tiêu	VND83.500
Giá mục tiêu trước đó	VND98.300
Consensus	-13,6%
Tiềm năng tăng giá	7,0%
Tỷ suất cổ tức	3,8%
Tổng tỷ suất sinh lời	10,8%

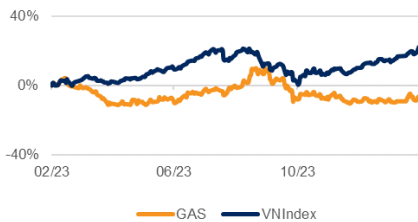
Triển vọng	Trung lập
Định giá	Trung lập
Phân tích kỹ thuật	Khả quan

Thị giá vốn (tr USD)	7.454,2
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	2,7
Sở hữu NN (tr USD)	3.471,5
Số CP lưu hành (tr)	2.296,7
Số CP sau pha loãng (tr)	2.296,7

	GAS	Ngành	VNI
P/E trượt	15,0	12,0	14,7
P/B hiện tại	2,7	1,9	1,8
ROA	13,6%	7,4%	2,0%
ROE	18,7%	15,1%	12,1%

*dữ liệu ngày 04/03/2024

Diễn biến giá



Hiệu suất (%)	1T	3T	12T
GAS	2,8	-0,1	-8,2
VNIndex	-4,5	-14,3	-29,1

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam Group	95,8%
Khác	4,2%

Tổng quan doanh nghiệp

CTCP Khí Việt Nam (GAS) hiện là công ty duy nhất cung cấp khí thiên nhiên cho tiêu dùng trong nước thông qua 5 hệ thống đường ống tại Việt Nam, đặc biệt là sản xuất điện và sản xuất phân bón. GAS là công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực phân phối LPG với khoảng 65% thị phần. Tương tự, GAS cũng là doanh nghiệp đầu tiên đủ điều kiện phân phối LNG tại Việt Nam với kho cảng LNG Thị Vải đi vào hoạt động vào năm 2023.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Thị Thanh Hằng

Hang.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Khó khăn trong ngắn hạn do sản lượng khí sụt giảm

- Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập với tiềm năng tăng giá 7,0% và tỷ suất cổ tức 3,8%. Chúng tôi giảm giá mục tiêu xuống 15,0% trong khi giá cổ phiếu đã tăng 3,3% kể từ báo cáo gần nhất của chúng tôi
- Nguyên nhân chính khiến giá mục tiêu giảm là do điều chỉnh dự phóng EPS giai đoạn 2024-25, chủ yếu do giả định về sản lượng bán khí thấp hơn.
- P/E trượt 12T hiện đang ở mức 15,0x phù hợp với triển vọng của công ty.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng năm 2023 giảm 21,6% svck, chủ yếu do giá dầu giảm từ mức cao của năm 2022 và tỷ trọng đóng góp của khí khô sụt giảm.
- Thu nhập tài chính ròng đóng góp 12% vào LN trước thuế. Tiền mặt ròng 34.800 tỷ đồng vào thời điểm cuối năm 2023 sẽ tiếp tục hỗ trợ LN trong các quý tới.
- Chúng tôi dự phóng sản lượng khí bán ra sẽ giảm 10% svck trong năm 2024 sau đó tăng trở lại 9% svck trong năm 2025 với mức tăng trưởng LN lần lượt là -4,5%/4,7% svck.

Luận điểm đầu tư

Giá dầu tiếp tục tăng hỗ trợ doanh thu của GAS

DT của GAS chủ yếu đến từ mảng khí khô và LPG với giá bán phụ thuộc vào giá dầu thô thế giới, do đó ảnh hưởng đến biên LN gộp của công ty. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ tăng nhẹ vào năm 2024, trung bình khoảng 83 USD/thùng. EIA dự báo giá dầu trung bình năm 2024 vẫn ổn định so với năm 2023 do nhu cầu toàn cầu tăng sẽ chậm lại ở mức 1,4 triệu thùng/ngày vào năm 2024, trong khi nguồn cung dự kiến sẽ tăng từ các quốc gia ngoài OPEC+ (đặc biệt là Mỹ, Brazil và Iran)

Giảm nguồn cung khí trong nước...

Chúng tôi điều chỉnh dự phóng sản lượng khí năm 2024/25 (khí khô + LNG) giảm 20%/19% svck. GAS đã đặt kế hoạch sơ bộ thận trọng với mức cắt giảm 13% svck sản lượng khí khô xuống còn 6,3 tỷ mét khối, một phần phản ánh nguồn cung khí trong nước đang bị suy giảm.

...và tỷ lệ đóng góp LNG thấp gây áp lực lên sản lượng khí trong ngắn hạn

Nguồn cung khí đốt trong nước giảm nhấn mạnh sự cần thiết của việc EVN và PVN phải nhanh chóng chuyển đổi sang LNG như một giải pháp thay thế. Tuy nhiên, chúng tôi cũng giảm kỳ vọng về sự đóng góp của kho cảng LNG Thị Vải vào sản lượng bán khí của GAS trong năm 2024-25, do 1) thời gian đi vào vận hành các nhà máy điện khí NT3&4 có thể bị trì hoãn do chưa có cơ chế định giá LNG cho các nhà máy và 2) sự cạnh tranh từ các nguồn điện khác.

Định giá ở mức hợp lý

Chúng tôi đánh giá cao triển vọng tăng trưởng dài hạn của GAS đến từ các dự án LNG. Tuy nhiên, với triển vọng ngắn hạn dự kiến khó khăn tới hết năm 2024, chúng tôi cho rằng dư địa tăng giá của GAS không còn nhiều và hiện tại giá cổ phiếu đã đạt mức định giá hợp lý.

Financial summary	12-23A	12-24E	12-25E	12-26E
Tăng trưởng DT thuần	(10,7%)	(0,4%)	4,0%	6,7%
Tăng trưởng EPS	(34,6%)	(4,5%)	4,7%	(4,1%)
Biên lợi nhuận gộp	18,8%	17,8%	17,7%	16,1%
Biên LN ròng	12,9%	12,4%	12,5%	11,2%
P/E (x)	15,9	16,6	15,8	16,8
Rolling P/B (x)	2,7	2,6	2,5	2,5
ROAE	18,7%	16,7%	16,6%	15,2%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	0,3%	(6,0%)	(6,1%)	10,7%

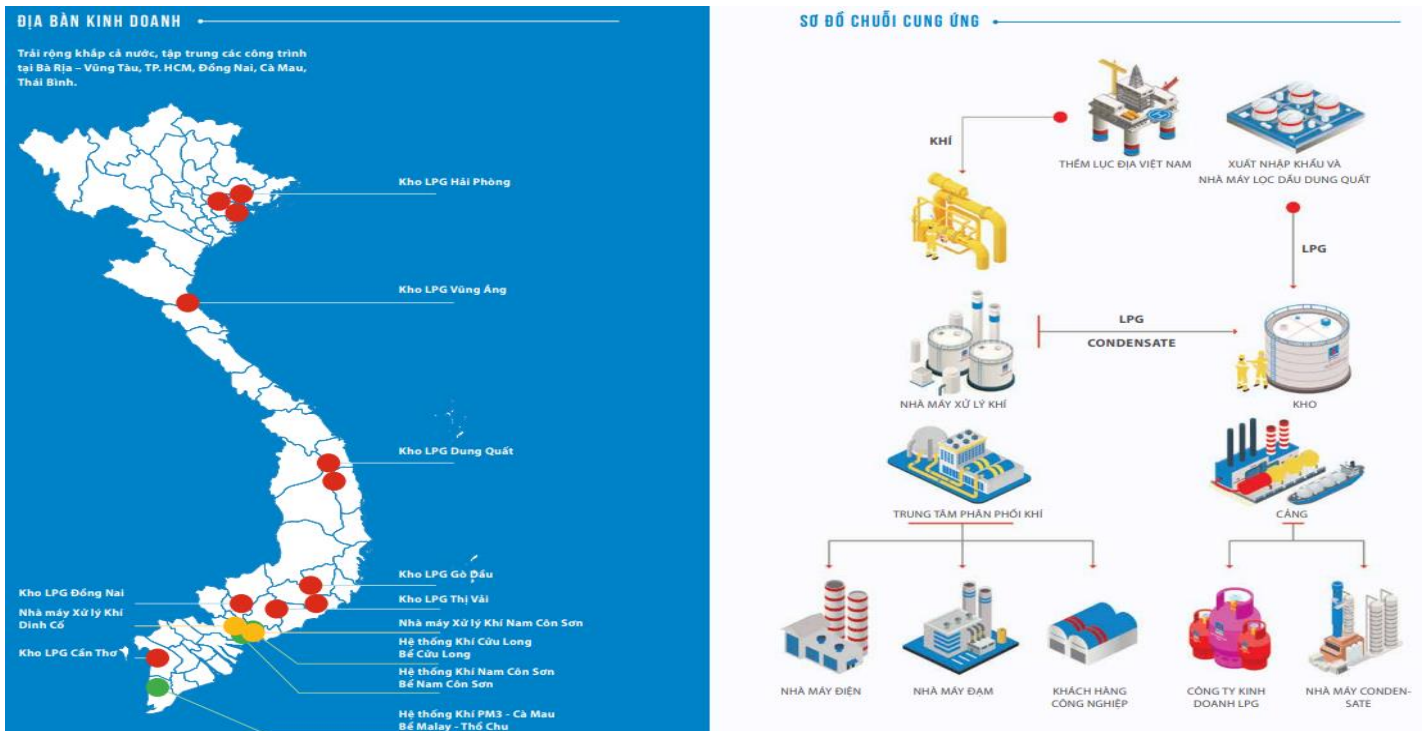
Tổng quan doanh nghiệp

Vị thế độc quyền trong ngành khí Việt Nam

Các mảng kinh doanh chính của Petrovietnam Gas (GAS) là: 1) thu thập và phân phối khí khô, và 2) sản xuất và phân phối khí dầu mỏ lỏng (LPG). Công ty còn tham gia sản xuất và phân phối các sản phẩm khí khác như khí tự nhiên hóa lỏng (LNG), và khí thiên nhiên nén (CNG) và khí ngưng tụ.

Với lợi thế là công ty con của Tập đoàn PVN (chiếm 95,8% cổ phần công ty), GAS là doanh nghiệp độc quyền phân phối và kinh doanh khí khô tại Việt Nam bao gồm 5 đường ống dẫn khí: (1) Hệ thống Cửu Long, (2) Hệ thống Nam Côn Sơn 1, (3) Hệ thống Hàm Rồng – Thái Bình, (4) Hệ thống Nam Côn Sơn 2 và (5) Hệ thống khí MP3 – Cà Mau. Tổng công suất thu gom, vận chuyển khí hàng năm đạt khoảng 17,5 tỷ mét khối.

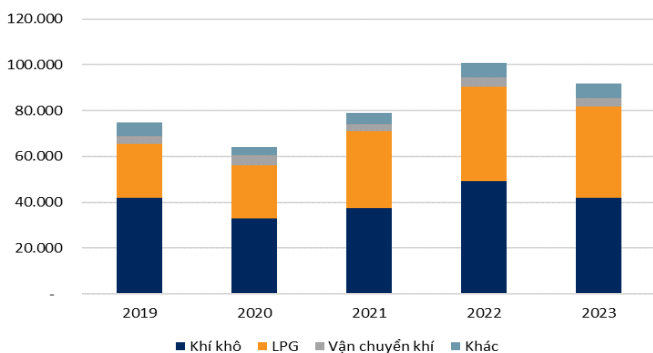
Hình 1: Lĩnh vực kinh doanh và chuỗi cung ứng của GAS



Nguồn: GAS

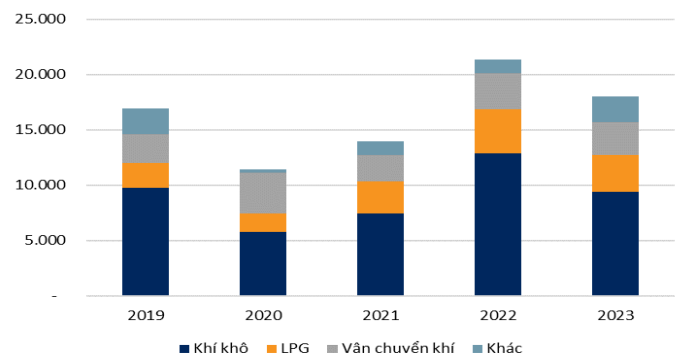
Theo ước tính của chúng tôi, mảng kinh doanh khí khô đóng góp 46% vào doanh thu của công ty, tiếp theo là mảng LPG với 43% trong năm 2023. Mặc dù mảng vận tải khí chỉ đóng góp 4% vào doanh thu nhưng lại là mảng có tỷ suất lợi nhuận cao nhất (>75%), giúp mảng này đóng góp tới 17% trong cơ cấu lợi nhuận gộp của công ty.

Hình 2: Cơ cấu doanh thu của GAS (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 3: Cơ cấu LN gộp của GAS (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Tóm tắt KQKD: Lợi nhuận Q4/23 giảm nhẹ do sản lượng tiêu thụ khí khô thấp

Hình 4: Đánh giá KQKD Q4/23 và năm 2023

Tỷ đồng	Q4/23	% svck	2023	% svck	% so với dự phòng
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	-6,5%	82	-17,0%	96,7%
Giá dầu FO Singapore (US\$/tấn)	462	16,1%	455	-12,9%	100,3%
Giá LPG CP (USD/tấn)	613	0,1%	576	-21,7%	86,1%
Sản lượng khí khô (tỷ m3)	1,77	-13,0%	7,30	-6,2%	96,7%
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	590	26,9%	2.450	20,1%	101,7%
Doanh thu thuần	22.570	2,3%	89.954	-10,7%	96,8%
LN gộp	4.058	-16,7%	16.925	-20,6%	96,6%
Chi phí QL&BH	1.106	7,1%	4.019	14,3%	105,8%
Thu nhập tài chính thuần	406	32,4%	1.684	87,8%	106,1%
LN TT	3.365	-19,4%	14.640	-22,2%	95,2%
LN ròng	2.723	-16,3%	11.606	-21,6%	96,1%
Biên LN gộp	18,0%	-4,1 điểm %	18,8%	-2,3 điểm %	
Biên LN ròng	12,1%	-2,7 điểm %	12,9%	-1,8 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Doanh thu Q4/23 tăng nhờ giá dầu FO

Doanh thu Q4/23 tăng 2,3% svck, đạt 22.570 tỷ đồng (925 triệu USD), do tác động trái chiều của việc giá dầu FO Singapore tăng (16,1% svck) và sản lượng tiêu thụ khí khô giảm. Sản lượng tiêu thụ khí khô giảm 13% svck xuống 1,77 tỷ mét khối, chủ yếu do việc huy động điện khí thấp. Nguyên nhân là do: 1) hoạt động sản xuất công nghiệp phục hồi chậm; 2) cạnh tranh từ các nguồn điện khác; và 3) đại tu nhà máy điện Nhơn Trạch 2 vào tháng 10/2023. Mặt khác, điểm sáng trong Q4/23 là sản lượng tiêu thụ LPG tăng mạnh (27% svck) khi giá LPG CP duy trì ở mức 613 USD/tấn.

Biên LN gộp Q4/23 bị ảnh hưởng do tỷ trọng đóng góp của mảng khí khô giảm

Biên LN gộp Q4/23 giảm 4,1 điểm % svck xuống 18% do đóng góp thấp hơn của mảng khí khô, vốn luôn mang lại biên lợi nhuận cao hơn đáng kể so với mảng LPG. Với cả năm 2023, biên LN gộp giảm 2,3 điểm % do giá năng lượng giảm và đóng góp của mảng khí khô thấp hơn.

Thu nhập tài chính ròng hỗ trợ lợi nhuận

Thu nhập tài chính ròng đóng vai trò quan trọng trong việc hỗ trợ LN của công ty, với mức tăng trưởng 32,4% svck lên 406 tỷ đồng (16,7 triệu USD) trong Q4/23. Điều này nhờ vào việc lãi tiền gửi tăng 40% lên mức 456 tỷ đồng (18,7 triệu USD). GAS hiện sở hữu số dư tiền mặt lên tới 34.800 tỷ đồng (1.423 triệu USD). Đây là yếu tố dự kiến sẽ tiếp tục hỗ trợ lợi nhuận của công ty trong các quý tới. Do đó, lợi nhuận ròng Q4/23 giảm 16,3% svck xuống 2.723 tỷ đồng (112 triệu USD).

Kết quả năm 2023: phù hợp với dự phóng của chúng tôi

Doanh thu thuần năm 2023 giảm 10,7% svck xuống 89.954 tỷ đồng (3.686 triệu USD) trong khi LN ròng giảm 21,6% svck xuống 11.606 tỷ đồng (476 triệu USD). LN ròng năm 2023 hoàn thành 96,1% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Triển vọng năm 2024-25: Sản lượng khí giảm gây áp lực lên triển vọng ngắn hạn

Hình 5: Dự phóng KQKD 2024-25

tỷ đồng	Thực tế 2023	Cũ		Mới				Giải thích
		2024	2025	2024	%Δ	2025	%Δ	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	82	88	83	83	-5,7%	80	-3,6%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	438	469	443	447	-4,7%	431	-2,7%	
Sản lượng khí khô (triệu m3)	7.225	7.799	7.625	6.374	-18,3%	6.255	-18,0%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng khí khô 2024-2025 để phản ánh nguồn cung khí trong nước ngày càng suy giảm và sự cạnh tranh cao từ các nguồn điện khác
Sản lượng LNG (triệu tấn)	-	408	1.088	136	-66,7%	816	-25,0%	Chúng tôi giảm kỳ vọng về sự đóng góp của kho cảng LNG Thị Vải vào sản lượng bán khí của GAS trong năm tài 2024-25, chủ yếu do việc nhà máy điện khí NT3&4 có thể đi vào hoạt động muộn hơn dự kiến khi chưa có cơ chế định giá LNG xác định cho các nhà máy
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	2.451	2.445	2.483	2.489	1,8%	2.527	1,8%	Chúng tôi kỳ vọng sản lượng LPG sẽ tăng nhẹ do GAS đẩy mạnh hoạt động kinh doanh LPG trên thị trường quốc tế
Giá LPG CP (USD/tấn)	589	647	634	618	-4,5%	606	-4,5%	
Doanh thu thuần	89.954	105.137	108.237	89.622	-14,8%	93.174	-13,9%	Dự báo doanh thu năm 2024 giảm 14% chủ yếu do sản lượng khí khô giảm và giá định giá dầu tăng nhẹ
LN gộp	16.925	19.200	19.845	15.948	-16,9%	16.456	-17,1%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>18,8%</i>	<i>18,3%</i>	<i>18,3%</i>	<i>17,8%</i>	<i>-0,5 điểm %</i>	<i>17,7%</i>	<i>-0,7 điểm %</i>	
Chi phí quản lý và bán hàng	4.019	3.680	3.734	3.495	-5,0%	3.214	-13,9%	
LN từ HDSXKD	12.906	15.520	16.111	12.453	-19,8%	13.241	-17,8%	
Thu nhập tài chính ròng	1.686	1.511	1.432	1.484	-1,8%	1.356	-5,3%	
Doanh thu tài chính	2.273	1.956	1.896	1.921	-1,8%	1.798	-5,2%	
Chi phí tài chính	587	445	464	438	-1,8%	442	-4,8%	
LN trước thuế	14.640	17.107	17.621	13.983	-18,3%	14.646	-16,9%	
LN ròng	11.606	13.442	13.846	11.086	-17,5%	11.611	-16,1%	

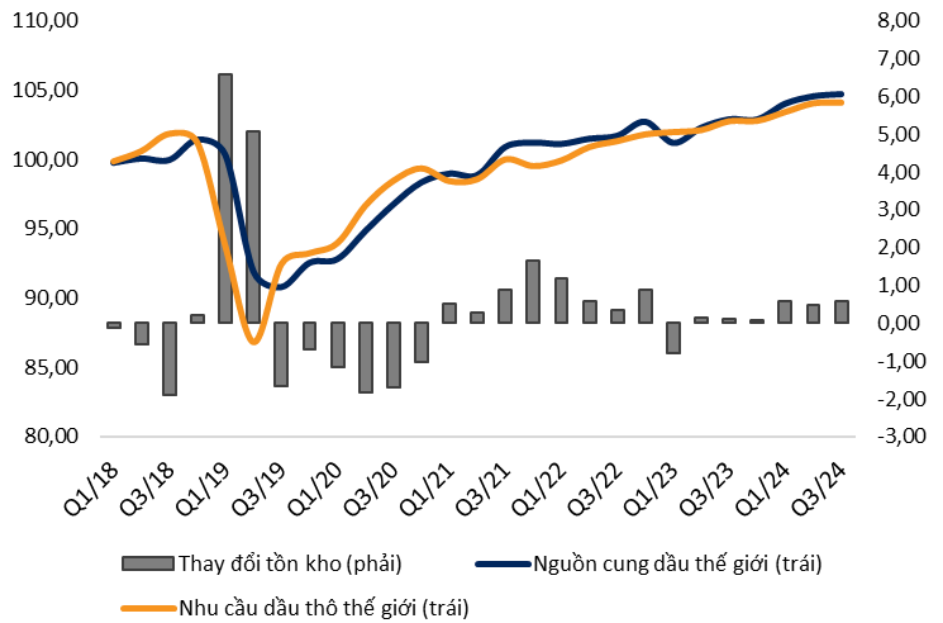
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Giá dầu sẽ tăng nhẹ vào năm 2024

Diễn biến của giá dầu được quyết định bởi nhiều yếu tố, có thể bị ảnh hưởng bởi sự cân bằng cung cầu trên thị trường dầu mỏ. Nhưng chúng tôi tin rằng giá dầu sẽ ổn định vào năm 2024, trung bình ở mức 83 USD/thùng (+1,2% svck).

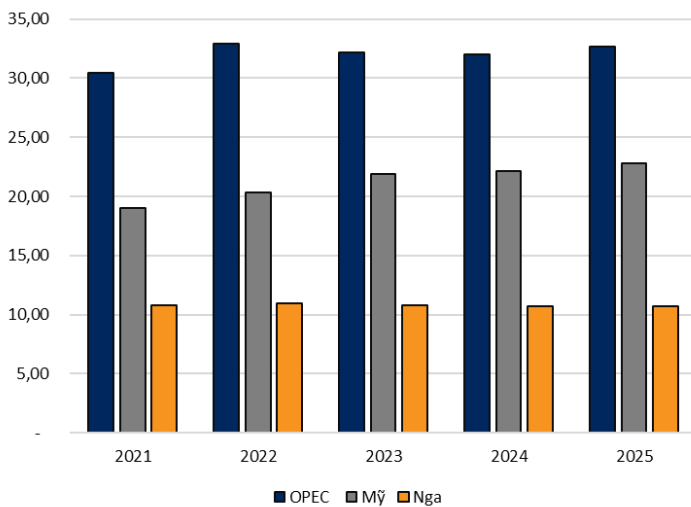
Theo cập nhật mới nhất từ EIA, giá dầu dự kiến sẽ ổn định trong năm 2024 do nhu cầu toàn cầu tăng trưởng chậm hơn ở mức 1,4 triệu thùng/ngày so với mức tăng 1,9 triệu thùng/ngày vào năm 2023. Bất chấp việc OPEC+ tiếp tục cắt giảm 2,2 triệu thùng mỗi ngày trong Q1/24, các quốc gia ngoài OPEC+, đặc biệt là Mỹ, Brazil và Iran, được dự báo sẽ góp phần làm tăng nguồn cung 1,2 triệu thùng mỗi ngày.

Hình 6: EIA dự báo nhu cầu có thể tăng trưởng chậm hơn so với tốc độ tăng trưởng của nguồn cung (Đơn vị: triệu thùng/ngày).



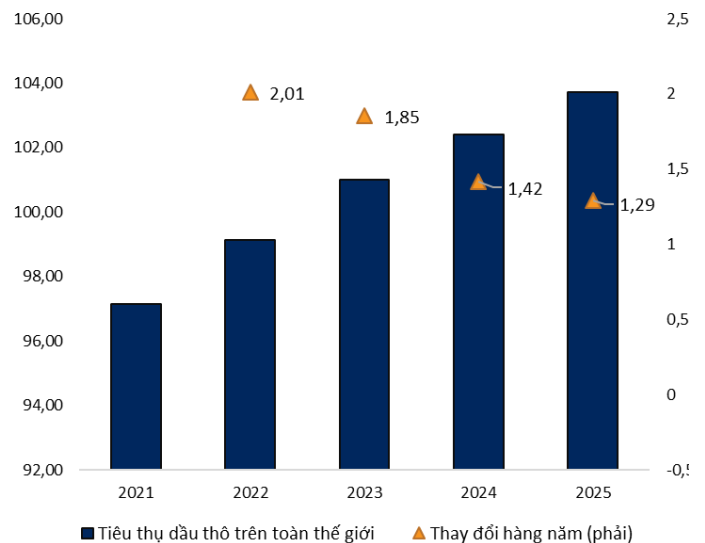
Nguồn: EIA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: EIA dự phóng sản lượng dầu của OPEC+ (triệu thùng/ngày)



Nguồn: EIA, VNDIRECT RESEARCH

Hình 8: Thay đổi hàng năm về mức tiêu thụ nhiên liệu lỏng trên thế giới (mbd)



Nguồn: EIA, VNDIRECT RESEARCH

Giảm sản lượng khí cho sản xuất điện trong ngắn hạn

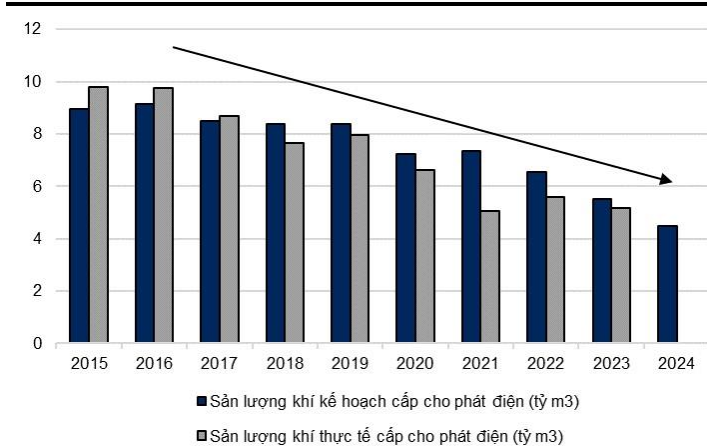
Theo kế hoạch kinh doanh sơ bộ của GAS, dự phóng mức tiêu thụ khí khô năm 2024 được đặt ra thận trọng ở mức 6,3 tỷ mét khối (bcm), giảm hơn 13% svck. Trong khi đó, Bộ Thương mại đã phê duyệt kế hoạch cung cấp khí cho sản xuất điện năm 2024 là 4,4 tỷ mét khối (-19% svck). Việc cắt giảm đáng kể kế hoạch cung cấp khí cho ngành điện cho thấy: 1) nguồn cung cấp khí đốt tự nhiên trong nước đang dần cạn kiệt; và 2) sự cạnh tranh cao từ các nguồn điện khác do việc gặp khó khăn trong tài chính của EVN có thể thúc đẩy nhu cầu sử dụng các nguồn điện rẻ hơn như thủy điện và nhiệt điện than.

Nhà máy điện Nhơn Trạch 3 & 4 – khách hàng chính của LNG Thị Vải có thể phải đối mặt với việc thời điểm đi vào hoạt động chậm hơn so với dự kiến do một số vấn đề. Thứ nhất, việc đàm phán hợp đồng mua bán điện (PPA) với EVN vẫn bị đình trệ do hai bên không thống nhất được về tỷ lệ Qc. Mặc dù gần đây giá LNG JKM (giá LNG đại diện cho thị trường Châu Á) đã giảm xuống còn khoảng 8-9 USD/mmbtu, chúng tôi kỳ vọng rằng giá khí LNG cho các nhà máy điện sẽ ở mức ít nhất là 11 USD/mmbtu (bao gồm chi phí vận chuyển và tái hóa khí), quy đổi ra giá bán điện khoảng 2.450 đồng/kWh, vẫn cao hơn so với các nguồn điện khác như thủy điện và nhiệt điện than. Do đó, chúng tôi cho rằng điều này có thể ảnh hưởng đến tiến độ hoàn thiện hợp đồng mua bán điện trong thời gian tới, đặc biệt khi EVN đang gặp khó khăn về tài chính.

Thứ hai, việc xây dựng đường dây truyền tải kết nối nhà máy với lưới điện quốc gia bị chậm tiến độ do các vấn đề giải phóng mặt bằng và quy hoạch đô thị tại Nhơn Trạch. Cuối cùng, tranh chấp với bên cho thuê đất, Tập đoàn Tin Nghĩa, liên quan đến phí sử dụng cơ sở hạ tầng đã khiến việc xây dựng kênh xả nước làm mát bị đình trệ, gây thêm chậm trễ trong việc hoàn thành dự án.

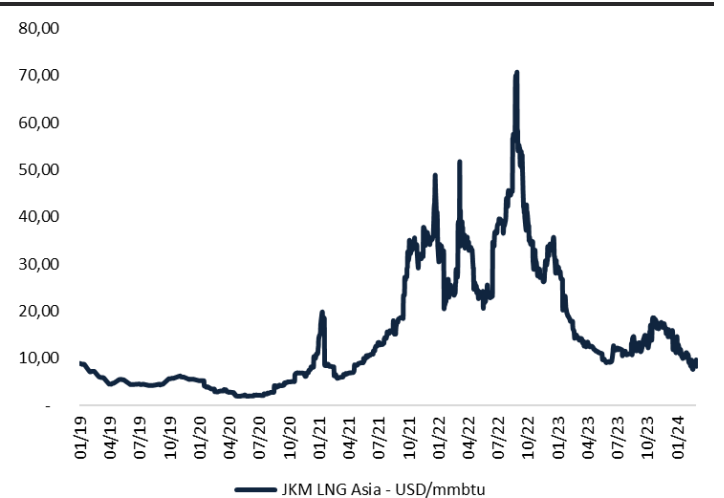
Do đó, chúng tôi thận trọng dự phóng LNG Thị Vải sẽ chỉ hoạt động ở mức xấp xỉ 10% công suất vào năm 2024, chủ yếu cung cấp cho khách hàng công nghiệp thay vì mức 30% công suất ước tính trước đó, dẫn đến dự phóng sản lượng LNG giảm đáng kể khoảng 66,7% xuống còn 136 triệu m³ khí trong năm 2024. Do đó, chúng tôi kỳ vọng sản lượng khí sẽ giảm 10% svck trong năm 2024 sau đó tăng trở lại 9% svck trong năm 2025 với mức tăng trưởng LN lần lượt là -4,5%/4,7% svck.

Hình 9: Sản lượng khí dùng cho sản xuất điện



Nguồn: EVN, MOIT, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: LNG JKM Châu Á (US\$/mmbtu)



Nguồn: EIA, VNDIRECT RESEARCH

Tuy nhiên, về tầm nhìn dài hạn, chúng tôi tin rằng việc sử dụng LNG cho các nhà máy điện rất quan trọng cho quá trình chuyển đổi năng lượng sạch lâu dài của Việt Nam nhờ khả năng sản xuất điện ổn định và lượng khí thải thấp hơn so với than. Với việc nguồn khí đốt trong nước đang cạn kiệt, dự phóng nguồn khí này sẽ chiếm 15% tổng công suất vào năm 2030 theo Quy hoạch Điện VIII.

Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ giảm 4,5% svck trong năm 2024 trước khi tăng trở lại 4,7% svck trong năm 2025

Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng DT của GAS sẽ giảm nhẹ 0,4% svck do DT LPG tăng (+9,6% svck) bù đắp một phần tác động do sản lượng bán khí khô giảm (-10% svck) trong năm 2024. DT dự phóng sẽ tăng 4,0% svck vào năm 2025, chủ yếu nhờ sản lượng khí bán ra tăng 9% svck. Chúng tôi ước tính LN ròng sẽ giảm 4,5% svck trong năm 2024 trước khi tăng trở lại 4,7% svck vào năm 2025.

Các dự án lớn đang triển khai hỗ trợ triển vọng dài hạn

Bất chấp những khó khăn trong ngắn hạn, GAS vẫn đóng vai trò quan trọng trong phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng với các dự án lớn từ đường ống dẫn khí đến kho cảng LNG, đảm bảo cung cấp khí cho phát điện tại Việt Nam. Đường ống Lô B – Ô Môn sẽ là động lực tăng trưởng chính từ năm 2027 trở đi. Các dự án kho cảng LNG bổ sung, như Thị Vải Giai đoạn 2 và Sơn Mỹ, cũng sẽ đưa GAS trở thành công ty dẫn đầu thị trường trong lĩnh vực đầy hứa hẹn này.

Hình 11: Cập nhật tiến độ các dự án trọng điểm

STT	Dự án	Tiến độ	Thời gian dự kiến hoàn thành
1	Đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sư	Dự kiến phê duyệt FS trước mốc First Gas 30 tháng	2025/2026
2	Kho chứa LNG 1 triệu tấn tại Thị Vải	Đã hoàn thành thi công và bắt đầu tiếp nhận tàu LNG vào ngày 10/07/2023 để vận hành thử nghiệm	2023
3	Kho cảng nhập khẩu LNG Sơn Mỹ	UBND tỉnh Bình Thuận đang hoàn thành thủ tục phê duyệt chủ trương đầu tư, nhà đầu tư dự án. Song song đang cập nhật lại FS, dự kiến hoàn thành FS trình cấp thẩm quyền vào Quý III/2023	2026
4	Mở rộng, nâng công suất Kho chứa LNG 1 triệu tấn tại Thị Vải lên 3 triệu tấn/năm	Đã hoàn thành FS và trình Bộ Công Thương thẩm định	2025/2026
5	Dự án Tách Ethan tại Dinh Cố	Đã trình UBND tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu xin chấp thuận chủ trương đầu tư dự án 3 gói thầu đã tìm được nhà thầu EPC#1: McDermott - PTSC EPC#2: PTSC M&C	2026
6	Block-B Ô Môn (GAS đầu tư vào dự án đường ống)	Đường ống trên đất liền: PTSC - Lilama18 Đường ống trên biển: TBA	2026

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá

Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu thấp hơn 83.500đ/cp

Chúng tôi hạ khuyến nghị từ Khả quan xuống Trung lập đối với GAS với giá mục tiêu thấp hơn là 83.500 đồng (-15,0% so với dự báo trước đó) sau khi dự phóng EPS năm 2024-25 thấp hơn 17,5%/16,1%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu năm 2024 là 16,0 lần (P/E trung bình 5 năm).

Hình 12: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (đồng)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (đồng/cp)
DCF	89.815	50%	44.907
P/E mục tiêu 2024 là 16,0x	77.229	50%	38.614
Giá mục tiêu			83.522
Giá mục tiêu (làm tròn)			83.500

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá DCF của chúng tôi bị ảnh hưởng bởi giả định WACC thấp hơn. Chi phí vốn giảm nhẹ khi hệ số beta cao hơn bù đắp cho [Phân bù rủi ro thị trường](#) và lãi suất phi rủi ro thấp hơn.

Hình 13: Chi phí vốn CSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,2%
Beta	0,9
Phân bù rủi ro thị trường	9,0%
Chi phí VCSH	10,3%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 14: WACC và tốc độ tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	59.858
Nợ	5.875
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	9,8%
Tăng trưởng dài hạn	1,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 15 : Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
DT thuần	89.954	89.622	93.174	99.427	122.068	144.023	150.516	161.143
% svck	-10,7%	-0,4%	4,0%	6,7%	22,8%	18,0%		7,1%
COGS & OPEX	(77.048)	(77.169)	(79.932)	(86.788)	(107.640)	(126.466)	(131.964)	(141.029)
EBIT	12.906	12.453	13.241	12.640	14.428	17.556	18.552	20.113
Biên LN hoạt động KD	14,3%	13,9%	14,2%	12,7%	11,8%	12,2%	12,3%	12,5%
Thuế khả dụng	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
EBIT * (1-mức thuế)	10.397	10.031	10.667	10.182	11.623	14.143	14.945	16.203
+ Chi phí khấu hao	3.051	3.314	4.117	4.929	9.974	2.672	2.898	3.059
% doanh thu	3,4%	3,7%	4,4%	5,0%	8,2%	1,9%	1,9%	1,9%
- CapEx	(1.769)	(3.886)	(7.098)	(8.264)	(5.152)	(2.317)	(2.258)	(1.611)
% doanh thu	-2,0%	-4,3%	-7,6%	-8,3%	-4,2%	-1,6%	-1,5%	-1,0%
+ Thay đổi vốn lưu động	1.014	(25)	(943)	3.183	(1.246)	(572)	(2.074)	(2.626)
% doanh thu	1,1%	0,0%	-1,0%	3,2%	-1,0%	-0,4%	-1,4%	-1,6%
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.733	1.531	1.405	1.400	1.474	1.730	1.745	1.948
% doanh thu	1,9%	1,7%	1,5%	1,4%	1,2%	1,2%	1,2%	1,2%
Dòng tiền tự do (UFCF)	14.425	10.964	8.147	11.430	16.673	15.656	15.256	16.972

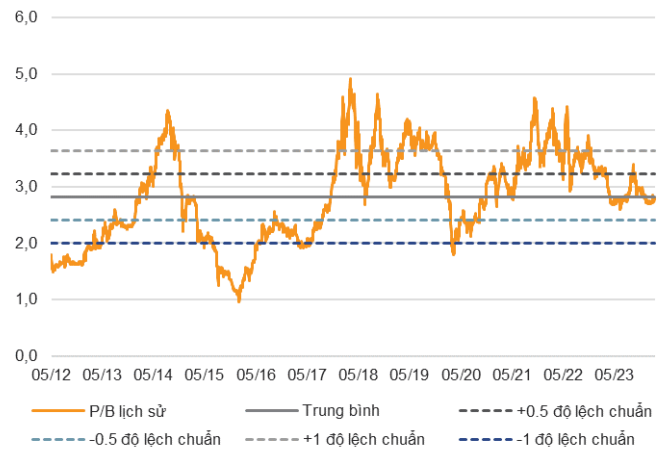
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 16: P/E lịch sử của GAS



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 17: P/B lịch sử của GAS



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: Phân tích độ nhạy định giá DCF

		WACC (%)					
		Cơ sở					
Tăng trưởng dài hạn	Cơ sở	8,8%	9,3%	9,8%	10,3%	9,8%	
		1,0%	96.965	91.628	86.906	82.700	86.906
		1,3%	98.872	93.262	88.318	83.928	88.318
		1,5%	100.911	95.002	89.815	85.225	89.815
		1,8%	103.094	96.858	91.405	86.599	91.405
		2,0%	105.439	98.841	93.098	88.056	93.098

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: So sánh các công ty cùng lĩnh vực phân phối khí

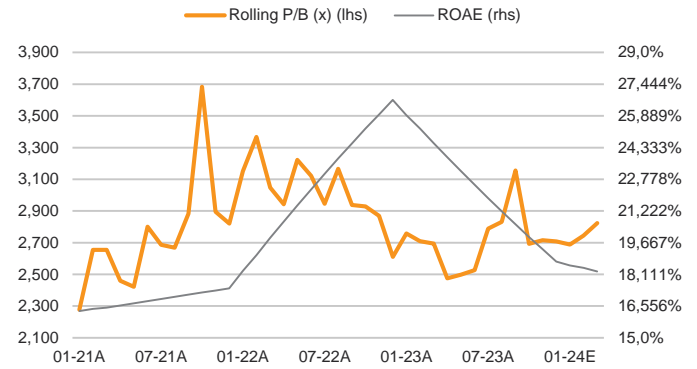
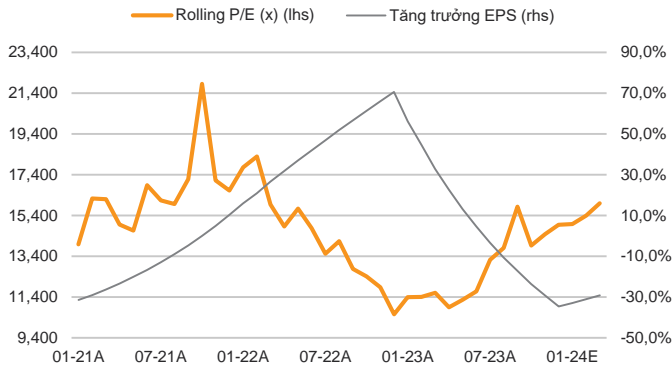
Công ty	Mã CK	Giá hiện tại (nội tệ)	Vốn hóa (tr. USD)	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
				2024	2025	2024	2025	TTM	2025	Hiện tại	2025	2024	2025	2024	2025
PTT PCL	PTT TB	34,25	27.323	-1,5%	0,1%	-12,6%	9,0%	8,7	9,2	0,9	0,8	8,5%	8,6%	3,2%	3,5%
Indraprastha Gas Ltd	IGL IN	445,7	3.763	-4,3%	4,9%	19,8%	3,1%	19,0	15,4	3,9	2,9	23,2%	21,6%	13,8%	12,5%
China Gas Holdings Ltd	384 HK	7,2	5.000	0,3%	5,2%	7,9%	13,9%	13,5	7,7	0,7	0,6	7,5%	8,3%	2,8%	3,2%
Toho Gas Co Ltd	9533 JP	2.917	2.044	-11,2%	-2,0%	-33,3%	-20,8%	7,3	16,2	0,7	0,7	5,6%	4,2%	N/A	N/A
Gas Malaysia Bhd	GMB MK	3,4	915	-2,2%	2,6%	-10,7%	0,9%	11,3	12,3	3,2	2,9	23,9%	22,4%	10,7%	10,5%
<i>Trung bình</i>				-3,8%	2,1%	-5,8%	1,2%	12,0	12,1	1,9	1,6	13,7%	13,0%	7,6%	7,4%
PV GAS	GAS VN	78.000	7.256	-0,9%	4,5%	-5,0%	5,3%	15,0	26,2	2,8	2,6	16,6%	16,4%	12,2%	12,2%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (dữ liệu ngày 07/03/2024)

Đánh giá lại tiềm năng tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá là giá dầu cao hơn.
- Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu sụt giảm và sản lượng tiêu thụ khí thấp hơn kỳ vọng.

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	89.954	89.622	93.174
Giá vốn hàng bán	(73.029)	(73.674)	(76.718)
Chi phí quản lý DN	(1.475)	(1.165)	(978)
Chi phí bán hàng	(2.544)	(2.330)	(2.236)
LN hoạt động thuần	12.906	12.453	13.241
EBITDA thuần	15.957	15.767	17.358
Chi phí khấu hao	(3.051)	(3.314)	(4.117)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	12.906	12.453	13.241
Thu nhập lãi	2.273	1.921	1.798
Chi phí tài chính	(587)	(438)	(442)
Thu nhập ròng khác	20	20	21
TN từ các Cty LK & LD	27	27	28
LN trước thuế	14.640	13.983	14.646
Thuế	(2.846)	(2.719)	(2.848)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(187)	(179)	(187)
LN ròng	11.606	11.086	11.611
Thu nhập trên vốn	11.606	11.086	11.611
Cổ tức phổ thông	(7.122)	(6.890)	(8.039)
LN giữ lại	4.484	4.196	3.573

Bảng cân đối kế toán

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	5.669	10.177	11.105
Đầu tư ngắn hạn	35.085	34.734	34.386
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.865	16.803	17.469
Hàng tồn kho	3.945	3.979	4.144
Các tài sản ngắn hạn khác	654	652	678
Tổng tài sản ngắn hạn	62.218	66.345	67.782
Tài sản cố định	19.532	20.105	23.086
Tổng đầu tư	716	716	716
Tài sản dài hạn khác	5.288	5.288	5.288
Tổng tài sản	87.754	92.455	96.873
Vay & nợ ngắn hạn	1.605	1.599	984
Phải trả người bán	7.138	7.112	7.393
Nợ ngắn hạn khác	6.229	6.206	6.452
Tổng nợ ngắn hạn	14.972	14.917	14.830
Vay & nợ dài hạn	4.271	4.582	5.795
Các khoản phải trả khác	3.213	3.213	3.213
Vốn điều lệ và	22.967	22.967	22.967
LN giữ lại	16.880	21.272	24.498
Vốn chủ sở hữu	64.049	68.441	71.667
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.250	1.301	1.367
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	87.754	92.455	96.873

Báo cáo LCTT

(tỷVND)	12-23A	12-24E	12-25E
LN trước thuế	14.640	13.983	14.646
Khấu hao	3.051	3.314	4.117
Thuế đã nộp	(3.134)	(2.719)	(2.848)
Các khoản điều chỉnh khác	(2.338)	(1.608)	(1.778)
Thay đổi VLD	1.014	(25)	(943)
LC tiền thuần HKĐK	13.232	12.945	13.194
Đầu tư TSCĐ	(1.769)	(3.886)	(7.098)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	0	0
Các khoản khác	(8.878)	2.034	2.272
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	(10.647)	(1.852)	(4.827)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(344)	306	599
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(7.122)	(6.890)	(8.039)
LC tiền thuần HĐTC	(7.465)	(6.584)	(7.440)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	10.549	5.669	10.177
LC tiền thuần trong năm	(4.880)	4.508	928
Tiền & tương đương tiền cuối kì	5.669	10.177	11.105

Các chỉ số cơ bản

	12-23A	12-24E	12-25E
Dupont			
Biên LN ròng	12,9%	12,4%	12,5%
Vòng quay TS	1,06	0,99	0,98
ROAA	13,6%	12,3%	12,3%
Đòn bẩy tài chính	1,38	1,36	1,35
ROAE	18,7%	16,7%	16,6%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	68,4	68,6	68,4
Số ngày nắm giữ HTK	19,7	19,8	19,7
Số ngày phải trả tiền bán	35,7	35,3	35,2
Vòng quay TSCĐ	5,01	4,52	4,31
ROIC	16,3%	14,6%	14,5%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	4,2	4,4	4,6
Khả năng thanh toán nhanh	3,9	4,2	4,3
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,7	3,0	3,1
Vòng quay tiền	52,5	53,1	53,0
Chỉ số tăng trưởng (voy)			
Tăng trưởng DT thuần	(10,7%)	(0,4%)	4,0%
Tăng trưởng LN từ HKĐK	(27,5%)	(3,5%)	6,3%
Tăng trưởng LN ròng	(21,6%)	(4,5%)	4,7%
Tăng trưởng EPS	(34,6%)	(4,5%)	4,7%

Nguồn: VND RESEARCH

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT**Khuyến nghị cổ phiếu**

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính 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 VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng phòng

Email: hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Nguyễn Thị Thanh Hằng – Chuyên viên phân tích

Email: hng.nguyenthanh3@vndirect.com.vn

Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: research@vndirect.com.vn

Website: <https://vndirect.com.vn>