

07/03/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu

hieupm@kbsec.com.vn

Doanh thu và lợi nhuận gộp 2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 2023 sụt giảm 11% yoy và lợi nhuận gộp giảm mạnh 21% yoy. Giá dầu thô, dầu FO và LPG năm 2023 nhìn chung diễn biến kém hơn hẳn so với 2022 (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Trong cuối năm 2023, thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo hoạt động ổn định đã khiến sản lượng tiêu thụ khí tại các nhà máy nhiệt điện suy giảm.

Giá dầu thô Brent và dầu FO dự báo đi ngang so với năm 2023, khiến kết quả kinh doanh của GAS năm 2024 có thể không biến động nhiều

Chúng tôi nâng dự báo giá dầu Brent lên 83 USD/thùng và giá dầu FO lên mức 442 USD/tấn cho cả năm 2024 (đều đi ngang so với năm 2023). Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung dầu thô thắt chặt bù trừ cho sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024, khiến thị trường dầu thô duy trì ở trạng thái cân bằng. Với giả định trên, chúng tôi cho rằng GAS có thể ghi nhận tăng trưởng LNST năm 2024 ở mức thấp, đạt 3.2% yoy.

Dự kiến sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 sẽ ở mức thấp nên chưa đóng góp đáng kể vào doanh thu

Chúng tôi hạ dự báo sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 từ 150 nghìn tấn xuống còn 40 nghìn tấn do lùi giả định ngày phát điện thương mại của nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 sang cuối Quý 1/2025. Trong năm 2024, 100% sản lượng khí LNG dự kiến sẽ được cấp cho các khách hàng công nghiệp tại khu vực miền Nam. Do vẫn chưa có cơ chế tính giá thương mại khí LNG, chúng tôi tạm thời giả định GAS sẽ hỗ trợ giá bán LNG thấp hơn 5% so với mức giá khí nhập vào trong năm 2024 và 2025.

Khuyến nghị **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu 87,100 VNĐ/cổ phiếu

Dựa trên định giá FCFF và P/E, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu GAS. Giá mục tiêu là 87,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương mức upside 8.3% so với giá tại ngày 07/03/2024.

NẮM GIỮ

Duy trì

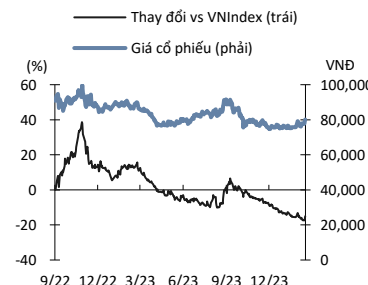
Giá mục tiêu	87,100 VND
Tăng/giảm (%)	8.3%
Giá hiện tại (07/03/2024)	VND80,400
Giá mục tiêu đồng thuận	VND87,400
Vốn hóa (tỷ VNĐ/tr. USD)	183,969/7,665

Dữ liệu giao dịch	
Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng (%)	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VNĐ/tr. USD)	69.0/2.7
Sở hữu nước ngoài (%)	2.8%
Cổ đông lớn	PVN (95.8%)

Biến động giá cổ phiếu				
(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	5.8	2.8	-3.5	-8.0
Tương đối	-0.4	-8.7	-5.6	-24.4

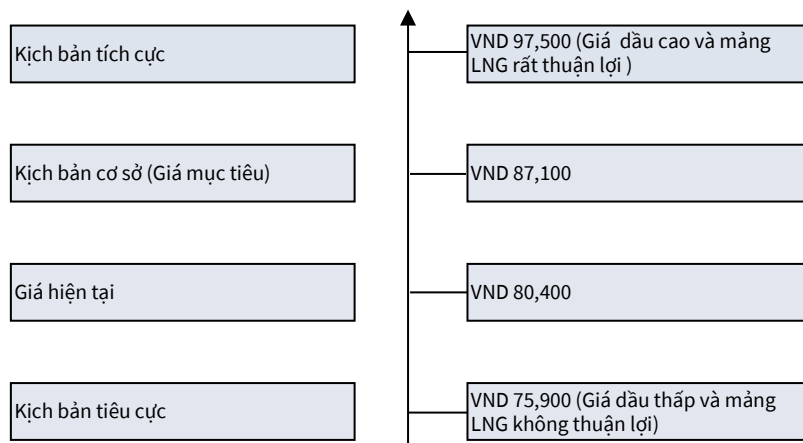
Dự phóng KQKD & định giá

Nhãn tài chính	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VNĐ)	100,724	89,954	91,503	96,355
Lãi/lỗ từ HĐKD	17,799	12,906	13,496	14,081
Lợi nhuận của công ty mẹ (tỷ VNĐ)	14,794	11,606	11,929	12,244
EPS (VNĐ)	7,647	4,972	5,193	5,330
Tăng trưởng EPS (%)	75.6	-35.0	4.0	3.0
P/E (x)	10.2	15.8	15.1	14.7
P/B (x)	2.5	2.8	2.5	2.3
ROE (%)	24.6	18.1	16.8	15.9
Tỷ suất cổ tức (%)	3.9	4.0	3.8	4.5



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Kịch bản cơ sở:

- 1) Cung cầu dầu thô cân bằng (Giá dầu Brent = 83 USD/thùng)
- 2) Nợn Trạch 3&4 hòa lưới trong 1Q-2Q2025 (Tiêu thụ LNG 2025 = 0.7 triệu tấn)
- 3) Trợ giá 5% so với giá LNG nhập khẩu (BLN gộp mảng LNG 2025 = -5%)

Kịch bản tích cực:

- 1) Cầu dầu thô tăng do FED nới lỏng sớm (Giá dầu Brent = 88 USD/thùng)
- 2) Nợn Trạch 3&4 hòa lưới trong 1Q2025 (Tiêu thụ LNG 2025 = 0.9 triệu tấn)
- 3) Trợ giá nhẹ do giá khí LNG đầu vào giảm về mức dưới 10 USD/mmBTU (BLN gộp mảng LNG 2025 = -2%)

Kịch bản tiêu cực:

- 1) Cầu dầu thô yếu do FED trì hoãn nới lỏng (Giá dầu Brent = 78 USD/thùng)
- 2) Nợn Trạch 3&4 chậm trễ đến 2H2025 (Tiêu thụ LNG 2025 = 0.5 triệu tấn)
- 3) Chính sách trợ giá LNG sâu (BLN gộp mảng LNG 2025 = -7%)

Nguồn: KBSV

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2023

Doanh thu và lợi nhuận gộp 2023 giảm mạnh so với cùng kỳ

Doanh thu 2023 sụt giảm 11% yoy trong khi giá vốn hàng bán chỉ giảm 8.0% yoy đã khiến lợi nhuận gộp giảm mạnh 21% yoy. Giá dầu thô, dầu FO và LPG năm 2023 nhìn chung diễn biến kém hơn hẳn so với 2022 (giảm lần lượt 24% yoy, 29% yoy và 26% yoy), tác động tiêu cực tới kết quả kinh doanh của GAS. Trong giai đoạn cuối năm 2023, thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo hoạt động ổn định đã khiến sản lượng tiêu thụ khí tại các nhà máy nhiệt điện suy giảm. Hoạt động sản xuất nội địa trầm lắng cũng khiến nhu cầu tiêu thụ từ các khách hàng công nghiệp giảm mạnh 11% yoy.

Bảng 1. Cập nhật KQKD

(Tỷ VNĐ)	4Q2022	4Q2023	YoY %	2022	2023	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	22,052	22,571	2%	100,724	89,954	-11%	Doanh thu giảm chủ yếu do giá dầu thô và dầu FO giảm mạnh từ mức nền cao cùng kỳ (-19% yoy và -11% yoy). Sản lượng tiêu thụ giảm 6.4% yoy
Lợi nhuận gộp	4,869	4,058	-17%	21,314	16,925	-21%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	22.1%	18.0%		21.2%	18.8%		
Chi phí SG&A	-1,032	-1,105	7%	-3,515	-4,019	14%	Ghi nhận 153 tỷ VNĐ chi phí dự phòng nợ xấu đối với POW
LN từ HĐKD	3,836	2,953	-23%	17,799	12,906	-27%	
Thu nhập tài chính	490	544	11%	1,568	2,273	45%	Do lãi suất và số dư tiền mặt lớn hơn so với cùng kỳ
Chi phí tài chính	-183	-138	-25%	-671	-587	-13%	Chủ yếu do số dư nợ vay giảm mạnh so với cùng kỳ
Thu nhập khác (ròng)	20	-6	-130%	78	-13	-117%	
LN trước thuế	4,163	3,353	-19%	18,802	14,640	-22%	
LN sau thuế	3,337	2,776	-17%	15,062	11,793	-22%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	15.1%	12.3%		15.0%	13.1%		
Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)	2,048	1,773	-13.4%	7,798	7,300	-6.4%	
Khách hàng điện	1,445	1,228	-15%	5,550	5,189	-7%	Trong Quý 4/2023, thủy điện hồi phục nhờ mưa diện rộng, nhiệt điện than và năng lượng tái tạo hoạt động ổn định
Khách hàng đạ	319	308	-3%	1,150	1,132	-2%	Giảm nhẹ do bảo dưỡng tại các nhà máy đạ
Khách hàng công nghiệp	301	204	-32%	1,100	980	-11%	Hoạt động sản xuất nội địa yếu kéo theo suy giảm nhu cầu tiêu thụ từ các khu công nghiệp
Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)	483	590	22%	2,040	2,450	20%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	86	82	-5%	103	83	-19%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	370	446	20%	494	442	-11%	
Giá LPG (USD/tấn)	612	613	0%	737	577	-22%	

Nguồn: GAS, KBSV

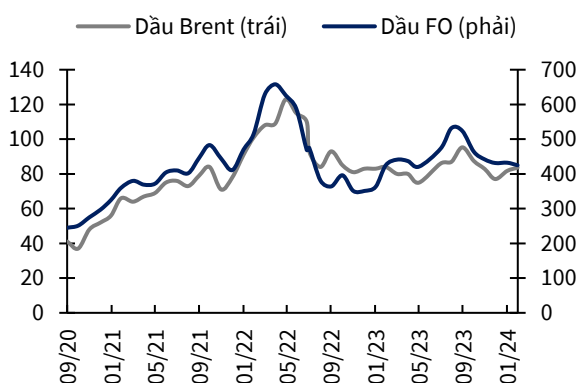
Giá dầu thô Brent và dầu FO dự báo đi ngang so với năm 2023

Chúng tôi nâng dự báo giá dầu Brent lên 83 USD/thùng và giá dầu FO lên mức 442 USD/tấn cho cả năm 2024 (đều đi ngang so với năm 2023). Mặc dù vẫn đang trong giai đoạn thấp điểm tiêu thụ, giá dầu thô trong Quý 1/2024 diễn biến tích cực hơn so với kỳ vọng của chúng tôi chủ yếu do chính sách cắt giảm 2.2 triệu thùng dầu thô/ngày của OPEC+ đã thấm thấu vào thị trường và căng thẳng địa chính trị tại khu vực Biển Đỏ làm gián đoạn chuỗi cung ứng dầu thô toàn cầu. Trong tháng 3/2024, khối OPEC+ cũng đã đồng ý gia hạn chính sách cắt giảm sản lượng hết tháng 6/2024. Như đã đề cập trong Báo cáo chiến lược năm 2024, chúng tôi cho rằng tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu nhìn chung sẽ ở mức thấp và chỉ được cải thiện khi FED bắt đầu nới lỏng chính sách tiền tệ (kỳ vọng trong Quý 3/2024). Mặt khác, chúng tôi dự báo nguồn cung toàn cầu vẫn sẽ duy trì thắt chặt trong năm 2024 chủ yếu do (1) tăng trưởng sản lượng từ các nước ngoài OPEC+ có thể sẽ bị giới hạn do tình trạng thiếu hụt giàn khoan và (2) điểm nghẽn tại khu vực Biển Đỏ có thể duy trì trong dài hạn, khiến tốc độ cung ứng dầu thô toàn cầu giảm sâu. Chúng tôi kỳ vọng nguồn cung thắt chặt sẽ bù trừ cho sự suy giảm tốc độ tăng trưởng tiêu thụ dầu thô năm 2024.

Dự kiến sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 sẽ ở mức thấp do các dự án nhiệt điện hạ nguồn chậm tiến độ

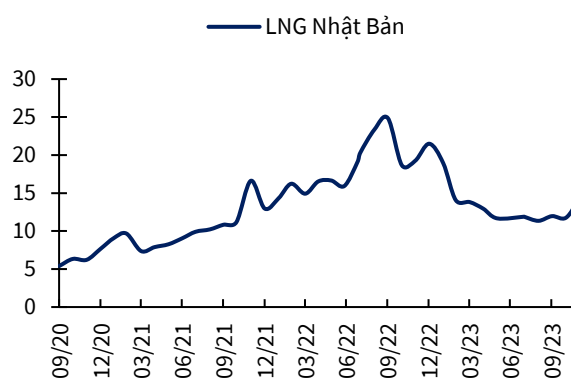
Dự án thương mại LNG vẫn sẽ là động lực tăng trưởng cho GAS trong trung hạn trong bối cảnh dự án Lô B Ô Môn chỉ có thể đón dòng khí đầu tiên trong năm 2027. Đến thời điểm hiện tại, dự án vẫn phải đối mặt với 2 vướng mắc chủ đạo trong khâu hạ nguồn gồm (1) Rủi ro 2 nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 & 4 chậm tiến độ hòa lưới và (2) chưa có cơ chế giá bán khí LNG nội địa cụ thể để hài hòa lợi ích giữa PVN và EVN. Chúng tôi hạ dự báo sản lượng tiêu thụ LNG trong năm 2024 từ 150 nghìn tấn xuống còn 40 nghìn tấn do lùi giả định ngày phát điện thương mại của nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 3 sang cuối Quý 1/2025. Trong năm 2024, 100% sản lượng khí LNG dự kiến sẽ được cấp cho các khách hàng công nghiệp tại khu vực miền Nam. Do vẫn chưa có cơ chế tính giá thương mại khí LNG, chúng tôi tạm thời giả định GAS sẽ hỗ trợ giá bán LNG thấp hơn 5% so với mức giá khí nhập vào trong năm 2024 và 2025 (giá định giá LNG châu Á lần lượt 12 USD/mmBTU và 11.5 USD/mmBTU).

Biểu đồ 2. Giá dầu thô Brent (USD/thùng) và giá dầu FO (USD/tấn)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 3. Giá khí LNG Nhật Bản (USD/mmBTU)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 4. Dự phóng kết quả kinh doanh

(Tỷ VNĐ)	2023	2024F	YoY %	Nhận xét
Doanh thu (tỷ VNĐ)	89,954	91,503	2%	Điều chỉnh hạ 3% so với báo cáo gần nhất do (1) giảm 5% giá định sản lượng huy động cho khách hàng nhiệt điện khí so với báo cáo gần nhất; (2) giảm giá định sản lượng LNG thương mại từ 150 xuống 40 nghìn tấn; và (3) tăng giá định giá bán khí 6% theo diễn biến giá dầu FO.
Lợi nhuận gộp	16,925	17,706	5%	
Biên lợi nhuận gộp (%)	18.8%	19.4%		
Chi phí SG&A	-4,019	-4,210	5%	
LN từ HĐKD	12,906	13,496	4.6%	
Thu nhập tài chính	2,273	2,387	5%	
Chi phí tài chính	-587	-756	29%	Giá định bắt đầu tăng mạnh nợ vay để đầu tư cho các dự án trọng điểm
Thu nhập khác (ròng)	-13	-13	0%	
LN trước thuế	14,640	15,208	3.9%	
LN sau thuế	11,793	12,166	3.2%	
Biên lợi nhuận ròng (%)	13.1%	13.3%		
Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)	7,300	7,475	2.4%	
Khách hàng điện	5,189	5,083	-2%	Bộ Công Thương tăng huy động từ điện than, năng lượng tái tạo
Khách hàng đạm	1,132	1,271	12%	Kỳ vọng ổn định hơn từ mức nền thấp 2023. Không có bảo trì lớn diễn ra trong năm 2024
Khách hàng công nghiệp	980	1,121	14%	Kỳ vọng hoạt động sản xuất nội địa phục hồi
Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)	2,450	2,450	0%	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	83	0%	Điều chỉnh tăng 6.4% so với báo cáo gần nhất
Giá dầu FO (USD/tấn)	442	442	0%	Điều chỉnh tăng 6.0% so với báo cáo gần nhất
Giá LPG (USD/tấn)	577	577	0%	Điều chỉnh tăng 1.7% so với báo cáo gần nhất

Nguồn: GAS, KBSV

Định giá

Khuyến nghị NĂM GIỮ, giá mục tiêu là 87,100 VNĐ/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E với tỷ trọng 70:30 để đưa ra khuyến nghị NĂM GIỮ cho GAS với mức giá mục tiêu là 87,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 8.3% so với giá đóng cửa 80,400 VNĐ/cổ phiếu ngày 07/03/2024. P/E mục tiêu được chọn dựa trên trung vị P/E của GAS trong 5 năm gần nhất.

Bảng 5. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	125,162
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	38,365
Beta	0.69	Tổng giá trị hiện tại	163,527
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	49,847
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-9,244
Chi phí vốn bình quân	9.1%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-1,487
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	202,643
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,297
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VNĐ)	88,200

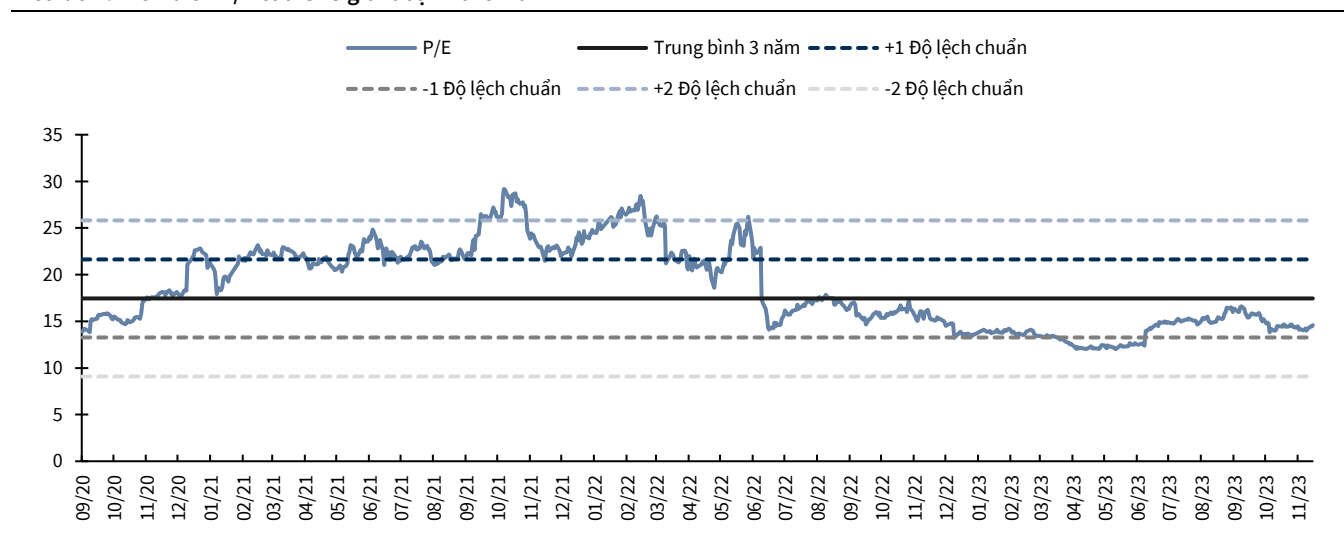
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 6. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	88,200	70%	61,740
P/E (16.3x)	84,646	30%	25,394
Giá mục tiêu (làm tròn)			87,100
Giá hiện tại (07/03/2024)			80,400
Upside			8.3%

Nguồn: KBSV

Biểu đồ 7. Diễn biến P/E của GAS giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOẢ PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích doanh nghiệp

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Chuyên viên phân tích cao cấp
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyenn1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Công nghệ thông tin & Tiện ích

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuann1@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khoả phân tích
research@kbsec.com.vn

Phân tích vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anh1d@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Ngân hàng

Hồ Đức Thành – Chuyên viên phân tích
thanhhd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Chiến lược đầu tư

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienss@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh
Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Nắm giữ:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.