

Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP - GAS

KHẢ QUAN

Chuẩn bị cho quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG

Giá mục tiêu (12T)
VND119.900

Hàng tiện ích | CẬP NHẬT

Consensus*: Mua:4 Giữ:8 Bán:0

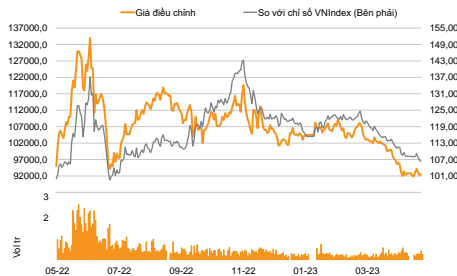
Giá mục tiêu / Consensus: 8,0%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➢ Giảm dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 8,8%/2,9%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND140.200
Giá thị trường	VND92.500
Cao nhất 52 tuần (VND)	134.000
Thấp nhất 52 tuần (VND)	91.900
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	22.256
Thị giá vốn (tỷ VND)	176.466
Free float	4%
Tỷ suất cổ tức	4,32%
P/E trượt (x)	12,0
P/B hiện tại (x)	2,96

Diễn biến giá



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Cơ cấu sở hữu

PVN	95,8%
Khác	4,2%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng Q1/23 giảm nhẹ 2,3% svck xuống 3.350 tỷ đồng do tác động trái chiều của giá năng lượng giảm và LN tài chính thuần cao hơn.
- Chúng tôi ước tính LN ròng của GAS sẽ giảm 13,7% svck trong năm 2023 do giá dầu giảm, nhưng GAS vẫn sẽ giữ vị thế chính trong giai đoạn chuyển dịch sang điện khí LNG tại Việt Nam trong dài hạn.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 119.900 đ/cp.

LN ròng Q1/23 giảm nhẹ do giá dầu sụt giảm

GAS công bố doanh thu thuần Q1/23 giảm 20,5% svck xuống còn 21.214 tỷ đồng chủ yếu do giá dầu FO Singapore (-25,9% svck) và giá CP LPG (-12% svck) đều giảm. Tuy nhiên, biên LN gộp Q1/23 mở rộng 3,6 điểm % svck lên 22,8% nhờ đóng góp cao hơn của mảng khí khô, vốn thường mang lại mức biên LN cao hơn đáng kể so với mảng LPG. Bên cạnh đó, LN tài chính thuần tăng 189,2% svck lên 461 tỷ đồng nhờ thu nhập tiền gửi tăng mạnh (+114,8% svck lên 480 tỷ đồng). Kết quả, LN ròng Q1/23 giảm nhẹ 2,3% svck xuống 3.350 tỷ đồng, hoàn thành 23,9% dự phóng cả năm của chúng tôi.

Chuẩn bị cho quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG

Trong giai đoạn 2023-24, do giá năng lượng giảm, chúng tôi dự báo LNST của GAS sẽ giảm 13,7% svck trong năm 2023, sau đó gần như đi ngang trong năm 2024. Tuy nhiên, về dài hạn, chúng tôi nhận thấy sự sụt giảm giá khí (và giá LNG) trên toàn cầu gần đây có thể tạo điều kiện thuận lợi cho xu hướng chuyển dịch LNG tại Việt Nam do giá LNG tham chiếu ở châu Á đã giảm về vùng giá hợp lý. Điện khí LNG là phân khúc đầy hứa hẹn trong những năm tới theo Dự thảo Quy hoạch Điện 8 nhờ tính ổn định trong sản xuất điện và khả năng gia tăng công suất dễ dàng thông qua nhập khẩu. Chúng tôi tin rằng LNG sẽ đóng góp đáng kể vào hoạt động kinh doanh của GAS từ năm 2025 khi nhà máy điện NT3&4 đi vào vận hành theo kế hoạch.

LN năm 2023-24 sẽ sụt giảm từ mức đỉnh lịch sử năm 2022

Chúng tôi giảm dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 8,8%/2,9% do: (1) giảm dự phóng DT 2023-24 xuống 9,2%/6,8% do giá định giá dầu, sản lượng khí khô và DT mảng LPG thấp hơn, nhưng (2) nâng giả định LN tài chính thuần trong năm 2023-24. Sau một năm 2022 kỷ lục, chúng tôi ước tính LN ròng của GAS sẽ giảm 13,7% svck trong năm 2023 do tác động của giá năng lượng sụt giảm sẽ lấn át mức tăng 6,2% svck của sản lượng tiêu thụ khí khô.

Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 119.900 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu 14,5% xuống 119.900 đồng/cp do dự phóng EPS năm 2023-24 thấp hơn và chuyển mô hình DCF sang năm 2023. Chúng tôi tin rằng GAS vẫn là một lựa chọn đầu tư tốt trong dài hạn nhờ vào: (1) vị trí quan trọng của GAS trong quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG trong dài hạn với nhiều dự án kho cảng LNG đã và đang được triển khai, (2) tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ từ chuỗi dự án Lô B – Ô Môn và (3) vị thế tài chính vững mạnh với số dư tiền mặt ròng là 30.800 tỷ đồng và tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -47,7% vào cuối Q1/23. Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu tiếp tục giảm và sản lượng tiêu thụ khí khô thấp hơn dự kiến.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	78.992	100.724	95.757	98.350
Tăng trưởng DT thuần	23,2%	27,5%	(4,9%)	2,7%
Biên lợi nhuận gộp	17,7%	21,2%	19,2%	19,1%
Biên EBITDA	18,5%	22,0%	21,5%	21,7%
LN ròng (tỷ)	8.673	14.798	12.773	13.169
Tăng trưởng LN ròng	10,4%	70,6%	(13,7%)	3,1%
Tăng trưởng LN cốt lõi	10,4%	70,6%	(13,7%)	3,1%
EPS cơ bản	4.531	7.732	6.674	6.880
EPS điều chỉnh	4.531	7.732	6.674	6.880
BVPS	26.696	31.274	33.139	35.971
ROAE	17,4%	26,7%	20,7%	19,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Chuẩn bị cho quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG

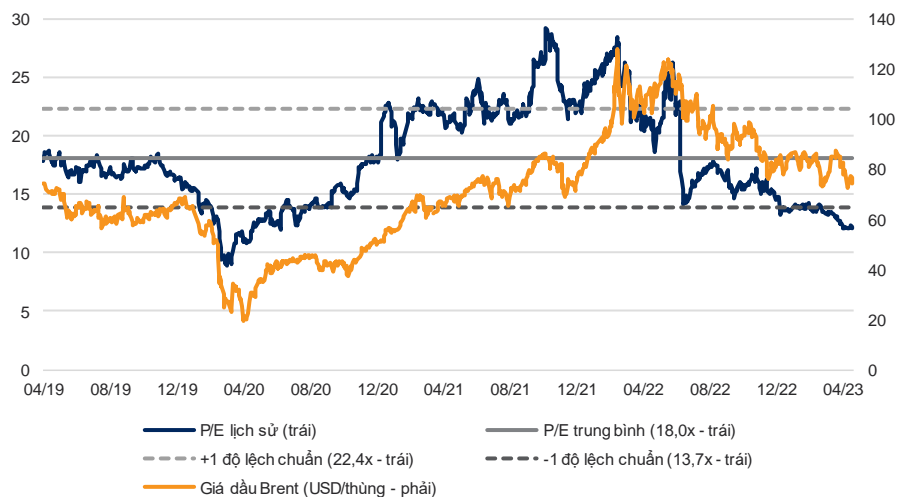
Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu thấp hơn là 119.900 đồng/cp

Chúng tôi giảm giá mục tiêu theo phương pháp DCF 14,5% xuống 119.900 đồng/cp do dự phóng EPS năm 2023-24 thấp hơn và chuyển mô hình định giá DCF sang năm 2023. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng GAS vẫn là một lựa chọn đầu tư tốt trong dài hạn nhờ vào: (1) vị trí quan trọng của doanh nghiệp trong quá trình chuyển dịch sang điện khí LNG tại Việt Nam trong dài hạn với nhiều dự án cơ sở hạ tầng năng lượng (các kho cảng LNG) đã và đang được triển khai, (2) tiềm năng tăng trưởng mạnh mẽ từ chuỗi dự án Lô B – Ô Môn và (3) vị thế tài chính vững mạnh với số dư tiền mặt ròng là 30.800 tỷ đồng và tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH là -47,7% vào cuối Q1/23, điều này có thể giúp GAS hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao. GAS hiện được giao dịch ở mức định giá tương đối hấp dẫn với P/E trượt là 12,0 lần, thấp hơn đáng kể so với P/E trung bình 5 năm là 18 lần trong bối cảnh giá dầu dự kiến sẽ duy trì mức cao trong hai năm tới (quanh 80 USD/thùng trong năm 2023-24). Do đó, chúng tôi cho rằng đây là thời điểm thích hợp để tích lũy cổ phiếu GAS.

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

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

Hình 1: GAS hiện được giao dịch ở mức P/E thấp nhất kể từ khi dịch Covid-19 bùng phát, thấp hơn đáng kể so với P/E trung bình 5 năm



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 2: Giá mục tiêu theo phương pháp DCF

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	142.564
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	60.097
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	202.661
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	34.276
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(6.083)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(1.316)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	229.538
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.914
Giá trị cổ phiếu (đồng)	119.929
Giá mục tiêu (đồng)	119.900

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2022	2023	2024	2025	2030	2035	CAGR 22-35
DT thuần	100.724	95.757	98.350	101.451	135.083	160.287	3,6%
% svck	27,5%	-4,9%	2,7%	3,2%	4,7%	2,8%	
COGS & OPEX	(82.924)	(81.022)	(83.147)	(86.345)	(115.200)	(137.403)	
EBIT	17.799	14.734	15.203	15.106	19.882	22.884	2,0%
Biên LN hoạt động KD	17,7%	15,4%	15,5%	14,9%	14,7%	14,3%	
Thuế khả dụng	-19,9%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	-20,0%	
EBIT * (1-mức thuế)	21.339	17.681	18.243	18.127	23.859	27.461	2,0%
+ Chi phí khấu hao	3.023	4.014	4.331	3.564	6.416	5.891	
% doanh thu	3,0%	4,2%	4,4%	3,5%	4,8%	3,7%	
- CapEx	(2.010)	(3.087)	(3.995)	(5.777)	(5.580)	(3.376)	
% doanh thu	-2,0%	-3,2%	-4,1%	-5,7%	-4,1%	-2,1%	
+ Thay đổi vốn lưu động	(4.023)	949	(220)	(440)	(540)	(630)	
% doanh thu	-4,0%	1,0%	-0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động TC khác	1.007	1.521	1.556	1.575	2.011	2.049	
% doanh thu	1,0%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,3%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	19.336	21.079	19.917	17.049	26.166	31.396	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	4,0%
Beta	1,0
Phần bù rủi ro thị trường	11,0%
Chi phí VCSH	14,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: WACC và Tăng trưởng dài hạn

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	80%
Nợ	20%
Chi phí nợ	5,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	12,8%
Tăng trưởng dài hạn	1,7%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 6: So sánh các doanh nghiệp trong ngành phân phối khí

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại		Vốn hóa tr.USD	P/E (x)		Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
			Nội tệ	Nội tệ		2023	2024		2023	2024	2023	2024	2023	2024
PTT PLC	PTT TB	KKN	32,25	NA	27.226	8,9	8,7		0,84	0,8	9,2%	8,7%	3,5%	3,6%
China Gas Holdings	384 HK	KKN	10,20	NA	7.075	8,1	7,1		0,81	0,8	10,3%	11,0%	4,2%	4,6%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	KKN	16,78	NA	7.384	17,6	17,3		2,47	2,4	14,1%	14,1%	10,5%	10,7%
Gail India	GAIL IN	KKN	108,1	NA	8.641	9,9	7,9		1,07	1,0	10,3%	12,8%	7,7%	9,4%
Toho Gas Ltd	9533 JP	KKN	2.551	NA	1.975	15,0	14,5		NA	NA	NA	NA	NA	NA
Perusahaan Gas Negara	PGAS IJ	KKN	1.410	NA	2.309	7,3	6,8		0,9	0,8	12,3%	14,3%	4,5%	4,5%
Oil & Natural Gas Corp	ONGC IN	KKN	166	NA	25.323	4,3	4,3		0,7	0,6	18,0%	16,2%	7,6%	7,8%
<i>Trung bình</i>														
PV GAS	GAS VN	Khả Quan	92.500	119.900	7.545	13,9	13,4	-4,0%	2,8	2,6	20,7%	19,9%	15,1%	14,8%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 12/05)

LN ròng Q1/23 giảm nhẹ do giá dầu sụt giảm

Hình 7: Tổng quan KQKD Q1/23

Đơn vị: tỷ đồng	Q1/22	Q1/23	% svck	% sv dự phóng 2023	Nhận định
Giá dầu Brent (USD/thùng)	97,9	82,2	-16,1%		
Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)	547,6	406,0	-25,9%		
Giá LPG CP (USD/tấn)	802,5	705,8	-12,0%		
Sản lượng khí khô (tỷ m3)	2,0	1,9	-3,4%	22,2%	Sản lượng tiêu thụ khí khô Q1/23 giảm nhẹ chủ yếu do huy động điện khí thấp hơn do tổng mức tiêu thụ điện giảm 1,9% svck trong quý đầu tiên
Doanh thu thuần	26.689	21.214	-20,5%	20,1%	Doanh thu Q1/23 giảm 20,5% svck chủ yếu do giá dầu FO Singapore tham chiếu và giá LPG CP đều giảm
Lợi nhuận gộp	5.136	4.842	-5,7%	23,6%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>19,2%</i>	<i>22,8%</i>	<i>3,6 điểm %</i>		Biên LN gộp Q1/23 tăng 3,6 điểm % điểm nhờ: (1) mảng khí khô đóng góp cao hơn và (2) tỷ trọng cao hơn của phần sản lượng khí khô ngoài bao tiêu, vốn thường ghi nhận mức tỷ suất LN cao hơn so với phần sản lượng trong bao tiêu. Trong Q1/23, sản lượng các nhà máy điện mua khí theo hợp đồng bao tiêu giảm 13,1% svck do các nhà máy thuộc EVN được giao Qc thấp
Chi phí bán hàng	(601)	(636)	5,8%	25,1%	
Chi phí QLDN	(351)	(427)	21,5%	38,5%	
EBIT	4.184	3.779	-9,7%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	159	461	189,2%	50,6%	LN tài chính thuần Q1/23 tăng 189,2% svck nhờ sự kết hợp giữa thu nhập tiền gửi tăng (+114,8% svck lên 480 tỷ đồng) và chi phí lãi vay giảm (-24,3% svck xuống 62 tỷ). Kết quả ấn tượng này đến từ số dư tiền mặt ròng dồi dào hơn 28.000 tỷ đồng vào cuối năm 2022 trong bối cảnh lãi suất tăng cao
Doanh thu tài chính	262	536	105,0%		
Chi phí tài chính	(102)	(75)	-26,3%		
LNTT	4.381	4.267	-2,6%		
LN ròng	3.429	3.350	-2,3%	23,9%	Thấp hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Triển vọng năm 2023-24: Chuẩn bị cho giai đoạn chuyển dịch sang điện khí LNG

KQKD năm 2023-24 sẽ bị ảnh hưởng bởi giá dầu giảm

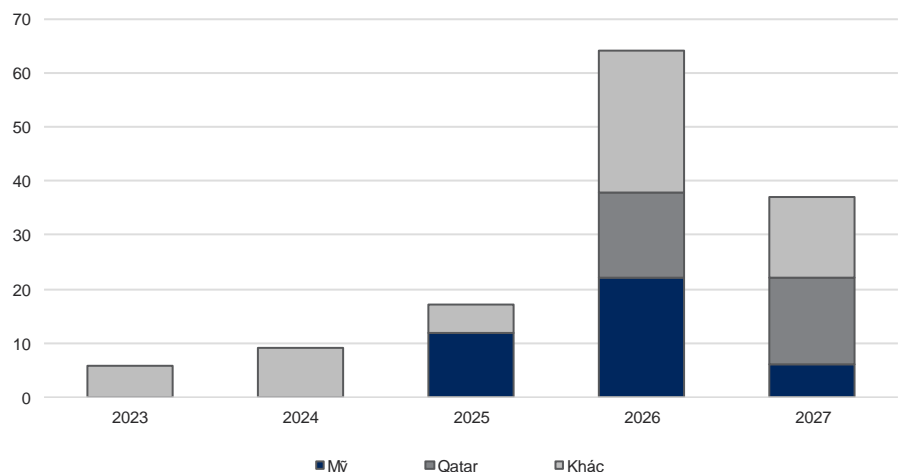
Theo quan điểm của chúng tôi, những bất ổn kinh tế vĩ mô do lãi suất cao hơn, khủng hoảng ngân hàng tại Mỹ và căng thẳng địa chính trị sẽ gây áp lực giảm giá lên giá dầu trong năm 2023. Tuy nhiên, dù đã giảm đáng kể so với mức đỉnh vào giữa năm 2022, chúng tôi cho rằng những trở ngại từ phía cung (do khủng hoảng Nga – Ukraine kéo dài và sự can thiệp hỗ trợ giá của OPEC+) và việc Trung Quốc mở cửa trở lại sẽ giúp cho giá dầu duy trì ở mức cao trong hai năm tới, đạt mức trung bình lần lượt là 85-80 USD/thùng trong năm 2023-24.

Giá dầu giảm chắc chắn sẽ làm giảm hiệu quả hoạt động của GAS trong ngắn hạn do giá bán sản phẩm của công ty được neo theo giá dầu tham chiếu. Chúng tôi ước tính DT và LN ròng của GAS sẽ giảm 4,9%/13,7% svck trong năm 2023 do tác động của giá năng lượng sụt giảm (giá dầu Brent: -13% svck) sẽ lấn át việc sản lượng khí khô phục hồi 6,2% svck. Với năm 2023, DT và LN ròng ước tính tăng nhẹ 2,7%/3,1% svck do tác động trái chiều từ sản lượng khí khô tăng (+3,6% svck) và giá dầu giảm (giá dầu Brent: -5,9% svck).

Giá LNG toàn cầu sụt giảm sẽ thúc đẩy xu hướng chuyển dịch LNG tại Việt Nam trong dài hạn

Sau khi tăng vọt trong năm 2022 do khủng hoảng Nga – Ukraine, giá khí đốt toàn cầu đã giảm kể từ nửa cuối năm 2022 do lo ngại nhu cầu giảm khi thời tiết mùa đông ôn hòa hơn và hiệu suất sử dụng năng lượng được cải thiện. Ngoài ra, theo Viện Kinh tế Năng lượng và Phân tích Tài chính (IEEFA), công suất hóa lỏng khí toàn cầu sẽ tăng vọt trong giai đoạn 2023-2027 với nhiều dự án LNG mới được bổ sung trong giai đoạn này, dẫn đầu là Mỹ và Qatar. Do đó, chúng tôi cho rằng sự bùng nổ các dự án LNG mới (đã được công bố) có thể gây ra tình trạng dư thừa nguồn cung LNG trong dài hạn, giúp giữ giá LNG duy trì ở mức thấp với giả định không có sự kiện “thiên nga đen” nào xảy ra như khủng hoảng Nga – Ukraine.

Hình 8: Dự báo công suất hóa lỏng tăng thêm trong giai đoạn 2023-27 (triệu tấn/năm)

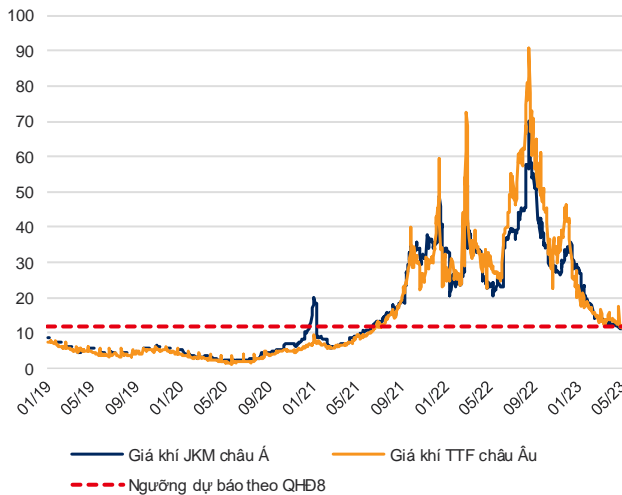


Nguồn: IEEFA

Chúng tôi nhận thấy giá khí toàn cầu (cũng như giá LNG) sụt giảm gần đây có thể tạo điều kiện thuận lợi cho xu hướng chuyển dịch sang LNG tại Việt Nam trong những năm tới do giá LNG tham chiếu tại châu Á đã giảm về vùng hợp lý, điều này có thể đảm bảo hiệu quả kinh tế của các dự án LNG và thúc đẩy tiến độ các dự án LNG tại Việt Nam, đơn cử như dự án NT3&4. Hơn nữa, chúng tôi cũng lưu ý rằng các hợp đồng LNG dài hạn tuy thường không được tiết lộ công khai, nhưng hầu hết các hợp đồng được định giá theo tỷ lệ phần trăm của giá dầu thô tham chiếu, thường thấp hơn và ổn định hơn giá giao ngay.

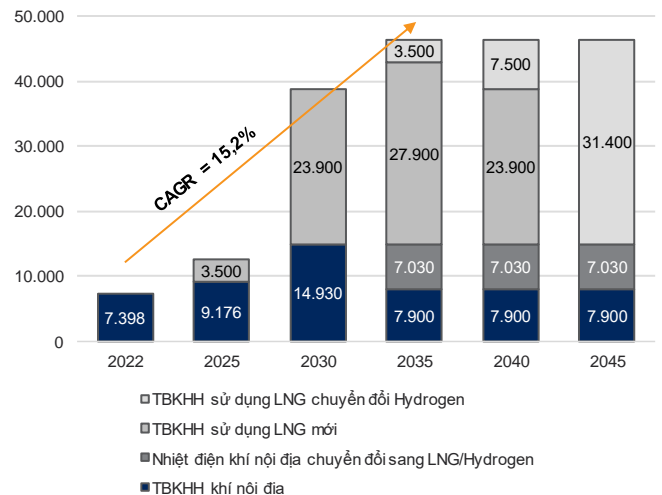
Nhìn chung, điện khí LNG vẫn là phân khúc đầy hứa hẹn trong những năm tới theo Dự thảo Quy hoạch Phát triển Điện 8 (QHĐ 8) nhờ tính ổn định trong sản xuất điện và khả năng gia tăng công suất dễ dàng thông qua nhập khẩu. Hiện tại, GAS đã nhận được giấy chứng nhận của Bộ Công Thương để trở thành doanh nghiệp đầu tiên tại Việt Nam đủ điều kiện xuất nhập khẩu khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG). Chúng tôi cho rằng GAS sẽ bước đầu cung cấp một lượng nhỏ LNG trong giai đoạn 2023-24 (~10-20% công suất kho cảng LNG Thị Vải) cho các khách hàng công nghiệp trong khi chờ đợi NT3&4 đi vào hoạt động. LNG sẽ đóng góp đáng kể vào hoạt động kinh doanh của GAS từ năm 2025 (chiếm 12,4% tổng sản lượng khí bán ra, theo ước tính của chúng tôi) khi NT3&4 đi vào vận hành như kế hoạch. Hiện GAS đã hoàn thành việc xây dựng kho cảng LNG Thị Vải và tiến hành đấu thầu mua lô hàng LNG đầu tiên của Việt Nam (từ 50.000 đến 70.000 tấn) để vận hành thử kho trong thời gian tới. Theo xu hướng chuyển dịch sang LNG, GAS sẽ là DN hưởng lợi chính với tư cách là nhà phát triển cơ sở hạ tầng năng lượng cũng như nhà cung cấp LNG.

Hình 9: Giá LNG tham chiếu tại Châu Á giảm xuống vùng giá hợp lý được nêu trong Dự thảo QHĐ 8 (Đơn vị: USD/mmbtu)



Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Điện khí sẽ phát triển với tốc độ nhanh trong giai đoạn 2022-30 trước khi bị cắt giảm dần từ năm 2035 (Đơn vị: MW)



Nguồn: Dự thảo QHĐ 8, VNDIRECT RESEARCH

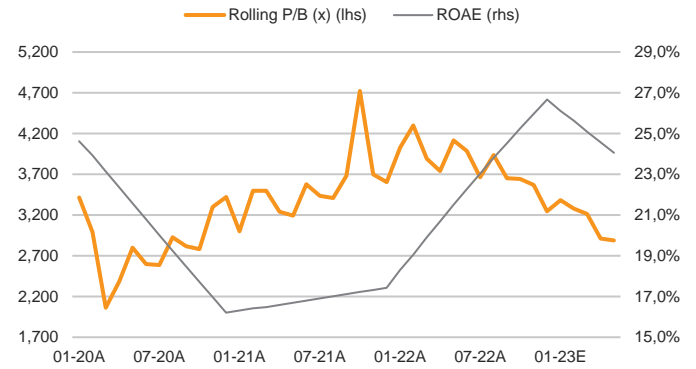
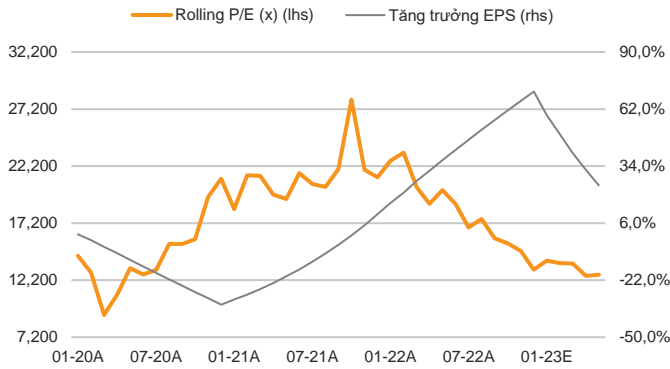
Chúng tôi hạ dự phóng EPS năm 2023-24 xuống 8,8%/2,9% do giảm giả định giá dầu và sản lượng khí khô

Hình 11: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2023-24

Đơn vị: tỷ đồng	2023			2024			Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	90	85	-5,6%	80	80	0,0%	Chúng tôi cập nhật lại theo giả định giá dầu Brent hiện tại của chúng tôi
Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)	517	453	-12,4%	460	427	-7,2%	
Sản lượng khí khô (triệu m3)	8.702	8.275	-4,9%	9.026	8.575	-5,0%	Chúng tôi hạ dự phóng sản lượng khí khô trong năm 2023-24 để phản ánh: (1) sản lượng thấp hơn dự kiến trong Q1/23, và (2) chúng tôi điều chỉnh giảm sản lượng LNG từ 340/680 triệu m3 xuống 100/340 triệu m3 trong năm 2023-24 do sự chậm trễ trong hoàn tất đàm phán thương mại tại dự án NT3&4
Sản lượng LPG (nghìn tấn) (USD/tấn)	2.067	2.042	-1,2%	2.090	2.064	-1,2%	
Giá LPG CP (USD/tấn)	668	669	0,3%	654	683	4,4%	
Doanh thu thuần	105.448	95.757	-9,2%	105.494	98.350	-6,8%	Dự phóng DT 2023-24 thấp hơn 9,2%/6,8% do: (1) giả định về sản lượng khí khô thấp hơn và (2) giả định DT mảng LPG thấp hơn (-13%/-8% so với dự phóng trước đó)
Lợi nhuận gộp	20.506	18.392	-10,3%	19.821	18.793	-5,2%	
<i>Biên LN gộp (%)</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,2%</i>	<i>-0,2 điểm%</i>	<i>18,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>0,3 điểm%</i>	
Chi phí BH và QLDN	3.638	3.658	0,5%	3.640	3.590	-1,4%	
EBIT	16.868	14.734	-12,6%	16.181	15.203	-6,0%	
Lãi (lỗ) từ hoạt động tài chính	911	1.452	59,4%	1.029	1.485	44,4%	Chúng tôi tăng giả định LN tài chính thuần năm 2023-24 để phản ánh thu nhập tiền gửi cao hơn dự kiến và lỗ tỷ giá thấp hơn trong Q1/23. Chúng tôi lưu ý rằng GAS sẽ được hưởng lợi từ môi trường lãi suất cao với lượng tiền mặt ròng dồi dào hơn 30.800 tỷ đồng vào cuối Q1/23
LNTT	17.821	16.256	-8,8%	17.252	16.759	-2,9%	
LN ròng	14.009	12.773	-8,8%	13.561	13.169	-2,9%	
EPS (đồng)	7.319	6.674	-8,8%	7.085	6.880	-2,9%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Định giá



Báo cáo KQ HKĐK

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	100.724	95.757	98.350
Giá vốn hàng bán	(79.409)	(77.365)	(79.557)
Chi phí quản lý DN	(1.075)	(1.149)	(1.082)
Chi phí bán hàng	(2.440)	(2.509)	(2.508)
LN hoạt động thuần	17.799	14.734	15.203
EBITDA thuần	20.822	18.748	19.534
Chi phí khấu hao	(3.023)	(4.014)	(4.331)
LN HĐ trước thuế & lãi vay	17.799	14.734	15.203
Thu nhập lãi	1.568	1.929	1.920
Chi phí tài chính	(671)	(476)	(435)
Thu nhập ròng khác	78	39	40
TN từ các Cty LK & LD	32	30	31
LN trước thuế	18.806	16.256	16.759
Thuế	(3.740)	(3.251)	(3.352)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(268)	(231)	(239)
LN ròng	14.798	12.773	13.169
Thu nhập trên vốn	14.798	12.773	13.169
Cổ tức phổ thông	(5.882)	(7.656)	(7.656)
LN giữ lại	8.916	5.117	5.513

Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	10.549	16.796	21.419
Đầu tư ngắn hạn	23.726	24.913	26.158
Các khoản phải thu ngắn hạn	16.191	15.739	16.166
Hàng tồn kho	4.102	3.577	3.679
Các tài sản ngắn hạn khác	1.082	1.029	1.057
Tổng tài sản ngắn hạn	55.652	62.054	68.479
Tài sản cố định	16.370	15.443	15.106
Tổng đầu tư	574	580	585
Tài sản dài hạn khác	10.067	8.054	8.054
Tổng tài sản	82.663	86.130	92.223
Vay & nợ ngắn hạn	45	588	604
Phải trả người bán	6.652	6.314	6.485
Nợ ngắn hạn khác	5.791	5.505	5.654
Tổng nợ ngắn hạn	12.488	12.407	12.743
Vay & nợ dài hạn	6.038	5.756	5.803
Các khoản phải trả khác	2.963	3.111	3.267
Vốn điều lệ và	19.140	19.140	19.140
LN giữ lại	19.241	22.803	28.215
Vốn chủ sở hữu	59.858	63.427	68.847
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.316	1.429	1.563
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	82.663	86.130	92.223

Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-22A	12-23E	12-24E
LN trước thuế	18.806	16.256	16.759
Khấu hao	3.023	4.014	4.331
Thuế đã nộp	(3.452)	(3.251)	(3.352)
Các khoản điều chỉnh khác	(1.561)	(1.306)	(1.329)
Thay đổi VLĐ	(4.023)	949	(220)
LC tiền thuần HKĐK	12.793	16.661	16.190
Đầu tư TSCĐ	(2.010)	(3.087)	(3.995)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	1	52	65
Các khoản khác	2.274	14	(45)
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
LC tiền từ HĐĐT	265	(3.020)	(3.974)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH			
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	(2.045)	261	63
Dòng tiền từ HĐTC khác	118	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(5.882)	(7.656)	(7.656)
LC tiền thuần HĐTC	(7.809)	(7.395)	(7.593)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	5.300	10.549	16.796
LC tiền thuần trong năm	5.249	6.247	4.623
Tiền & tương đương tiền cuối kì	10.549	16.796	21.419

Các chỉ số cơ bản

	12-22A	12-23E	12-24E
Dupont			
Biên LN ròng	14,7%	13,3%	13,4%
Vòng quay TS	1,25	1,13	1,10
ROAA	18,3%	15,1%	14,8%
Đòn bẩy tài chính	1,45	1,37	1,35
ROAE	26,7%	20,7%	19,9%
Hiệu quả			
Số ngày phải thu	58,7	60,0	60,2
Số ngày nắm giữ HTK	18,9	16,9	16,9
Số ngày phải trả tiền bán	30,6	29,8	29,8
Vòng quay TSCĐ	5,84	6,02	6,44
ROIC	22,0%	17,9%	17,1%
Thanh khoản			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	4,5	5,0	5,4
Khả năng thanh toán nhanh	4,1	4,7	5,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	2,7	3,4	3,7
Vòng quay tiền	47,0	47,1	47,2
Chỉ số tăng trưởng (yoy)			
Tăng trưởng DT thuần	27,5%	(4,9%)	2,7%
Tăng trưởng LN từ HĐKD	71,6%	(17,2%)	3,2%
Tăng trưởng LN ròng	70,6%	(13,7%)	3,1%
Tăng trưởng EPS	70,6%	(13,7%)	3,1%

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.

Trần Khánh Hiền - Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng – Trưởng phòng

Email: dung.nguyentien5@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: hai.nguyenngoc2@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>