

TCT Khí Việt Nam (GAS)

KQKD cải thiện mạnh trong 2Q2024

04/09/2024

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

KQKD 2Q2024 cải thiện mạnh do giá bán dầu ra thuận lợi

Doanh thu và lợi nhuận gộp 2Q2024 tăng mạnh lần lượt 25.0% và 32.1% yoy chủ yếu nhờ giá dầu FO tăng 15.3%, giá LPG tăng 14.7% và sản lượng tiêu thụ LPG tăng 19.6%. Trong 2Q2024, tăng trưởng sản lượng bán chủ yếu đến từ nguồn nhập khẩu.

Duy trì giả định giá dầu thô ở mức thận trọng do triển vọng nhu cầu tiêu thụ ảm đạm và nguồn cung bất ổn

Dữ liệu kinh tế của 2 nhà tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới là Mỹ và Trung Quốc đang cho thấy bức tranh kém khả quan. Việc bất ổn chính trị tại Libya đang có dấu hiệu cải thiện đã giải tỏa lo ngại thiếu hụt nguồn cung và gây áp lực giảm mạnh lên giá dầu thô trong ngắn hạn. Chúng tôi tạm thời duy trì giả định mức giá cả năm 2024 đạt 83 USD/thùng và giảm về 80 USD/thùng trong năm 2025.

Giá LNG Châu Á tăng mạnh trong 2Q2024 do nhu cầu tăng đột biến

Giá LNG Nhật Bản (thước đo giá LNG châu Á) đã tăng 32.9% trong 2Q2024. Nhật Bản và Trung Quốc đã gia tăng mạnh lượng nhập khẩu LNG do nhu cầu làm mát và chuyển đổi xe tải chạy khí LNG tăng đột biến. Giá khí LNG nhập khẩu biến động mạnh có tác động tiêu cực tới triển vọng dự án LNG trong dài hạn.

Chốt quyền nhận cổ tức tiền mặt và cổ phiếu phát hành do tăng vốn

GAS dự kiến chi trả cổ tức năm 2023 ở mức 6,000 VND/cổ phiếu và đồng thời phát hành thêm cổ phiếu với tỷ lệ 50:1 nhằm tăng vốn cổ phần từ nguồn VCSH. Ngày giao dịch không hưởng quyền là 13/09/2024 và ngày thanh toán dự kiến là 28/11/2024.

Khuyến nghị MUA, giá mục tiêu là 87,100 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu GAS là 87,100 VNĐ/cổ phiếu, tương đương với upside 4.6% so với giá đóng cửa 83,300 VNĐ/cổ phiếu ngày 30/08/2024. Chúng tôi thay đổi khuyến nghị thành TRUNG LẬP do tổng mức sinh lợi kỳ vọng không còn hấp dẫn.

Trung lập thay đổi

Giá mục tiêu	VND 87,100
Tăng/giảm (%)	4.6%
Giá hiện tại (30/08/2024)	VND 83,300
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 88,000
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	191.3/7.7

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	4.2%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	108.2/4.3
Sở hữu nước ngoài (%)	1.9%
Cổ đông lớn	PVN (92.1%)

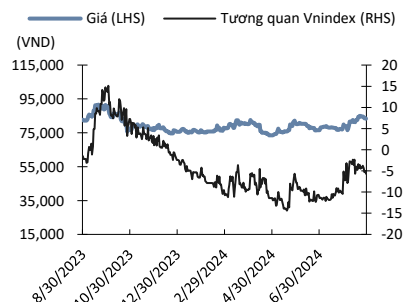
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	8.0	2.8	7.8	0.8
Tương đối	5.1	1.6	5.5	-4.8

Dự phóng KQKD & định giá

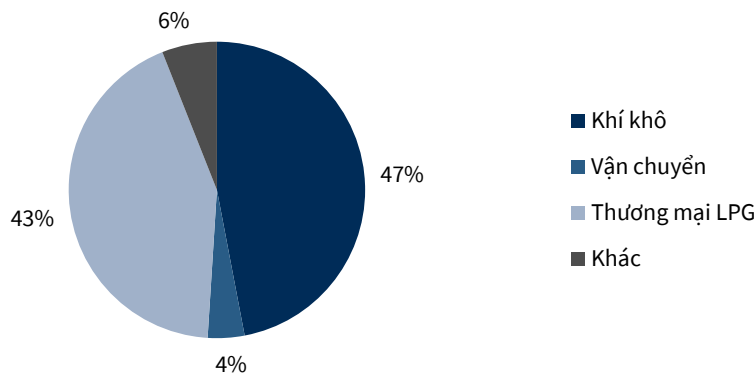
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	100,724	89,954	97,364	104,523
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	17,799	12,906	13,244	13,440
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	14,794	11,606	11,410	11,471
EPS (VND)	7,647	4,972	4,967	4,994
Tăng trưởng EPS (%)	75.6	-35.0	0.0	1.0
P/E (x)	10.9	16.8	16.8	16.7
P/B (x)	2.6	3.0	3.0	2.8
ROE (%)	24.6	18.1	18.0	16.7
Tỷ suất cổ tức (%)	3.7	7.2	4.2	4.2

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Cơ cấu doanh thu 2023



Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Tổng Công ty Khí Việt Nam-CTCP (GAS) được thành lập vào năm 1990, là đơn vị thành viên thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Quốc gia Việt Nam. GAS giữ vị thế số 1 về cung cấp khí khô, LPG và LNG tại Việt Nam.

Điểm nhấn đầu tư

Chú thích

Giá dầu thô duy trì ở mức cao. Giá dầu thô đạt bình quân 85 USD/thùng trong 1H2024, giúp hỗ trợ kết quả kinh doanh trong bối cảnh tiêu điện khí từ nguồn nội địa suy yếu do ưu tiên các nguồn điện khác

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

Tăng trưởng sản lượng khí trong trung hạn chủ yếu đến từ mảng LNG. Khí LNG nhập khẩu giúp bổ sung nguồn cung khí trong giai đoạn 2024-2026 khi các mỏ khí nội địa đang có xu hướng suy giảm nhanh

Chi tiết ở phần dưới của báo cáo

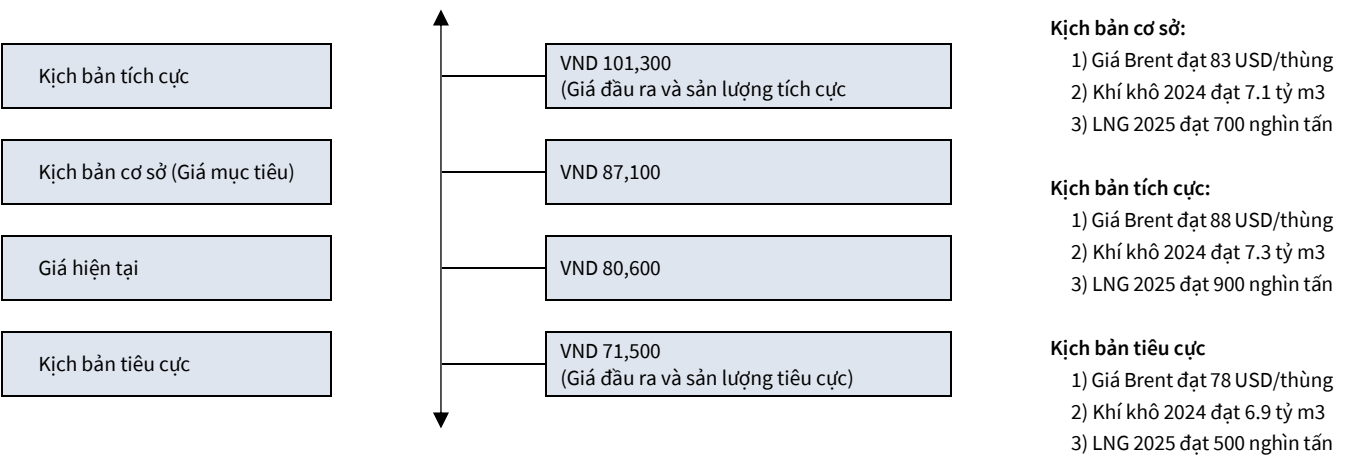
Dự phóng kết quả kinh doanh

(tỷ VND)	Dự phóng của KBSV		Thay đổi với kỳ trước		Dự phóng đồng thuận*		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	97,364	104,523	7%	5%	95,452	101,077	2%	3%
EBIT	13,244	13,440	1%	-6%	13,627	14,561	-3%	-8%
LNST công ty mẹ	11,410	11,471	-2%	-7%	12,624	12,680	-10%	-10%

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các CTCK được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Quan điểm định giá



Hoạt động kinh doanh

KQKD 2Q2024 cải thiện mạnh do giá bán đầu ra thuận lợi

Doanh thu và lợi nhuận gộp 2Q2024 tăng mạnh lần lượt 25.0% và 32.1% yoy chủ yếu nhờ giá dầu FO tăng 15.3%, giá LPG tăng 14.7% và sản lượng tiêu thụ LPG tăng 19.6%. Trong 2Q2024, nhìn chung tình hình tiêu thụ khí khô từ nguồn nội địa vẫn chưa cải thiện đáng kể. Mức tăng trưởng sản lượng bán khí chủ yếu đến từ nguồn khí LNG nhập khẩu. GAS cũng ghi nhận khoản trích lập dự phòng nợ xấu 815 tỷ VND liên quan đến vấn đề cước phí tại đường ống Phú Mỹ - TPHCM. Tuy nhiên, công ty kỳ vọng có thể hoàn nhập khoản trích lập này trong tương lai.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q2/2023	Q2/2024	+/-%YoY	6M2023	6M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	24,043	30,052	25.0%	45,257	53,367	17.9%	Chủ yếu nhờ (1) giá dầu FO, sản lượng tiêu thụ và giá LPG tăng mạnh
Lợi nhuận gộp	4,343	5,736	32.1%	9,185	9,427	2.6%	LNG 2Q2024 tăng mạnh nhờ giá đầu ra thuận lợi, giúp bù đắp cho 1Q2024
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18.1%</i>	<i>19.1%</i>		<i>20.3%</i>	<i>17.7%</i>		
Thu nhập tài chính	598	445	-25.7%	1,135	908	-20.0%	
Chi phí tài chính	95	229	141.1%	170	410	141.2%	Chủ yếu đến từ các khoản lỗ tỷ giá
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	10	13.5	35.0%	9.0	13.0	44.4%	
SG&A	853	1,726	102.4%	1,915	2,529	32.1%	Trích lập dự phòng nợ xấu 815 tỷ VND liên quan đến cước phí đường ống Phú Mỹ - TPHCM
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	4,004	4,240	5.9%	8,244	7,409	-10.1%	
Thu nhập khác	-4	0	-100.0%	23	1	-95.7%	
Lợi nhuận trước thuế	3,990	4,226	5.9%	8,257	7,397	-10.4%	
Lợi nhuận sau thuế	3,196	3,416	6.9%	6,613	5,960	-9.9%	
LNST công ty mẹ	3,156	3,321	5.2%	6,506	5,832	-10.4%	
<i>Biên LNST</i>	<i>13.1%</i>	<i>11.1%</i>		<i>14.4%</i>	<i>10.9%</i>		
Sản lượng tiêu thụ khí khô & LNG (triệu tấn)	1,632	1,957	19.9%	3,990	3,589	-10.1%	
Khách hàng điện	1,115	1,384	24.1%	2,949	2,499	-15.3%	Huy động điện khí nội địa thấp do Bộ Công Thương ưu tiên các nguồn điện khác trong 1Q2024. Cải thiện trong 2Q2024 chủ yếu nhờ đóng góp từ khí LNG
Khách hàng đạm	299	310	3.7%	553	609	10.1%	
Khách hàng công nghiệp	218	264	21.1%	487	482	-1.0%	Đóng góp từ khí LNG
Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)	683	817	19.6%	1,090	1,500	37.6%	Tăng trưởng chủ yếu đến từ xuất khẩu quốc tế
Giá dầu Brent (USD/thùng)	78	85	8.9%	80	83	4.8%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	433	499	15.3%	406	469	15.4%	
Giá LPG (USD/tấn)	517	593	14.7%	611	606	-1.0%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

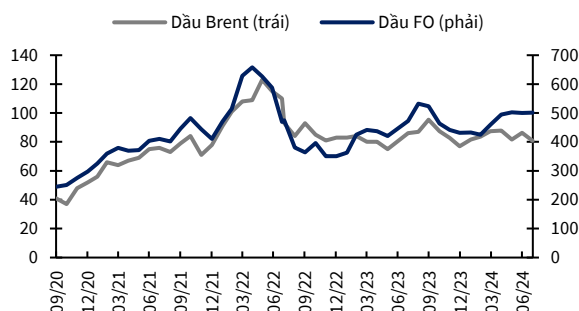
Duy trì giả định giá dầu thô ở mức thận trọng do triển vọng nhu cầu tiêu thụ ảm đạm và nguồn cung bất ổn

Giá dầu Brent bình quân đạt 85 USD/thùng trong 1H2024 nhưng đã suy yếu đáng kể và chỉ đạt 79 USD/thùng trong giai đoạn tháng 7-8/2024. OPEC đã điều chỉnh hạ dự phóng nhu cầu tiêu thụ dầu thô toàn cầu năm 2024 và 2025 lần lượt 6.0% và 3.5% yoy trong báo cáo gần nhất. Đợt điều chỉnh này chủ yếu đến từ việc các dữ liệu kinh tế của 2 nhà tiêu thụ dầu thô lớn nhất thế giới là Mỹ và Trung Quốc đang cho thấy bức tranh kém khả quan. Về phía cung, nhóm OPEC+ trong cuộc họp gần nhất đã nhấn mạnh rằng việc nới lỏng chính sách cắt giảm sản lượng từ 3Q2024 sẽ phải phụ thuộc vào nhu cầu thực tế của thị trường. Tuy nhiên, việc bất ổn chính trị tại Libya đang có dấu hiệu cải thiện đã giải tỏa lo ngại thiếu hụt nguồn cung và gây áp lực giảm mạnh lên giá dầu thô trong ngắn hạn. Chúng tôi tạm thời duy trì giả định mức giá cả năm 2024 đạt 83 USD/thùng và giảm về 80 USD/thùng trong năm 2025.

Giá LNG Nhật Bản biến động mạnh do nhu cầu tiêu thụ tăng đột biến

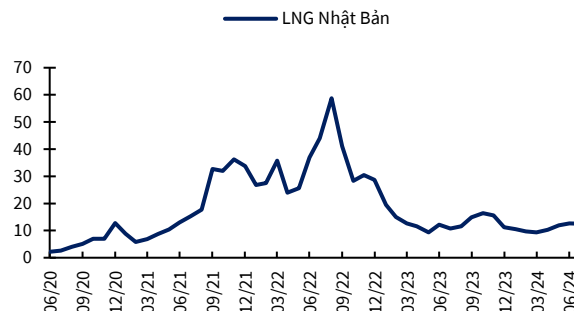
Giá LNG Nhật Bản (thước đo giá LNG châu Á) đã tăng 32.9% trong 2Q2024 và chạm mức 12.5 USD/mmBTU vào cuối tháng 7/2024. 2 quốc gia tiêu thụ lớn nhất trong khu vực là Nhật Bản và Trung Quốc đã gia tăng mạnh lượng nhập khẩu LNG nhằm (1) đối phó với nhu cầu làm mát tăng đột biến trong mùa hè nóng kỷ lục và (2) đáp ứng nhu cầu chuyển đổi nhiên liệu xe tải từ xăng dầu truyền thống sang LNG. Mặc dù biên độ giao động không còn ở mức cao vượt trội như giai đoạn 2021-2022, giá khí LNG châu Á nhìn chung vẫn có khả năng biến động rất mạnh do tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong khu vực. Chúng tôi cho rằng điều này có tác động tiêu cực tới triển vọng dự án LNG của GAS, đặc biệt trong bối cảnh công ty dự kiến sẽ bắt đầu đẩy mạnh sản lượng kinh doanh từ năm 2025.

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

Chốt quyền nhận cổ tức tiền mặt và cổ phiếu phát hành do tăng vốn

GAS dự kiến chi trả cổ tức năm 2023 ở mức 6,000 VND/cổ phiếu và đồng thời phát hành thêm cổ phiếu với tỷ lệ 50:1 nhằm tăng vốn cổ phần từ nguồn VCSH. Ngày giao dịch không hưởng quyền là 13/09/2024 và ngày thanh toán dự kiến là 28/11/2024.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 4. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	89,954	97,364	8.2%	104,523	7.4%	Điều chỉnh tăng 20% sản lượng tiêu thụ LPG năm 2024 so với báo cáo gần nhất
Lợi nhuận gộp	16,925	17,893	5.7%	18,133	1.3%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>18.8%</i>	<i>18.4%</i>		<i>17.3%</i>		
Thu nhập tài chính	2,273	1,932	-15.0%	1,932	0.0%	Điều chỉnh giảm 15% dự phóng năm 2024 so với báo cáo gần nhất do kết quả thực tế kém hơn kỳ vọng
Chi phí tài chính	587	658	12.1%	775	17.8%	
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	27	27	1.1%	27	0.0%	
SG&A	4,019	4,649	15.7%	4,693	0.9%	Điều chỉnh tăng 14% dự phóng năm 2024 so với báo cáo gần nhất do ảnh hưởng của khoản dự phòng liên quan đến đường ống PM-TPHCM. Tuy nhiên sẽ có khả năng hoàn nhập trong tương lai
Lãi/ lỗ từ hoạt động kinh doanh	14,619	14,545	-0.5%	14,624	0.5%	
Thu nhập khác	-13	0	-100.0%	0	N/A	
Lợi nhuận trước thuế	14,640	14,545	-0.6%	14,624	0.5%	
Lợi nhuận sau thuế	11,793	11,636	-1.3%	11,699	0.5%	
LNST công ty mẹ	11,606	11,410	-1.7%	11,471	0.5%	
<i>Biên LNST</i>	<i>12.9%</i>	<i>11.7%</i>		<i>11.0%</i>		
Sản lượng tiêu thụ khí khô (triệu tấn)	7,300	7,125	-2.4%	7,180	0.8%	
Khách hàng điện	5,189	4,916	-5.3%	5,098	3.7%	Trong năm 2024, Bộ Công Thương (BCT) tăng huy động từ điện than, năng lượng tái tạo Kỳ vọng ổn định hơn từ mức nền thấp 2023. Không có bảo trì lớn diễn ra trong năm 2024
Khách hàng đạm	1,132	1,211	7.0%	1,077	-11.1%	
Khách hàng công nghiệp	980	997	1.8%	1,005	0.8%	
Sản lượng tiêu thụ LPG (nghìn tấn)	2,450	2,940	20.0%	2,940	0.0%	Điều chỉnh tăng 20% sản lượng tiêu thụ năm 2024 do kết quả vượt trội trong nửa đầu năm
Giá dầu Brent (USD/thùng)	83	83	0.0%	80	-3.6%	
Giá dầu FO (USD/tấn)	442	442	0.0%	426	-3.6%	
Giá LPG (USD/tấn)	577	577	0.0%	566	-1.8%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

Khuyến nghị TRUNG LẬP, duy trì giá mục tiêu là 87,100 VND/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp chiết khấu dòng tiền doanh nghiệp (FCFF) và so sánh P/E để đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu GAS là 87,100 VND/cổ phiếu, tương đương với upside 4.6% so với giá đóng cửa 83,300 VND/cổ phiếu ngày 29/08/2024. Mức P/E mục tiêu là 16.3x được chọn theo trung vị P/E của GAS trong 5 năm. Chúng tôi hạ khuyến nghị cho GAS xuống mức TRUNG LẬP do mức sinh lời kỳ vọng không còn đủ hấp dẫn.

Bảng 5. Giả định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	4.7%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	131,129
Phần bù rủi ro	7.6%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	39,895
Beta	0.69	Tổng giá trị hiện tại	171,024
Lãi suất bình quân	7.5%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	42,857
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-5,927
Chi phí vốn bình quân	9.1%	Trừ: Lợi ích ĐTS	-1,476
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	206,478
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	2,297
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VND)	89,800

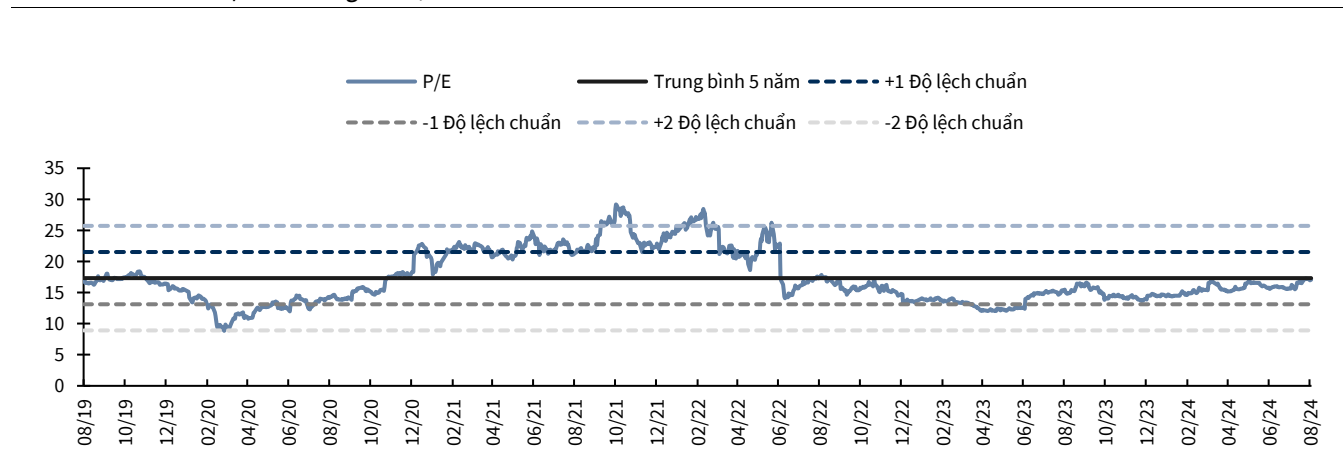
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 6. Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá dự phóng	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFF	89,800	70%	62,860
P/E (16.3x)	80,962	30%	24,289
Giá mục tiêu (làm tròn)			87,100
Giá hiện tại (06/06/2024)			83,300
Upside			4.6%
Tỷ suất cổ tức			4.2%
Tổng mức sinh lời			8.8%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

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



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

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

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 – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@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

Dầu khí & Hóa Chất

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

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

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

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

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

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@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:	Trung lập:	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.