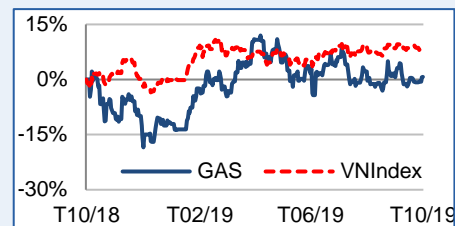


Tổng CT Khí Việt Nam (GAS) [KHẢ QUAN +10,0%]

BC Cập nhật

Ngành:	Tiền ích		2018A	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	04/11/2019	Tăng trưởng DT	17,2%	3,2%	0,9%	6,1%
Giá hiện tại:	105.500VND	Tăng trưởng EPS**	18,3%	17,5%	-3,7%	6,3%
Giá mục tiêu:	109.500VND	Tăng trưởng EPS***	37,1%	14,5%	-3,7%	6,3%
Giá mục tiêu gần nhất:	117.000VND	Biên LN ròng	15,1%	17,2%	16,5%	16,5%
TL tăng:	+3,8%	EV/EBITDA	12,3x	10,9x	11,2x	10,6x
Lợi suất cổ tức:	6,2%	Giá CP/Dòng tiền HD	16,3x	12,4x	12,7x	12,2x
Tổng mức sinh lời:	+10,0%	P/E	18,0x	15,3x	15,9x	15,0x



GT vốn hóa:	8,7 tỷ USD		<u>GAS</u>	<u>*Peers</u>	<u>VNI</u>
Room KN:	168,1tr USD	P/E (trượt)	17,1x	19,3x	16,8x
GTGD/ngày (30n):	1,4tr USD	P/B (hiện tại)	4,4x	3,0x	2,4x
Cổ phần Nhà nước:	96%	Nợ ròng/CSH	-55,2%	2,6%	NA
SL cổ phiếu lưu hành	1,91 tỷ	ROE	26,8%	15,2%	14,7%
Pha loãng	1,91 tỷ	ROA	19,4%	9,1%	2,5%
PEG 3 năm:	3,1	* bao gồm CT cùng ngành NN (trung bình 6 năm cho P/E)			
		** báo cáo *** cốt lõi			

Tổng quan công ty:

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp khí đầu vào cho 100% nhà máy điện khí, 70% nhà máy sản xuất urê và 100% khu công nghiệp trong nước. Công ty cũng có thị phần 70% trong lĩnh vực bán buôn LPG. Công ty là thành viên của PetroVietnam (PVN).

Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên Cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương

Trưởng phòng Cao cấp

Cơ chế giá khí chưa rõ ràng cho sản lượng khí dưới bao tiêu

- Chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN nhưng giảm giá mục tiêu 6,4% vì chúng tôi giảm trung bình dự báo lợi nhuận giai đoạn 2020-2025 khoảng 16%. Điều này ảnh hưởng mạnh hơn tác động tích cực từ việc cập nhật giá mục tiêu của chúng tôi đến thời điểm cuối năm 2020 và mở rộng giai đoạn dự báo của chúng tôi từ 2019-2025 đến 2020-2030, nhằm nắm bắt tốt hơn lợi nhuận và dòng tiền dự kiến sau giai đoạn vốn đầu tư lớn của Tổng CT Khí Việt Nam (GAS).
- Chúng tôi giảm dự báo EPS 2019 1,5% chủ yếu do dự báo giá LPG 2019 giảm 3,2%. Chúng tôi dự báo tăng trưởng EPS 2019 đạt 17,5% YoY nhờ lợi nhuận tăng đến từ sản lượng khí bán cho các nhà máy điện thuộc mảng dưới bao tiêu, có ảnh hưởng cao hơn mức giảm 7,3% YoY của giá dầu nhiên liệu.
- Chúng tôi giảm dự báo lợi nhuận 2020-2025 trung bình khoảng 16% sau khi điều chỉnh giảm kịch bản cơ sở của giá dầu khoảng 7%, như đã đề cập trong báo cáo Ngành Năng lượng ngày 23/10/2019 của chúng tôi. Theo đó, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép của EPS đạt 7,4% trong giai đoạn 2019-2030.
- Chúng tôi duy trì dự báo cổ tức tiền mặt đạt 6.500 đồng/cổ phiếu (lợi suất 6,2%) cho năm 2019 và 2020.
- GAS hiện được giao dịch với P/E dự phóng 2019 là 15,3 lần, giảm 19,9% so với P/E trung bình của công ty chung ngành.
- GAS sẽ hưởng lợi từ nhu cầu khí mạnh tại Việt Nam trong những năm tới. Lợi nhuận dài hạn của công ty được dẫn dắt bởi lợi nhuận cao hơn từ mảng vận chuyển khí, có ảnh hưởng cao hơn mức giảm lợi nhuận từ mảng phân phối khí khi các mỏ khí giá rẻ hết dự trữ. Chúng tôi dự báo lợi nhuận từ mảng vận chuyển sẽ tăng gấp đôi và đóng góp khoảng 70% cho lợi nhuận ròng của GAS vào năm 2025 so với mức khoảng 40% trong năm 2019.
- Rủi ro: những thay đổi tiếp theo liên quan đến cơ chế giá khí bán cho các nhà máy điện dưới bao tiêu.

Chúng tôi giảm giá định giá dầu nhiên liệu 6,6% trong giai đoạn 2020-2025 sau khi điều chỉnh giảm kịch bản cơ sở của giá dầu Brent như đã đề cập trong báo cáo quan điểm ngành Năng lượng. Vì giá dầu nhiên liệu hiện tại là căn cứ để tính giá khí đầu ra, việc giảm giá định giá dầu nhiên liệu của chúng tôi dẫn đến giá khí đầu ra giảm 6,6%, khiến dự báo lợi nhuận 2020-2025 giảm khoảng 16%.

Rủi ro từ những thay đổi tiếp theo liên quan đến cơ chế giá khí cho mảng dưới bao tiêu. Chúng tôi hiện dự báo lợi nhuận từ việc giá khí tăng cho mảng dưới bao tiêu (chúng tôi ước tính khoảng 15% tổng lợi nhuận ròng của GAS trong năm 2020 và khoảng 5% p.a. trong giai đoạn 2021-2025) sẽ được ghi nhận vào lợi nhuận của GAS. Tuy nhiên, công ty hiện chia sẻ rằng sẽ ghi nhận khoản lợi nhuận này đến khi có quy định mới cho cơ chế giá khí cho mảng này, cho thấy vẫn

đề này vẫn chưa được chắc chắn. Do đó, chúng tôi thử nghiệm kịch bản khi khoản lợi nhuận này sẽ không được ghi nhận vào lợi nhuận của GAS, dẫn đến ước tính giá trị hợp lý cho GAS giảm khoảng 8% và tổng mức sinh lời dự phóng là 1,7%.

GAS khởi công cảng nhập khí LNG đầu tiên tại Thị Vải ngày 28/10/2019, điều này cho thấy dự án này đang đi đúng hướng để đi vào hoạt động từ năm 2023 và phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi. Chúng tôi hiện dự báo dự án này đóng góp trung bình khoảng 8% cho lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn 2023-2025.

Báo cáo tài chính

KQLN (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	75.611	78.019	78.752	83.571	Tiền và tương đương	6.705	11.280	12.879	9.898
Giá vốn hàng bán	-58.120	-58.482	-59.368	-62.903	Đầu tư TC ngắn hạn	21.602	21.602	14.602	12.602
Lợi nhuận gộp	17.491	19.537	19.384	20.668	Các khoản phải thu	4.638	4.786	4.831	5.126
Chi phí bán hàng	-1.127	-1.170	-1.181	-1.254	Hàng tồn kho	1.948	1.961	1.991	2.223
Chi phí quản lí DN	-2.638	-2.497	-2.284	-2.424	TS ngắn hạn khác	6.039	6.197	6.254	6.626
LN thuần HĐKD	13.726	15.870	15.919	16.991	Tổng TS ngắn hạn	40.932	45.826	40.557	36.475
Doanh thu tài chính	1.477	1.558	997	983	TS dài hạn (gộp)	51.889	54.479	62.429	72.279
Chi phí tài chính	-616	-284	-384	-418	- Khấu hao lũy kế	-32.021	-34.814	-36.783	-39.090
Trong đó, chi phí lãi vay	-440	-248	-264	-310	TS dài hạn (ròng)	19.868	19.665	25.646	33.189
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-4	-4	-4	-4	Đầu tư TC dài hạn	63	63	63	63
Lợi nhuận/(chi phí) khác	-44	-	-	-	TS dài hạn khác	1.751	1.751	1.751	1.751
LNTT	14.539	17.141	16.527	17.553	Tổng TS dài hạn	21.682	21.479	27.460	35.003
Thuế TNDN	-2.831	-3.428	-3.305	-3.511	Tổng Tài sản	62.614	67.305	68.017	71.478
LNST trước CĐTS	11.708	13.712	13.222	14.042					
Lợi ích CĐ thiểu số	-254	-257	-259	-262	Phải trả ngắn hạn	2.661	2.663	3.244	3.781
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	11.454	13.456	12.963	13.780	Nợ ngắn hạn	1.489	1.370	1.605	1.783
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi	11.750	13.456	12.963	13.780	Nợ ngắn hạn khác	7.696	7.700	7.801	8.206
					Tổng nợ ngắn hạn	11.846	11.734	12.649	13.770
EBITDA	16.554	18.662	17.888	19.297	Nợ dài hạn	3.395	6.926	5.942	4.766
EPS báo cáo, VND	5.865	6.890	6.637	7.056	Nợ dài hạn khác	506	506	506	506
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	6.019	6.890	6.637	7.056	Tổng nợ	15.747	19.166	19.097	19.042
EPS pha loãng hoàn toàn, VND	6.019	6.890	6.637	7.056					
DPS, VND	5.300	6.500	6.500	5.500	Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
DPS/EPS (%)	90,4%	94,3%	97,9%	77,9%	Vốn cổ phần	19.140	19.140	19.140	19.140
(1) Không bao gồm lợi nhuận bất thường					Thặng dư vốn CP	37	37	532	532
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Lợi nhuận giữ lại	10.582	11.597	12.119	15.373
Tăng trưởng					Vốn khác	15.141	15.141	15.141	15.141
Tăng trưởng doanh thu	17,2%	3,2%	0,9%	6,1%	Lợi ích CĐTS	1.794	2.051	2.310	2.571
Tăng trưởng LN HĐKD	18,0%	15,6%	0,3%	6,7%	Vốn chủ sở hữu	46.868	48.139	48.921	52.436
Tăng trưởng EPS, báo cáo	18,3%	17,5%	-3,7%	6,3%	Tổng cộng nguồn vốn	62.614	67.305	68.018	71.478
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	37,1%	14,5%	-3,7%	6,3%					
					CP lưu hành cuối năm (tr)	1.914	1.914	1.914	1.914
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	23,1%	25,0%	24,6%	24,7%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN từ HĐ %	18,2%	20,3%	20,2%	20,3%	Tiền đầu năm	13.502	6.705	11.280	12.879
Biên EBITDA	21,9%	23,9%	22,7%	23,1%	Lợi nhuận sau thuế	11.454	13.456	12.963	13.780
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,5%	17,2%	16,5%	16,5%	Khấu hao	2.828	2.792	1.969	2.307
ROE %	26,5%	29,5%	28,0%	28,6%	Thay đổi vốn lưu động	-186	-310	549	43
ROA %	18,4%	20,7%	19,2%	19,8%	Điều chỉnh khác	-1.675	295	383	372
					Tiền từ hoạt động KD	12.421	16.233	15.864	16.503
Chỉ số hiệu quả vận hành									
Số ngày tồn kho	12,2	12,2	12,3	12,9	Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-673	-2.590	-7.950	-9.849
Số ngày phải thu	22,4	22,4	22,5	22,4	Đầu tư, ròng	-6.645	-4	6.996	1.996
Số ngày phải trả	16,7	16,6	20,0	21,9	Tiền từ HĐ đầu tư	-7.318	-2.593	-954	-7.853
TG luân chuyển tiền	17,9	18,0	14,7	13,4					
					Cổ tức đã trả	-10.155	-12.441	-12.441	-10.527
Thanh khoản					Tăng (giảm) vốn	61	0	0	0
CS thanh toán hiện hành	3,5	3,9	3,2	2,6	Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.524	-989	0	0
CS thanh toán nhanh	3,3	3,7	3,0	2,5	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-6.834	4.401	-750	-997
CS thanh toán tiền mặt	0,6	1,0	1,0	0,7	Tiền từ các hoạt động TC khác	-4.330	4.365	-870	-1.105
Nợ/Tài sản	7,8%	12,3%	11,1%	9,2%	Tiền từ hoạt động TC	-11.900	-9.064	-13.311	-11.631
Nợ/Vốn sử dụng	9,4%	14,7%	13,4%	11,1%					
Nợ/Vốn CSH	-52,0%	-53,3%	-42,8%	-32,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-6.797	4.575	1.599	-2.982
Khả năng thanh toán lãi vay	31,2	64,1	60,2	54,7	Tiền cuối năm	6.705	11.280	12.879	9.898

Nguồn: Số liệu của công ty, VCSC

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thùy Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139
- Ngô Thị Thanh Trúc, Chuyên viên, ext 116

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Lê Phước Đức, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

- Hoàng Nam, Chuyên viên cao cấp, ext 124
- Thái Nhật Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.