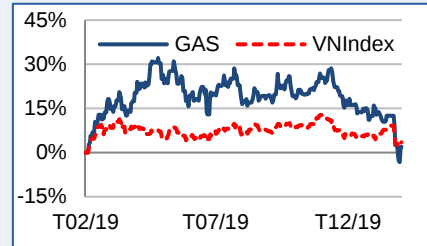


Tổng CT Khí Việt Nam (GAS) [KHẢ QUAN +11,5%]

BC Cập nhật

Ngành:	Tiện ích		2019A	2020F	2021F	2022F
Ngày báo cáo:	10/02/2020	Tăng trưởng DT	-0,3%	-2,8%	8,5%	7,5%
Giá hiện tại:	86.800VND	Tăng trưởng EPS**	4,2%	-20,4%	24,0%	0,2%
Giá mục tiêu:	91.500VND	Tăng trưởng EPS***	1,6%	-20,4%	24,0%	0,2%
Giá mục tiêu trước đây:	109.500VND	Biên LN ròng	15,8%	13,0%	14,8%	13,9%
TL tăng:	+5,4%	EV/EBITDA	10,2x	12,4x	10,2x	10,0x
Lợi suất cổ tức:	6,1%	Giá CP/Dòng tiền HĐ	12,9x	13,5x	12,0x	11,2x
Tổng mức sinh lời:	+11,5%	P/E	14,2x	17,8x	14,4x	14,4x



			GAS	*Peers	VNI
GT vốn hóa:	7,2 tỷ USD		14,2x	19,3x	16,3x
Room KN:	138,3 tr USD	P/E (trượt)	3,4x	3,3x	2,2x
GTGD/ngày (30n):	1,1 tr USD	P/B (hiện tại)	-56,8%	2,6%	NA
Cổ phần Nhà nước:	96%	Nợ ròng/CSH	25,5%	15,1%	13,5%
SL cổ phiếu lưu hành	1,91 tỷ	ROE	19,4%	9,0%	2,2%
Pha loãng	1,91 tỷ	ROA	* 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 ure 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

Giá dầu giảm và không có phần lợi nhuận tăng thêm cho sản lượng dưới bao tiêu

- Chúng tôi giảm giá mục tiêu 16,4% trong khi điều chỉnh giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS giai đoạn 2020-2030 trung bình 13,6%, chủ yếu do giả định giá dầu nhiên liệu (FO) giảm và không có phần lợi nhuận tăng thêm cho sản lượng dưới bao tiêu. Tuy nhiên, chúng tôi duy trì khuyến nghị KHẢ QUAN khi giá cổ phiếu đã giảm ~20% tính từ tháng 11/2019 đến nay.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTTS năm 2020 sẽ giảm 20,4% YoY, do giá FO và sản lượng khí lần lượt giảm 8,7% và 1,4% YoY, và lợi nhuận từ mảng dưới bao tiêu thấp hơn.
- Chúng tôi giảm dự báo cổ tức tiền mặt năm 2020 18,5% còn 5.300 đồng/CP (lợi suất 6,2%).
- Chúng tôi ước tính EPS CAGR đạt 7,6% trong giai đoạn 2019-2030, dẫn dắt bởi lợi nhuận cao hơn từ mảng vận tải sẽ giúp bù đắp cho lợi nhuận thấp hơn từ mảng phân phối khí trong dài hạn khi các mỏ khí giá rẻ hết trữ lượng. Chúng tôi dự phóng lợi nhuận từ mảng vận tải sẽ tăng gấp đôi và đóng góp ~70% lợi nhuận ròng của GAS trong giai đoạn trước năm 2025 so với mức ~40% trong năm 2019.
- GAS hiện được giao dịch tại P/E dự phóng năm 2020 là 17,7 lần, chiết khấu 8,5% so với P/E trung bình của công ty cùng ngành.
- Yếu tố hỗ trợ: thay đổi giá dầu tham chiếu trong công thức giá khí.

Giả định giá FO giảm của chúng tôi có tác động kìm hãm tích cực đến GAS. Trong báo cáo ngành Năng lượng gần đây, chúng tôi giảm 7,7% kịch bản cơ sở cho giá dầu Brent trong năm 2020 do dịch virus corona ảnh hưởng đến giá dầu trong quý 1 và tăng trưởng toàn cầu có khả năng chững lại. Các yếu tố này cùng với giá FO trung bình trong năm 2019 thấp hơn 6% so với dự báo của chúng tôi, khiến chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo giá FO cho năm 2020 và giai đoạn 2021-2030 lần lượt 8,4% và 2,8%. Vì giá FO hiện là thước đo để tính giá khí đầu ra, giá FO mới dẫn đến LNST sau lợi ích CĐTTS giảm 14,3% trong năm 2020 và giảm ~5% trong giai đoạn 2021-2030.

Có nhiều khả năng không có lợi nhuận tăng thêm từ việc tăng giá khí cho mảng dưới bao tiêu. Chúng tôi đã kỳ vọng lợi nhuận tăng nhờ giá khí cho mảng dưới bao tiêu tăng (chúng tôi ước tính khoản lợi nhuận này chiếm ~12% tổng lợi nhuận ròng của GAS trong năm 2020 và ~5%/năm trong giai đoạn 2021-2025) sẽ được ghi nhận trong KQKD của GAS. Tuy nhiên, GAS cho biết có thể có những quy định mới liên quan đến việc ghi nhận khoản lợi nhuận này. Ngoài ra, GAS không ghi nhận khoản lợi nhuận tăng thêm từ các nhà máy điện BOT trong báo cáo KQKD quý 4/2019, cho thấy nhiều khả năng sẽ không có lợi nhuận tăng thêm cho mảng dưới bao tiêu. Do đó, chúng tôi loại trừ khoản lợi nhuận này ra khỏi định giá của chúng tôi.

Tiềm năng tăng dài hạn đến từ thay đổi giá dầu tham chiếu trong công thức tính giá khí.
Trong bối cảnh nhu cầu dầu nhiên liệu đã giảm từ cuối năm 2019 đến nay khi quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO) có hiệu lực vào đầu năm, giá dầu nhiên liệu chứa lượng lưu huỳnh cao (HFSO) được kỳ vọng giảm. GAS hiện đang xin ý kiến Chính phủ nhằm thay đổi thước đo cho giá khí, chuyển từ dầu nhiên liệu sang các loại dầu khác nhằm hỗ trợ lợi nhuận. Nếu được thông qua, thay đổi này có thể tác động tích cực cho triển vọng của GAS, chúng tôi sẽ bao gồm diễn biến này trong dự báo của chúng tôi khi có thêm thông tin chi tiết.

Báo cáo tài chính

KQLN (triệu USD)	2019	2020F	2021F	2022F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2019	2020F	2021F	2022F
Doanh thu	75.348	73.245	79.461	85.390	Tiền và tương đương	4.476	10.768	5.924	3.093
Giá vốn hàng bán	-58.357	-58.418	-61.357	-67.098	Đầu tư TC ngắn hạn	24.915	17.915	15.915	13.915
Lợi nhuận gộp	16.991	14.828	18.104	18.292	Các khoản phải thu	4.673	4.542	4.928	5.295
Chi phí bán hàng	-875	-1.099	-1.192	-1.281	Hàng tồn kho	1.592	1.594	1.765	2.137
Chi phí quản lý DN	-2.394	-2.197	-2.384	-2.391	TS ngắn hạn khác	6.379	6.185	6.694	7.181
LN thuần HĐKD	13.721	11.532	14.528	14.620	Tổng TS ngắn hạn	42.034	41.004	35.226	31.621
Doanh thu tài chính	1.666	940	946	823	TS dài hạn (gộp)	51.963	59.913	69.762	78.311
Chi phí tài chính	-243	-312	-464	-396	- Khấu hao lũy kế	-33.207	-35.058	-37.246	-40.009
Trong đó: chi phí lãi vay	-198	-275	-343	-284	TS dài hạn (ròng)	18.756	24.855	32.516	38.302
Lợi nhuận từ công ty LDLK	-1	-1	-1	-1	Đầu tư TC dài hạn	405	405	405	405
Lợi nhuận/(chi phí) khác	(3)	-	-	-	TS dài hạn khác	1.060	1.060	1.060	1.060
LNTT	15.141	12.159	15.010	15.047	Tổng TS dài hạn	20.220	26.320	33.981	39.766
Thuế TNDN	-2.983	-2.432	-3.002	-3.009	Tổng Tài sản	62.254	67.323	69.206	71.387
LNST trước CĐTS	12.159	9.728	12.008	12.037	Phải trả ngắn hạn	1.927	2.315	2.675	3.218
Lợi ích CĐ thiểu số	-218	-220	-222	-224	Nợ ngắn hạn	1.341	1.249	1.419	1.331
LN ròng sau CĐTS. báo cáo	11.941	9.508	11.786	11.813	Nợ ngắn hạn khác	6.692	6.694	6.982	7.533
LN ròng sau CĐTS. cốt lõi	11.944	9.508	11.786	11.813	Tổng nợ ngắn hạn	9.960	10.259	11.075	12.082
EBITDA	16.395	13.383	16.717	17.384	Nợ dài hạn	1.456	6.642	5.845	5.125
EPS báo cáo. VND	6.114	4.868	6.035	6.048	Nợ dài hạn khác	1.154	1.154	1.154	1.154
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ . VND	6.116	4.868	6.035	6.048	Tổng nợ	12.570	18.055	18.074	18.361
EPS pha loãng hoàn toàn. VND	6.116	4.868	6.035	6.048	Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
DPS. VND	5.300	5.300	5.300	5.300	Vốn cổ phần	19.140	19.140	19.140	19.140
DPS/EPS (%)	86,7%	108,9%	87,8%	87,6%	Thặng dư vốn CP	37	37	532	532
(1) Không bao gồm lợi nhuận bất thường					Lợi nhuận giữ lại	10.146	9.510	11.152	12.821
TỶ LỆ	2019	2020F	2021F	2022F	Vốn khác	19.047	19.047	19.047	19.047
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	1.141	1.361	1.583	1.807
Tăng trưởng doanh thu	-0,3%	-2,8%	8,5%	7,5%	Vốn chủ sở hữu	49.684	49.268	51.132	53.026
Tăng trưởng LN HĐKD	0,0%	-16,0%	26,0%	0,6%	Tổng cộng nguồn vốn	62.254	67.323	69.206	71.387
Tăng trưởng EPS. báo cáo	4,2%	-20,4%	24,0%	0,2%	CP lưu hành cuối năm (tr)	1.914	1.914	1.914	1.914
Tăng trưởng EPS. điều chỉnh	1,6%	-20,4%	24,0%	0,2%					
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	22,5%	20,2%	22,8%	21,4%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2019	2020F	2021F	2022F
Biên LN từ HĐ %	18,2%	15,7%	18,3%	17,1%	(triệu USD)				
Biên EBITDA	21,8%	18,3%	21,0%	20,4%	Tiền đầu năm	6.706	4.476	10.768	5.924
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	15,9%	13,0%	14,8%	13,8%	Lợi nhuận sau thuế	11.941	9.508	11.786	11.813
ROE %	25,5%	19,7%	24,2%	23,4%	Khấu hao	2.674	1.851	2.188	2.763
ROA %	19,1%	14,7%	17,3%	16,8%	Thay đổi vốn lưu động	-1.095	713	-419	-132
					Điều chỉnh khác	-687	257	344	337
					Tiền từ hoạt động KD	12.833	12.328	13.899	14.781
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ. ròng	-2.662	-7.950	-9.849	-8.549
Số ngày tồn kho	10,0	10,0	10,5	11,6	Đầu tư. ròng	-1.869	6.999	1.999	1.999
Số ngày phải thu	22,6	22,7	22,6	22,6	Tiền từ HĐ đầu tư	-4.531	-951	-7.850	-6.549
Số ngày phải trả	12,1	14,5	15,9	17,5	Cổ tức đã trả	-8.389	-10.144	-10.144	-10.144
TG luân chuyển tiền	20,5	18,2	17,2	16,8	Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	2.344	-841	0	0
CS thanh toán hiện hành	4,2	4,0	3,2	2,6	Tăng (giảm) nợ dài hạn	-4.302	5.936	-628	-807
CS thanh toán nhanh	4,1	3,8	3,0	2,4	Tiền từ các hoạt động TC khác	0	-36	-121	-112
CS thanh toán tiền mặt	0,4	1,0	0,5	0,1	Tiền từ hoạt động TC	-10.348	-5.085	-10.893	-11.063
Nợ/Tài sản	4,5%	11,7%	10,5%	9,0%	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-2.229	6.292	-4.844	-2.831
Nợ/Vốn sử dụng	5,3%	13,8%	12,4%	10,9%	Tiền cuối năm	4.476	10.768	5.924	3.093
Nợ/Vốn CSH	-54,8%	-43,4%	-29,4%	-20,6%					
Khả năng thanh toán lãi vay	69,2	41,9	42,4	51,5					

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, Chứng khoán và Bảo hiểm

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên cao cấp, 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
- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Bùi Xuân Vĩnh, Chuyên viên, ext 191

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147
- Phạm Minh Đức, Chuyên viên, ext 174

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181
- 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 & Hà Nội

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

- Hoàng Thủy 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 cao cấp, 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

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.