

Việt Nam
NĂM GIỮ (không thay đổi)

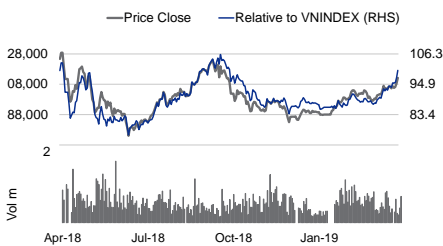
Consensus ratings*: Mua 7 Giữ 2 Bán 0

Giá hiện tại:	VND112.200
Giá mục tiêu:	VND91.600
Giá mục tiêu cũ:	VND91.600
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	-18,4%
CGS-CIMB / Consensus:	-11,3%
Reuters:	GAS.HM
Bloomberg:	GAS VN
Thị giá vốn:	US\$9,249tr
	VND214.745.184tr
GTGD bình quân:	US\$2,24tr
	VND51.974tr
SLCP đang lưu hành:	1.914tr
Free float:	4,2%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ Không có



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	12.3	24.7	-10
Tương đối (%)	14.4	18.1	0.1

Cổ đông chính	% năm giữ
Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95,8
Khác	4,2

Chuyên viên phân tích

Phạm Lê Mai

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

TCT Khí Việt Nam

Lợi ích từ thay đổi chính sách giá khí bao tiêu chưa rõ ràng

- GAS ghi nhận giá bán trung bình Q1/19 cao hơn do giá dầu cơ sở tăng 8,4% yoy trong Q1/2019 và giá bán cho sản lượng bao tiêu được điều chỉnh tăng.
- Lợi nhuận ròng Q1 tương đối bám sát kỳ vọng của chúng tôi, đạt 3.029 tỷ đồng (+16,2% yoy), tương ứng 29,4% dự phóng cả năm.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị và giá mục tiêu cho hiện tại và chờ đợi thêm thông tin từ phía DN.

KQKD Q1/19 sát với kỳ vọng của chúng tôi

GAS ghi nhận doanh thu thuần Quý 1 đạt 18.639 tỷ đồng, tăng 2,6% yoy do sự sụt giảm sản lượng khí từ bể Cửu Long được bù đắp bởi sản lượng cao hơn từ bể Nam Côn Sơn và giá bán trong bao tiêu được điều chỉnh tăng kể từ 20/03/2019 (+5,7% yoy, theo ước tính của chúng tôi). Biên LNG tăng 1,3 điểm % nhờ giá dầu FO bình quân (được sử dụng làm cơ sở tính giá bán khí) tăng 8,4% so với cùng kỳ. Lợi nhuận trước thuế Quý 1/19 tăng mạnh 15,3% yoy, đạt 3.817 tỷ đồng, do thu nhập tiền gửi tăng 29,7% yoy và chi phí lãi vay giảm 52,8%. Lợi nhuận trước thuế Q1 đã hoàn thành 40,0% kế hoạch của DN và 28,7% dự phóng của chúng tôi.

Lợi ích chưa rõ ràng từ thay đổi chính sách giá khí trong bao tiêu

Vào tháng 3/19, GAS đã thông báo điều chỉnh giá khí bán cho khách hàng điện với sản lượng trong hợp đồng bao tiêu (ở mức cố định khoảng 4,1-4,2 USD/mmbtu cho 2019) sang cơ chế giá thị trường áp dụng cho sản lượng trên bao tiêu (bằng 46% giá dầu FO bình quân + chi phí vận chuyển). Theo GAS, chính sách giá khí mới góp phần làm tăng doanh thu và lợi nhuận Quý 1, tuy nhiên theo thông tin trước đó, mức chênh lệch giữa giá dưới bao tiêu và giá 46% FO sẽ về ngân sách Chính phủ và lợi ích của GAS là không đổi. Do vậy chúng tôi cho rằng ảnh hưởng của thay đổi chính sách giá khí lên lợi nhuận của GAS là chưa rõ ràng và đợi thêm thông tin từ phía doanh nghiệp.

Tăng cổ tức cho năm 2018

Đại hội cổ đông 2019 vừa qua đã thông qua đề xuất tăng tỷ lệ cổ tức năm 2018 từ mức 40% lên 53%. GAS đã trả 20% cổ tức vào tháng 08/2018 và tạm ứng 20% vào tháng 03/2019. 13% còn lại dự kiến sẽ được thực hiện trong nửa sau 2019. Cổ tức năm 2019 dự kiến ở mức 30% (VND3.000/cp), tương đương tỷ suất cổ tức 2,8% trên giá hiện tại.

Duy trì khuyến nghị Năm giữ và giá mục tiêu VND91.600

Chúng tôi duy trì giá mục tiêu và khuyến nghị trong khi chờ đợi thêm thông tin từ phía DN. Định giá của chúng tôi dựa trên sự kết hợp PP chiết khấu dòng tiền và P/E mục tiêu 2019-21 18x với tỷ trọng 50:50. Rủi ro tăng giá bao gồm: (1) giá dầu cao hơn dự phóng, (2) các dự án mới (Nam Côn Sơn 2, Lô B – Ô Môn) đi vào hoạt động sớm hơn dự kiến. Rủi ro giảm giá gồm nguồn cung khí và giá dầu giảm mạnh hơn kỳ vọng.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu (tỷ đồng)	64.570	75.627	74.677	80.631	87.774
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	14.219	17.212	15.797	15.877	17.978
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	9.577	12.102	10.313	9.555	9.500
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.004	6.323	5.388	4.992	4.963
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	36,6%	26,4%	-14,8%	-7,4%	-0,6%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	22,42	17,74	20,82	22,48	22,61
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	3.796	4.110	4.126	4.179	4.155
Tỷ suất cổ tức	3,38%	3,66%	3,68%	3,72%	3,70%
EV/EBITDA (lần)	13,95	11,21	12,45	12,82	12,12
P/FCFE	16,7	211,0	19,0	27,8	24,1
P/B (lần)	5,18	4,70	4,90	5,20	5,44
ROE	23,8%	27,8%	23,1%	22,4%	23,5%
CIMB/consensus EPS (lần)			0,88	0,83	0,84

Lợi ích từ thay đổi chính sách giá khí bao tiêu chưa rõ ràng

Hình 1: Tổng quan KQKD Quý 1/2019

Đvt: tỷ đồng	Q1/18	Q1/19	% yoy	% dự phóng 2019	Ghi chú
Doanh thu thuần	18.162	18.639	2,6%	25,0%	Doanh thu tăng do giá dầu FO trung bình tăng 8,4% yoy và sản lượng tiêu thụ khí từ bể Nam Côn Sơn/bán cho Genco 3 tăng.
Lợi nhuận gộp	3.993	4.346	8,8%	27,5%	
Biên LN gộp	22,0%	23,3%	+1,3 điểm %		Biên LNG tăng nhờ giá bán trong bao tiêu điều chỉnh tăng (sản lượng khí bao tiêu khoảng 3,6 triệu m3/năm) đẩy giá bán khí trung bình tăng.
Chi phí bán hàng	617	618	0,2%	23,7%	
Chi phí QLDN	195	248	26,7%	22,2%	
EBIT	3.181	3.480	9,4%	29,0%	
Doanh thu tài chính	302	394	30,6%	29,3%	Thu nhập lãi tăng (+29,7% yoy)
Chi phí tài chính	172	60	-65,0%	22,6%	Chi phí lãi vay giảm (-52,8% yoy) do giảm dư nợ dài hạn
LN trước thuế	3.309	3.817	15,3%	28,7%	
LN ròng	2.608	3.029	16,2%	29,4%	

NGUỒN: VND, BÁO CÁO CÔNG TY

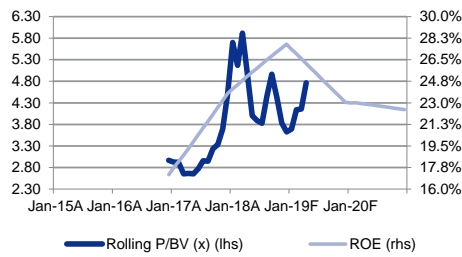
Hình 2: So sánh với các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã Bloomberg	Khuyến nghị	Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa)	Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa)	Vốn hóa (tr USD)	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm	P/BV (x)			ROE (%)			ROA (%)		
						TTM	2019F	2020F		TTM	2019F	2020F	TTM	2019F	2020F	TTM	2019F	2020F
PV GAS	GAS VN	NĂM GIỮ	108.600	91.600	8.953	18,5	18,3	18,1	-7,8%	4,6	4,3	4,2	26,5%	25,1%	24,1%	18,4%	18,3%	17,6%
PTT PLC	PTT TB	MUA	49	56	44.098	11,8	10,9	10,6	5,5%	1,6	1,5	1,4	14,1%	13,1%	12,8%	5,2%	5,9%	6,1%
Indraprastha Gas	IGL IN	KHÔNG KN	314	N/A	3.158	30,5	25,9	21,9	16,5%	6,0	5,0	4,2	21,7%	20,9%	20,6%	15,5%	14,4%	15,3%
China Gas Holdings	384 HK	MUA	25	40	15.981	17,8	15,874	13,7	24,9%	4,2	3,6	3,0	25,9%	24,3%	23,9%	8,5%	9,4%	9,7%
Toho Gas Ltd	9533 JP	KHÔNG KN	4.575	N/A	4.348	46,0	29,4	25,5	3,7%	1,5	N/A	N/A	3,3%	5,1%	5,5%	1,9%	N/A	N/A
Petronas Gas Bhd	PTG MK	NĂM GIỮ	18	19	8.448	19,3	18,7	19,2	1,0%	2,7	2,6	2,5	14,2%	13,9%	13,2%	10,0%	10,7%	10,2%
Trung bình (tất cả)					14.164	24,0	19,9	18,1	7,3%	3,5	3,4	3,1	17,6%	17,1%	16,7%	9,9%	11,8%	11,8%
Trung bình (loại trừ GAS)					15.207	25,1	20,2	18,2	10,3%	3,2	3,2	2,8	15,8%	15,5%	15,2%	8,2%	10,1%	10,3%

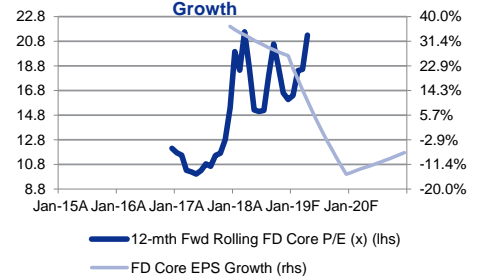
 Lưu ý: số liệu các công ty Không KN dựa trên Bloomberg; TTM = trượt 12 tháng
 NGUỒN: VND, BLOOMBERG (tại ngày 22/04/2019)

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

P/BV vs ROE



12-mth Fwd FD Core P/E vs FD Core EPS Growth



Báo cáo KQ HKKD

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Doanh thu thuần	64.570	75.627	74.677	80.631	87.774
Lợi nhuận gộp	15.036	18.305	15.801	15.520	16.389
LN hoạt động thuần	14.219	17.212	15.797	15.877	17.978
Chi phí khấu hao	(2.713)	(2.676)	(3.716)	(4.374)	(5.962)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	11.505	14.537	12.080	11.503	12.016
TN từ hoạt động tài chính	844	861	1.077	665	67
TN từ các Cty LK & LD	(3)	(4)	(3)	(4)	(4)
Chi phí/lãi ngoài HDKD	119	(40)	151	163	177
Lợi nhuận trước thuế	12.465	15.355	13.305	12.327	12.256
Thuế	(2.622)	(2.999)	(2.777)	(2.573)	(2.558)
Lợi nhuận sau thuế	9.843	12.355	10.528	9.754	9.698
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(266)	(253)	(216)	(200)	(199)
Cổ tức ưu đãi	-	-	-	-	-
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác	-	-	-	-	-
Lợi nhuận ròng	9.577	12.102	10.313	9.555	9.500
Lợi nhuận thường xuyên	9.577	12.102	10.313	9.555	9.500

Dòng tiền

(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
EBITDA	14.219	17.212	15.797	15.877	17.978
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(1.225)	(1.620)	(1.176)	(1.187)	(1.256)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	3.158	(590)	796	(34)	606
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	99	25	-	-	-
(Thu)/Chi bằng tiền khác	(1.631)	(1.858)	(2.491)	(3.549)	(5.722)
Dòng tiền hoạt động khác	2.467	2.884	10.102	8.879	14.586
Lãi vay ròng (đã trả)/đã nhận	(302)	(446)	(267)	(383)	(635)
Thuế đã trả	(2.400)	(3.113)	(2.777)	(2.573)	(2.558)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	14.386	12.495	19.984	17.030	22.998
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(2.180)	(714)	(5.974)	(8.063)	(17.555)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, các khoản đầu tư	17	0	5	6	7
Tiền chi đầu tư góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(882)	(6.463)	(3.504)	(3.580)	(3.580)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(3.044)	(7.178)	(9.473)	(11.638)	(21.128)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	1.555	(4.300)	801	2.331	7.048
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn	-	-	-	-	-
Tiền mua lại CP đã phát hành	-	-	-	-	-
Cổ tức đã trả	(7.265)	(7.866)	(7.896)	(7.999)	(7.953)
Cổ tức ưu đãi đã trả	-	-	-	-	-
Tiền khác từ hoạt động tài chính	(20)	50	50	50	50
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(5.729)	(12.115)	(7.045)	(5.617)	(854)
Tổng tiền trong năm	5.613	(6.798)	3.466	(225)	1.016
Dòng tiền tự do cho cổ đông	12.897	1.018	11.312	7.724	8.918
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	11.643	5.763	10.778	5.775	2.505

NGUỒN: VND, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tiền và tương đương tiền	27.079	28.308	25.293	20.532	13.080
Các khoản phải thu ngắn hạn	9.175	10.232	9.582	10.346	11.262
Hàng tồn kho	1.645	1.952	1.848	2.043	2.240
Tài sản ngắn hạn khác	357	462	462	462	462
Tổng tài sản ngắn hạn	38.257	40.955	37.184	33.383	27.044
Tài sản cố định	15.396	18.540	20.798	24.487	36.080
Tổng đầu tư	281	280	280	280	280
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	7.955	2.804	2.804	2.804	2.804
Tổng tài sản dài hạn	23.632	21.624	23.882	27.571	39.164
Vay & nợ ngắn hạn	1.738	1.490	1.734	2.445	3.906
Phải trả người bán	2.529	2.899	2.696	2.911	3.169
Nợ ngắn hạn khác	6.645	6.810	6.810	6.810	6.810
Tổng nợ ngắn hạn	10.912	11.199	11.240	12.166	13.885
Vay & nợ dài hạn	7.312	3.396	3.952	5.573	11.160
Nợ dài hạn khác	394	519	519	519	519
Tổng nợ dài hạn	7.706	3.915	4.472	6.092	11.679
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	18.618	15.114	15.712	18.259	25.565
Vốn chủ sở hữu	41.490	45.687	43.792	41.333	39.480
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.782	1.778	1.562	1.362	1.164
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	43.272	47.465	45.355	42.696	40.643

Các chỉ tiêu chính					
	12/17A	12/18A	12/19F	12/20F	12/21F
Tăng trưởng doanh thu	9,2%	17,1%	-1,3%	8,0%	8,9%
Tăng trưởng LNHKD	20,6%	21,1%	-8,2%	0,5%	13,2%
Biên LNHKD	22,0%	22,8%	21,2%	19,7%	20,5%
LN trên cổ phiếu	9.420	12.238	10.244	6.539	(1.038)
Giá trị sổ sách/cp	21.678	23.870	22.881	21.596	20.627
Khả năng thanh toán lãi vay	41,07	33,00	73,00	49,81	28,54
Thuế suất hiệu dụng	21,0%	19,5%	20,9%	20,9%	20,9%
Tỷ lệ chia cổ tức	75,9%	65,0%	76,6%	83,7%	83,7%
Số ngày phải thu	59,50	46,83	48,42	45,23	44,93
Số ngày tồn kho	10,82	11,45	11,78	10,94	10,95
Số ngày phải trả	17,57	15,87	15,88	14,39	14,19
ROIC	31,7%	45,9%	39,8%	35,4%	31,6%
ROCE	25,4%	30,6%	26,0%	24,7%	23,9%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	15,5%	18,7%	15,6%	15,1%	15,2%

Các nhân tố chính					
	12/17A	12/18A	12/18F	12/19F	12/20F
Giá dầu (US\$/thùng)	54	72	65,0	68,0	70,0
Tăng trưởng sản lượng (%)	-4,6%	-0,5%	-0,8%	0,4%	-0,2%

NGUỒN: VND, BÁO CÁO CÔNG TY

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị

MUA	Giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
NĂM GIỮ	Giá mục tiêu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% so với giá thị trường
BÁN	Giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 10%

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 – Phó Giám đốc Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích

Email: mai.phamle@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>