

Việt Nam

TRUNG LẬP (không thay đổi)

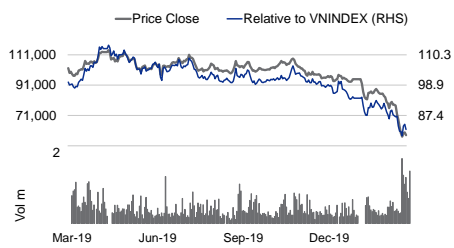
Consensus ratings*: KQ 2 TL 8 KKQ 0

Giá hiện tại:	VND58.000
Giá mục tiêu:	VND61.800
Giá mục tiêu cũ:	VND95.700
Tỷ lệ tăng/giảm giá:	6,6%
CGS-CIMB / Consensus:	-34,5%
Reuters:	GAS.HM
Bloomberg:	GAS VN
Vốn hóa:	US\$4.775m
	VND111.009.104m
GTGD bình quân:	US\$1,08m
	VND25.650m
SLCP đang lưu hành:	1.914m
Free float:	4,2%

*Nguồn: Bloomberg

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

➤ Giảm 6,9-34,0% dự phóng EPS 2020-22F



Nguồn: Bloomberg

Diễn biến giá	1T	3T	12T
Tuyệt đối (%)	-32,6	-39,3	-44,2
Tương đối (%)	-13,2	-17,9	-18,1

Cổ đông chính

	% nắm 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

Giảm dự phóng LN 2020 do giá dầu giảm mạnh

- Chúng tôi cho rằng LN ròng năm 2020 của công ty sẽ bị ảnh hưởng bởi tác động kép từ dịch bệnh và cuộc chiến giá dầu giữa Nga và Ả Rập Saudi.
- Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu theo phương pháp P/E giảm còn 61.800 đồng/cp.

Chúng tôi giảm dự phóng giá dầu Brent bình quân 2020 xuống 45USD/thùng

Dự phóng thấp hơn phản ánh nhu cầu dầu mỏ tiếp tục bị ảnh hưởng khi các nước đưa ra các chính sách hạn chế đi lại nhằm chống lại sự lây lan của dịch Covid-19, trong khi nguồn cung dự kiến tăng mạnh kể từ tháng 4 khi Ả Rập Saudi (và có thể là cả Nga) nâng sản lượng sản xuất. Kịch bản cơ sở của chúng tôi là giá dầu sẽ tạo đáy trong Quý 2 khi nguồn cung mới được tung ra thị trường, và hồi phục trong nửa sau 2020 khi dịch bệnh được kiểm soát, đạt trung bình 45USD/thùng năm 2020.

Trì hoãn việc ký kết phụ lục giá khí bao tiêu có thể trở thành sự trợ giúp đáng lúc

Chúng tôi dự báo mảng khí khô của GAS (đóng góp khoảng 50% LN gộp) sẽ chịu tác động lớn nhất từ sự sụt giảm của giá dầu thế giới, do giá bán khí được tính dựa trên giá dầu nhiên liệu (FO) Singapore, và giá dầu này thường diễn biến tương tự giá dầu Brent. Trong khi đó, giá khí đầu vào cũng sẽ được điều chỉnh giảm, nhưng chỉ áp dụng với khoảng ước tính 30% sản lượng, do vậy sẽ ảnh hưởng đến biên LN gộp. Chúng tôi cho rằng việc GAS chưa hoàn thành việc ký kết phụ lục giá khí bao tiêu với các nhà máy điện BOT có thể là yếu tố hỗ trợ cho KQKD khi giá dầu giảm và kỳ vọng GAS sẽ hoãn việc này đến năm 2021. Giá khí bao tiêu khoảng 4,3 USD/mmbtu (cao hơn giá thị trường 3,9 USD/mmbtu) ước tính có thể bổ sung 550 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho GAS trong 2020.

Giảm dự phóng KQKD 2020-22 do dự báo giá dầu thấp hơn

Không chỉ giá bán khí khô mà giá các sản phẩm khí khác như CNG, khí thấp áp, LPG cũng sẽ giảm cùng với giá dầu, dù có độ trễ nhất định. Do vậy, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của GAS sẽ giảm 41,8% trong năm 2020 trước khi tăng trở lại 55% trong năm 2021. Chúng tôi giảm dự phóng LN 2020-22 trên cơ sở giảm dự phóng giá dầu từ mức 62-65 USD/thùng về mức 45-57 USD/thùng.

Duy trì đánh giá Trung lập với giá mục tiêu giảm còn 61.800 đồng/cp

Chúng tôi thay đổi cách định giá GAS từ việc kết hợp DCF và P/E mục tiêu thành chỉ sử dụng P/E mục tiêu do trong giai đoạn này thị trường đang nhìn nhận cổ phiếu với góc nhìn ngắn hạn hơn dưới tác động của cuộc chiến giá dầu và dịch covid-19. Chúng tôi giảm P/E mục tiêu 2020-22 từ 18x xuống 12,3x (trung bình 7 năm - 0,5 độ lệch chuẩn), đưa tới giá mục tiêu giảm còn 61.800 đồng/cp. Chúng tôi cũng giảm dự phóng cổ tức tiền mặt từ 40% xuống 30% do giảm LN dự báo và tính đến yếu tố số dư tiền mặt trong 2020-22 vẫn ở mức cao, trên 20 nghìn tỷ đồng. Rủi ro tăng giá nằm ở khả năng Ả Rập Saudi và Nga nối lại đàm phán và ký kết thỏa thuận cắt giảm sản lượng mới. Rủi ro giảm giá bao gồm giá dầu thấp hơn kỳ vọng và dịch Covid-19 kéo dài đến nửa cuối 2020.

Tóm tắt các chỉ tiêu chính	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu (tỷ đồng)	75.612	75.348	64.075	75.931	81.854
EBITDA hoạt động (tỷ đồng)	16.553	16.395	10.930	16.497	17.088
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	11.454	11.941	6.954	10.776	11.136
EPS cốt lõi (VNĐ)	5.984	6.239	3.633	5.630	5.818
Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)	18,3%	4,3%	-41,8%	55,0%	3,3%
Ước tính P/E cốt lõi (lần)	9,69	9,30	15,96	10,30	9,97
Cổ tức tiền mặt (VNĐ)	4.000	4.383	3.000	3.000	3.000
Tỷ suất cổ tức	6,90%	7,56%	5,17%	5,17%	5,17%
EV/EBITDA (lần)	5,40	5,19	8,07	5,50	5,23
P/FCFE (lần)	137,1	17,5	10,1	9,9	23,1
P/B (lần)	2,46	2,29	2,49	2,48	2,46
ROE	26,5%	25,5%	14,9%	24,2%	24,8%
CGS-CIMB/Consensus EPS (lần)			0,66	0,89	0,89

Giảm dự phóng LN 2020 do giá dầu giảm mạnh

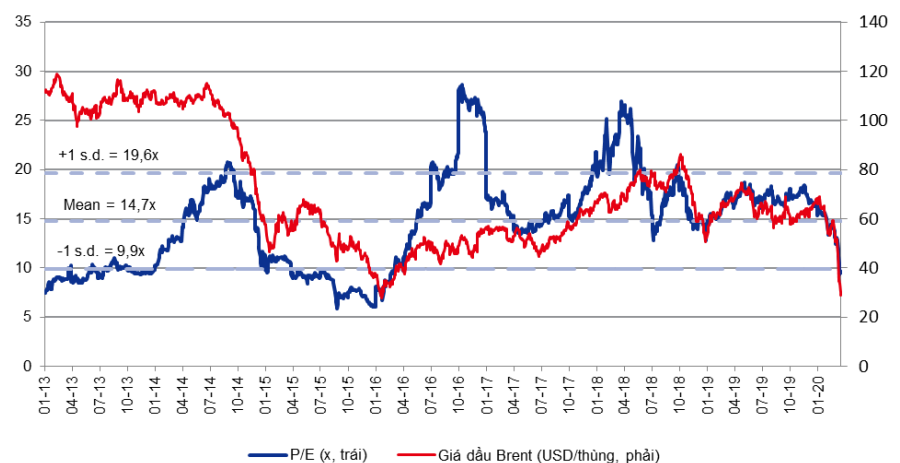
Hình 1: Thay đổi dự phóng

Đv: tỷ đồng	2020			2021			2022			Nhận định
	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	Cũ	Mới	% thay đổi	
Giá dầu Brent (USD/thùng)	62	45	-27,4%	65	55	-15,4%	65	57	-12,3%	
Giá dầu FO Singapore (USD/tấn)	355	258	-27,4%	372	315	-15,4%	372	326	-12,3%	
Sản lượng khí (tr m ³)	9.557	9.557	0,0%	9.433	9.433	0,0%	9.544	9.544	0,0%	Chúng tôi giả định sản lượng khí không giảm 3,6% sv cùng kỳ từ mức cao năm 2019. Chúng tôi cho rằng có ít rủi ro giảm dự phóng do 90% sản lượng được bán cho các nhà máy điện và phân bón với nhu cầu ít bị ảnh hưởng bởi dịch covid-19.
Doanh thu thuần	81.369	64.075	-21,3%	87.359	75.931	-13,1%	91.090	81.854	-10,1%	Giá bán khí/LPG giảm do giảm dự phóng giá dầu FO. Chúng tôi cũng điều chỉnh lại công thức giá khí bán cho các nhà máy điện BOT từ mức 46% FO + phí vận chuyển về cơ chế giá bao tiêu.
Giá vốn hàng bán	65.686	53.758	-18,2%	68.729	59.982	-12,7%	72.831	65.176	-10,5%	
Lợi nhuận gộp	15.683	10.317	-34,2%	18.629	10.317	-44,6%	18.259	16.678	-8,7%	
Biên LN gộp (%)	19,3%	16,1%	-3,2 điểm%	21,3%	13,6%	-7,7 điểm%	20,0%	20,4%	+0,3 điểm%	
Chi phí BH & QLDN	2.586	2.036	-21,3%	2.776	2.413	-13,1%	2.895	2.601	-10,1%	
Doanh thu tài chính	1.518	1.543	1,6%	1.350	1.399	3,6%	1.312	1.390	5,9%	Chúng tôi giảm dự phóng cổ tức tiền mặt từ mức 40% xuống 30% trong 2020-22 do kỳ vọng giá dầu ở mức thấp sẽ ảnh hưởng đến lợi nhuận công ty
Chi phí tài chính	335	288	-14,0%	488	420	-14,0%	497	430	-13,5%	Chúng tôi lùi kế hoạch giải ngân một phần vốn đầu tư sang các năm tiếp theo để giảm áp lực lên nợ và lãi vay
LNTT	13.369	8.817	-34,0%	15.736	13.665	-13,2%	15.159	14.120	-6,9%	
LN ròng	10.543	6.954	-34,0%	12.410	10.776	-13,2%	11.955	11.136	-6,9%	
EPS (VND)	5.508	3.633	-34,0%	6.484	5.630	-13,2%	6.246	5.818	-6,9%	

NGUỒN: VND RESEARCH

P/E của GAS thường theo sát diễn biến giá dầu, đặc biệt là từ cuối năm 2018 đến hiện tại. Chúng tôi kỳ vọng giá dầu sẽ dao động trong khoảng 30-60 USD/thùng trong giai đoạn 2020-22, do vậy chúng tôi sử dụng P/E mục tiêu là -0,5 độ lệch chuẩn so với trung bình 7 năm, tương đương 12,3x. Giá trị hợp lý của cp dựa trên mức P/E này là 61.835 đồng/cp. Chúng tôi cũng lưu ý trong ngắn hạn giá dầu có thể tiếp tục giảm khi thỏa thuận cắt giảm sản lượng hiện tại hết hiệu lực vào tháng 4, kéo theo đó giá cổ phiếu có thể duy trì ở mức thấp trong giai đoạn này.

Hình 2: P/E của GAS giai đoạn 2013 – 03/2020

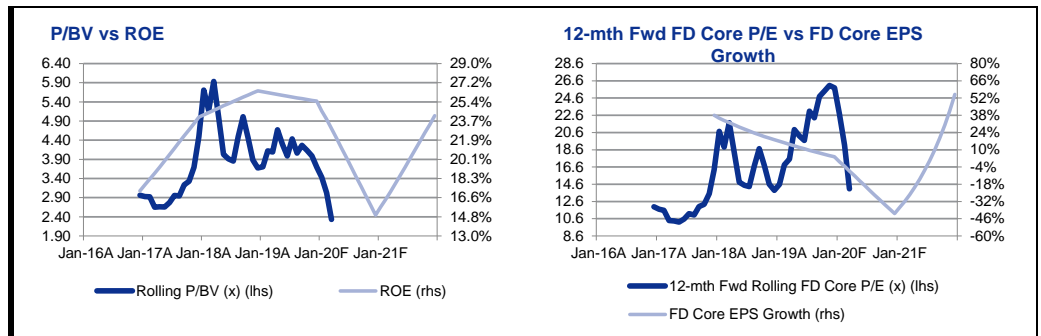


NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG

Hình 3: 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	2020F	2021F		TTM	2020F	2021F	TTM	2020F	2021F	TTM	2020F	2021F
PV GAS	GAS VN	TRUNG LẬP	58.000	61.800	4.775	9,5	15,9	10,3	-2,3%	2,2	2,5	2,5	25,5%	14,9%	24,2%	19,1%	9,9%	16,6%
PTT PLC	PTT TB	TRUNG LẬP	27	33	23.351	7,8	12,1	10,6	-8,3%	0,8	0,8	0,8	10,6%	6,8%	7,4%	3,8%	2,6%	3,0%
China Gas Holdings	384 HK	KKN	23	NA	15.525	13,4	12,4	10,4	15,3%	3,3	2,8	2,3	27,2%	24,0%	23,7%	8,7%	8,3%	8,9%
Petronas Gas Bhd	PTG MK	TRUNG LẬP	15	18	6.605	15,2	15,6	15,5	-1,8%	2,2	2,1	2,0	14,8%	13,5%	13,2%	10,2%	9,2%	9,0%
Toho Gas Ltd	9533 JP	KKN	4.770	NA	4.640	18,9	31,2	27,5	8,7%	1,5	1,5	1,4	8,2%	4,6%	5,1%	4,8%	2,8%	3,2%
Indraprastha Gas	IGL IN	KKN	319	NA	2.977	26,5	18,5	15,6	23,7%	5,2	4,2	3,4	21,2%	24,7%	22,1%	14,9%	NA	NA
Trung bình (tất cả)					9.646	15,2	17,6	15,0	5,9%	2,5	2,3	2,1	17,9%	14,7%	15,9%	10,3%	6,5%	8,1%
Trung bình (loại trừ GAS)					10.620	16,3	18,0	15,9	7,5%	2,6	2,3	2,0	16,4%	14,7%	14,3%	8,5%	5,7%	6,0%

NGUỒN: CGS-CIMB RESEARCH, VND RESEARCH, BLOOMBERG (DỮ LIỆU NGÀY 19/03)

THÔNG TIN TÀI CHÍNH


Báo cáo KQ HĐKD					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Doanh thu thuần	75.612	75.348	64.075	75.931	81.854
Lợi nhuận gộp	17.491	16.991	10.317	15.949	16.678
LN hoạt động thuần	16.553	16.395	10.930	16.497	17.088
Chi phí khấu hao	(2.829)	(2.674)	(3.394)	(3.843)	(3.962)
LN hoạt động trước thuế & lãi vay	13.725	13.721	7.537	12.654	13.126
TN từ hoạt động tài chính	860	1.424	1.254	979	960
TN từ các Cty LK & LD	(4)	(1)	-	(1)	(1)
Chi phí/lãi ngoài HĐKD	(41)	(3)	27	32	34
Lợi nhuận trước thuế	14.540	15.141	8.817	13.665	14.120
Thuế	(2.831)	(2.983)	(1.737)	(2.692)	(2.781)
Lợi nhuận sau thuế	11.709	12.159	7.081	10.973	11.339
Lợi ích của cổ đông thiểu số	(255)	(218)	(127)	(197)	(203)
Cổ tức ưu đãi					
Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác					
Lợi nhuận ròng	11.454	11.941	6.954	10.776	11.136
Lợi nhuận thường xuyên	11.454	11.941	6.954	10.776	11.136

Dòng tiền					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
EBITDA	16.553	16.395	10.930	16.497	17.088
Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết	(1.401)	(1.753)	(1.259)	(1.342)	(1.396)
Tăng/(Giảm) vốn lưu động	(170)	(1.095)	2.055	(785)	(166)
(Tăng)/Giảm các khoản dự phòng	24	837	-	-	-
Chi/(Thu) bằng tiền khác	(2.013)	(1.254)	(2.113)	(2.832)	(2.968)
Dòng tiền hoạt động khác	2.989	2.834	10.720	10.764	1.800
(Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi	(447)	(276)	(288)	(420)	(430)
Thuế đã trả	(3.113)	(2.855)	(1.737)	(2.692)	(2.781)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	12.422	12.833	18.308	19.190	11.146
Tiền chi mua sắm tài sản cố định	(692)	(2.664)	(5.126)	(6.074)	(3.274)
Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu	19	2	10	12	11
Tiền chi đầu tư góp vốn					
Tiền khác từ hoạt động đầu tư	(6.641)	(1.870)	(3.116)	(3.116)	(3.116)
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(7.315)	(4.531)	(8.233)	(9.179)	(6.380)
Tiền vay nhận được/(đã trả)	(4.297)	(1.950)	911	1.206	45
Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn					
Tiền mua lại CP đã phát hành					
Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu	(7.656)	(8.389)	(5.742)	(5.742)	(5.742)
Cổ tức ưu đãi đã trả					
Tiền khác từ hoạt động tài chính	48	(8)	(8)	(8)	(8)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(11.905)	(10.348)	(4.839)	(4.544)	(5.704)
Tổng tiền trong năm	(6.798)	(2.046)	5.237	5.467	(938)
Dòng tiền tự do cho cổ đông	810	6.351	10.987	11.217	4.812
Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp	5.555	8.578	10.364	10.431	5.196

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

THÔNG TIN TÀI CHÍNH

Bảng cân đối Kế toán					
(tỷ đồng)	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tiền và tương đương tiền	28.308	29.391	27.153	25.644	26.799
Các khoản phải thu ngắn hạn	10.214	10.562	8.834	10.468	11.285
Hàng tồn kho	1.948	1.592	1.631	1.819	1.977
Tài sản ngắn hạn khác	462	489	492	495	498
Tổng tài sản ngắn hạn	40.932	42.034	38.110	38.427	40.559
Tài sản cố định	18.609	15.850	17.582	19.813	19.126
Tổng đầu tư	280	533	533	533	533
Tài sản vô hình	-	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	2.793	3.837	3.837	3.837	3.837
Tổng tài sản dài hạn	21.682	20.220	21.952	24.184	23.496
Vay & nợ ngắn hạn	1.490	1.341	1.151	1.191	1.144
Phải trả người bán	2.901	2.116	2.113	2.504	2.699
Nợ ngắn hạn khác	7.455	6.503	7.065	7.674	8.337
Tổng nợ ngắn hạn	11.847	9.960	10.328	11.369	12.180
Vay & nợ dài hạn	3.396	1.456	2.557	3.722	3.815
Nợ dài hạn khác	505	1.154	1.615	2.019	2.322
Tổng nợ dài hạn	3.901	2.610	4.172	5.741	6.137
Dự phòng	-	-	-	-	-
Tổng nợ	15.747	12.570	14.500	17.111	18.317
Vốn chủ sở hữu	45.073	48.544	44.548	44.683	45.125
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.794	1.141	1.014	817	614
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	46.867	49.684	45.562	45.500	45.739

Các chỉ tiêu chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Tăng trưởng doanh thu	17,2%	-0,3%	-15,0%	18,5%	7,8%
Tăng trưởng LNHHKD	15,4%	-1,0%	-33,3%	50,9%	3,6%
Biên LNHHKD	21,9%	21,8%	17,1%	21,7%	20,9%
Tiền ròng/cp	12.238	13.895	12.250	10.831	11.411
Giá trị sổ sách/cp	23.550	25.363	23.276	23.346	23.577
Khả năng thanh toán lãi vay	31,19	68,93	35,89	41,39	41,91
Thuế suất hiệu dụng	19,5%	19,7%	19,7%	19,7%	19,7%
Tỷ lệ chia cổ tức	66,8%	70,3%	82,6%	53,3%	51,6%
Số ngày phải thu	46,80	50,32	55,40	46,39	48,50
Số ngày tồn kho	11,28	11,07	10,97	10,50	10,63
Số ngày phải trả	15,66	14,36	13,21	12,98	13,46
ROIC	43,3%	46,4%	25,4%	43,6%	40,0%
ROCE	29,2%	29,5%	17,8%	28,2%	28,7%
Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản	17,7%	17,7%	9,9%	16,6%	16,7%

Các chỉ số chính					
	12/18A	12/19A	12/20F	12/21F	12/22F
Giá dầu (USD/thùng)	71,2	64,4	45,0	55,0	57,0
Tăng trưởng sản lượng (%)	0,9%	2,2%	-3,6%	-1,3%	1,2%

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

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 – Phó Giám đốc Khối Phân tích

Email: hien.trankhanh@vndirect.com.vn

Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích cao cấp

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