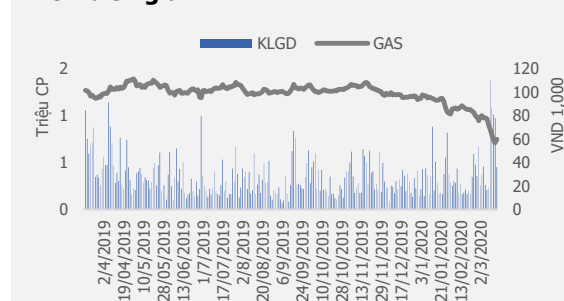


MUA; Giá mục tiêu: VND 67,400

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 67,400 đồng/CP (+18% upside). So với báo cáo trước, chúng tôi điều chỉnh giảm 27% giá mục tiêu của GAS từ mức 92,600 đồng/CP dựa trên việc điều chỉnh chỉ số EV/EBITDA và P/E so sánh bình quân của các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực Châu Á. Chúng tôi nhận thấy thị trường đã đánh giá lại EV/EBITDA của các doanh nghiệp này từ mức 12x còn 11x và P/E từ mức 15x còn 13x dưới diễn biến tiêu cực hơn của tình hình dịch bệnh COVID-19 hiện nay. Đồng thời, chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 15% LNR dự phóng cho giai đoạn 2020 – 2021 theo xu hướng sụt giảm của giá dầu.

- Chúng tôi điều chỉnh giảm bình quân 15% LNR dự phóng cho giai đoạn 2020 – 2021 dựa trên kịch bản giá dầu Brent ở mức 40 USD/thùng, so với dự phóng trước đây ở mức 70 USD/thùng. Theo đó, giá cơ sở của các mặt hàng tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của GAS bao gồm MFO và LPG cũng điều chỉnh giảm. Cụ thể, giá bán khí dự kiến giảm bình quân 8% dẫn đến lợi nhuận gộp (LNG) mảng kinh doanh khí giảm 16% (chiếm 50% tổng LNG). Giá LPG (Propane - Saudi Aramco) ước giảm 31% kéo theo LNG mảng kinh doanh LPG (16% LNG) thấp hơn 35% so với dự phóng trước đây.
- Trường hợp giá dầu Brent về mức bình quân 30 USD/thùng trong 2020, tương ứng giá cơ sở MFO và LPG giảm 50 USD/tấn, LNR 2020 – 2021 sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm 9% so với dự phóng hiện tại. Theo đó, giá trị hợp lý của CP GAS sẽ giảm tương ứng 9% về mức 61,600 đồng/CP. Chúng tôi nhận thấy trong giai đoạn giá dầu Brent giao động trong khoảng 30 – 50 USD/thùng từ tháng 9/2015 đến tháng 10/2016, P/E của CP GAS diễn biến quay mức 14x. Vì vậy, chúng tôi cho rằng thị trường đang phản ứng tiêu cực quá mức đối với CP GAS với P/E forward 2020 là 12x và 2021 là 10x.
- 2020, chúng tôi dự phóng LNR giảm 22% cùng kỳ (CK) về mức 9,367 tỷ đồng (~ 144% KH 2020) và tăng trưởng 20% CK trong 2021 lên mức 11,215 tỷ đồng. 2020, dựa trên việc chưa có nguồn khí mới, kết hợp với giá cơ sở MFO dự kiến giảm 37% CK, LPG giảm 27% CK và công ty tiếp tục trích 530 tỷ đồng dự phòng quỹ đọng, chúng tôi ước tính LNG giảm 20% CK. Chúng tôi dự kiến chi phí quản lý sẽ quay lại mức 1,112 tỷ đồng (+27% CK), phản ánh việc ghi nhận lại phần phí nộp về PVN. 2019 là năm đầu tiên không phát sinh chi phí này sau 5 năm liên tiếp ghi nhận bình quân 220 tỷ đồng/năm. 2021, chúng tôi dự phóng 2 tỷ m3 khí bổ sung (+19% CK) từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt sẽ thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận của GAS.

Diễn biến giá



	1T	3T	12T
GAS (%)	-32%	-39%	-41%
VN-Index (%)	-10%	-13%	-15%

Ngày cập nhật	16/03/2020
Thị giá	VND 57,000
Giá mục tiêu	VND 67,400
Upside	+18%
Bloomberg	GAS VN
Vốn hóa	VND 114,263 tỷ USD 4,904 triệu
Diễn biến giá 52 tuần	VND 56,000 VND 111,400
Giá trị giao dịch/ngày	VND 36 tỷ USD 1.5 triệu
FOL	49%
Tỷ lệ sở hữu NĐT NN	3.6%

ĐVT: Tỷ đồng	FY19	FY20F	FY21F	FY22F	FY23F
Doanh thu	75,348	64,757	74,231	90,152	93,241
EBIT	15,340	12,079	14,456	17,307	18,236
Lợi nhuận ròng	11,941	9,367	11,215	13,421	14,081
Lợi nhuận (cơ bản)	12,257	9,791	11,643	13,853	14,135
EPS (VND)	6,146	4,796	5,742	6,872	7,210
Tăng trưởng EPS (%)	4%	-22%	20%	20%	5%
P/E (x)	9	12	10	8	8
EV/EBITDA (x)	7	9	7	6	6
Cổ tức (VND)	4,300	4,000	4,000	4,000	4,000
Tỷ suất cổ tức (%)	8%	7%	7%	7%	7%
P/B (x)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6
ROE (%)	25%	19%	21%	23%	22%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	16%	30%	38%	39%	34%

Nguồn: MBS Research

Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS) – PHỤ LỤC



Kết quả kinh doanh (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Doanh thu	75,348	64,757	74,231	90,152
Giá vốn hàng bán	58,357	51,106	57,818	70,274
Lợi nhuận gộp	16,991	13,651	16,413	19,878
Doanh thu tài chính	1,666	1,650	1,650	1,650
Chi phí tài chính	243	175	196	233
Chi phí bán hàng & quản lý	3,269	3,184	3,569	4,183
Lợi nhuận trước thuế	15,141	11,948	14,305	17,118
Lợi nhuận sau thuế	12,159	9,559	11,444	13,695
Lợi nhuận ròng	11,941	9,367	11,215	13,421
Lợi ích thiểu số	218	191	229	274

Bảng cân đối kế toán	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Tài sản ngắn hạn	42,034	41,505	45,063	50,526
I. Tiền & tương đương tiền	4,476	5,463	7,094	11,208
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	24,915	24,915	24,915	24,915
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	10,562	8,751	9,898	11,862
IV. Hàng tồn kho	1,592	1,503	1,652	2,008
V. Tài sản ngắn hạn khác	489	873	1,504	533
Tài sản dài hạn	20,220	30,606	37,418	44,129
I. Các khoản Phải thu dài hạn	128	128	128	128
II. Tài sản cố định	15,850	13,553	14,908	12,411
1. Tài sản cố định hữu hình	15,438	13,159	14,532	12,053
2. Tài sản cố định vô hình	412	394	376	358
III. Bất động sản đầu tư	23	22	21	20
IV. Tài sản dở dang dài hạn	2,883	15,650	21,108	30,317
V. Đầu tư tài chính dài hạn	405	405	405	405
VI. Tài sản dài hạn khác	931	848	848	848
Tổng tài sản	62,254	72,111	82,480	94,655
Nợ phải trả	12,570	20,901	27,935	34,612
I. Nợ ngắn hạn	9,960	9,795	10,332	11,796
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	8,619	8,176	9,104	10,894
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,341	1,619	1,227	902
II. Nợ dài hạn	2,610	11,106	17,603	22,817
1. Các khoản phải trả dài hạn	1,154	1,684	2,219	986
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,456	9,422	15,384	21,831
Vốn chủ sở hữu	49,684	51,210	54,546	60,043
1. Vốn điều lệ	19,140	19,140	19,140	19,140
2. Thặng dư vốn cổ phần	211	211	211	211
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	29,192	30,718	34,054	39,551
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,141	1,141	1,141	1,141
Tổng nguồn vốn	62,254	72,111	82,480	94,655

Chỉ số tài chính	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Định giá				
EPS (VND)	6,146	4,796	5,742	6,872
BVPS (VND)	25,958	26,756	28,498	31,370
P/E	9	12	10	8
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8
Khả năng sinh lời				
Biên lợi nhuận gộp	23%	21%	22%	22%
Biên EBITDA	24%	23%	24%	23%
Biên lợi nhuận ròng	16%	14%	15%	15%
ROE	25%	19%	21%	23%
ROA	19%	14%	15%	15%
Tăng trưởng				
Doanh thu	0%	-14%	15%	21%
Lợi nhuận trước thuế	4%	-21%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	4%	-21%	20%	20%
EPS	4%	-22%	20%	20%
Tổng tài sản	-1%	16%	14%	15%
Vốn chủ sở hữu	6%	3%	7%	10%
Thanh khoản				
Thanh toán hiện hành	4.22	4.24	4.36	4.28
Thanh toán nhanh	4.06	4.08	4.20	4.11
Nợ/Tài sản	20%	29%	34%	37%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	0.25	0.41	0.51	0.58
Khả năng thanh toán lãi vay	56	35	22	18
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay các khoản phải thu	7	7	8	8
Số ngày thu tiền bán hàng	50	49	49	48
Vòng quay hàng tồn kho	33	34	35	35
Số ngày tồn kho	11	11	10	10
Vòng quay các khoản phải trả	6	6	6	6
Số ngày phải trả	59	58	57	57

Lưu chuyển tiền tệ (Tỷ đồng)	FY19	FY20F	FY21F	FY22F
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh	12,833	11,704	11,463	13,395
Lưu chuyển tiền từ hoạt động đầu tư	(4,531)	(11,304)	(7,747)	(7,747)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động tài chính	(10,348)	588	(2,085)	(1,535)
Lưu chuyển tiền thuần trong năm	(2,046)	987	1,631	4,113