

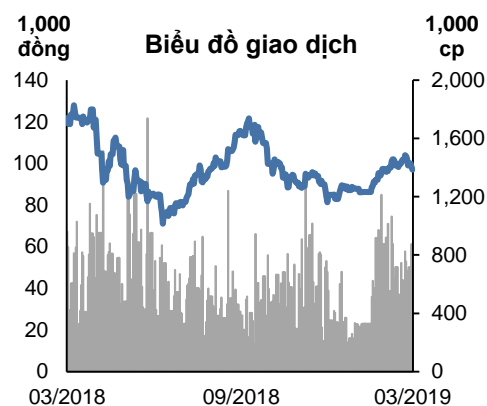
GAS (HSX) Thay đổi cơ chế giá khí

Dầu khí

Giá thị trường (VND)	97,100
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	94,200
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-3.0%
Suất sinh lợi cổ tức	4.1%
Suất sinh lợi bình quân năm	1.1%

Công bố báo cáo tài chính kiểm toán 2018

GAS vừa công bố báo cáo tài chính kiểm toán năm 2018, trong đó lợi nhuận bị điều chỉnh giảm 647 tỷ đồng so với báo cáo chưa kiểm toán. Doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2018 của GAS lần lượt là 75,612 tỷ đồng (+17.2% n/n) và 11,709 tỷ đồng (+17.8% n/n). Chúng tôi đã có một cuộc điện thoại trao đổi với GAS để cập nhật kết quả kinh doanh. Theo GAS, nguyên nhân của việc điều chỉnh giảm lợi nhuận là do thay đổi nhiệt trị khí của Lô 09.1 trong giai đoạn 2016 - 2018 (chiếm 6% sản lượng khí tự nhiên).



Cơ chế giá khí mới cho cả đầu vào và đầu ra

Trong khoản mục giá vốn hàng bán (GVHB), chi phí đầu vào của khí tự nhiên được tính dựa trên thể tích (m³), giá (USD/MMBTU) và nhiệt trị khí (BTU/m³). Nhiệt trị khí thường cố định và được quy định trong hợp đồng giữa GAS và các nhà thầu dầu khí.

Vào ngày 20/01/2019, khi GAS lập báo cáo tài chính chưa kiểm toán, nhiệt trị khí của Lô 09.1 được tính là 40,000 BTU/m³. Vào ngày 08/03/2019, GAS đã ký kết bản Bổ sung số 1 Hợp đồng mua bán khí Cửu Long với PVN. Do nhiệt trị thực tế của Lô 09.1 cao hơn 40,000 BTU/m³ trong giai đoạn 2016 - 2018, do đó được điều chỉnh tăng lên 46,000 BTU/m³. Do đó, chênh lệch giữa số nhiệt trị cũ và mới là 6,000 BTU/m³, GAS phải thực hiện điều chỉnh hồi tố tăng 815 tỷ đồng GVHB so với báo cáo tài chính chưa kiểm toán. Từ năm 2019 trở đi, nhiệt trị khí của Lô 09.1 sẽ được thả nổi và dựa trên nhiệt trị thực tế của khí tự nhiên tại CPP Bạch Hổ, thường vào khoảng 46,000-47,000 BTU/m³. Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng của GAS sẽ bị ảnh hưởng nhẹ, giảm 200 tỷ đồng/năm.

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	14%	1%	19%	-20%
Tương đối	5%	3%	10%	-5%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Vào ngày 19/03/2019, GAS cũng đã ký thêm phụ lục với EVN, nhà máy điện BOT Phú Mỹ 2.2&3 để điều chỉnh giá bán khí từ bể Cửu Long. Giá đã được điều chỉnh thành **46% MFO + cước vận chuyển** (giá cũ được cố định ở mức 4.4 USD/MMBTU). Giá bán mới cao hơn đồng nghĩa với lợi nhuận cao hơn. Tuy nhiên, phần lợi nhuận này sẽ được đưa về PVN và GAS sẽ không được hưởng lợi.

Thông kê

27/03/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	71.1k-128k
SL lưu hành (triệu cp)	1,914
Vốn hóa (tỷ đồng)	185,845
Vốn hóa (triệu USD)	8,011
% khối ngoại sở hữu	4%
SL cp tự do (triệu cp)	81
KLGD TB 3 tháng (cp)	548,379
VND/USD	23,198
Index: VNIndex / HNX	970/107

Nguồn: Bloomberg

Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP

Việc thay đổi giá đầu vào và giá bán ra tại bể Cửu Long sẽ có chút ảnh hưởng đến lợi nhuận của GAS nhưng không trọng yếu. Sản lượng đi ngang và giá dầu giảm tạo ra những tác động tiêu cực đến lợi nhuận GAS trong ngắn hạn. Chúng tôi định giá GAS bằng phương pháp P/E. Dựa trên P/E lịch sử trung bình 1 năm của GAS ở mức **17x**, chúng tôi định giá cổ phiếu GAS ở mức **94,200 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Bao gồm cổ tức tiền mặt 4,000 đồng/cổ phiếu, tổng lợi nhuận kỳ vọng là **1.1%**. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Cơ cấu sở hữu

27/03/2019

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.8%
Cổ đông khác	4.2%

Nguồn: Bloomberg

Nguyễn Phong Danh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459

Danh.np@kisvn.vn

www.kisvn.vn

Tỷ đồng	2017	2018	% Tăng trưởng
Doanh thu thuần	64,522	75,612	17.2%
Lợi nhuận gộp	15,163	17,491	15.4%
EBITDA	14,341	16,400	14.4%
LNTT	12,588	14,540	15.5%
Lợi nhuận ròng	9,938	11,709	17.8%
Lợi nhuận phân phối cho cổ đông	9,685	11,454	18.3%

Nguồn: GAS, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH		Vốn hóa: 185,845 tỷ đồng					CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)		2016	2017	2018U	2019E	2020E				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E	2016	2017	2018U	2019E	2020E	2016	2017	2018U	2019E	2020E		
Doanh thu thuần	59,076	64,522	75,612	75,239	80,877	Thay đổi vốn lưu động	3,280	-3,740	181	842	47	Capex	4,987	3,826	2,657	3,281	18,012
Tăng trưởng (%)	-8%	9%	17%	0%	7%	Dòng tiền khác	-921	-839	-1,711	-1,371	-1,420	Dòng tiền tự do	3,135	13,404	13,258	10,955	-2,146
Khí tự nhiên	36,178	34,777	40,038	38,845	42,034	Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0	Cổ tức	9,000	7,264	7,865	7,656	5,742
Vận chuyển khí	4,321	4,296	4,693	5,022	5,300	Thay đổi nợ ròng	5,864	-6,140	-5,393	-3,299	7,888	Nợ ròng cuối năm	-11,890	-18,030	-23,422	-26,722	-18,833
LPG	18,043	21,316	25,370	25,735	27,794	Giá trị doanh nghiệp	175,685	169,597	164,216	161,172	169,315	Tổng VCSH	40,844	43,272	46,867	50,063	55,958
Khác	534	4,133	5,511	5,637	5,749	Lợi ích cổ đông thiểu số	1,730	1,782	1,794	2,049	2,303	VCSH	39,114	41,490	45,073	48,014	53,654
GVHB	49,360	58,120	58,781	63,403	71,343	Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,443	21,684	23,557	25,094	28,042	Nợ ròng / VCSH (%)	-29%	-42%	-50%	-53%	-34%
Biên LN gộp (%)	19.6%	23.5%	23.1%	21.9%	21.6%	Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.0	-1.3	-1.4	-1.8	-1.2	Tổng tài sản	56,754	61,889	62,614	67,226	85,193
Chi phí BH & QLDN	3,096	3,535	3,767	3,880	4,171	<i>Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền</i>											
EBITDA	11,768	14,341	16,400	15,253	15,979	CHỈ SỐ VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E	ROE (%)	18%	24%	26%	23%	23%
Biên lợi nhuận (%)	19.9%	22.2%	21.7%	20.3%	19.8%	(không gồm lợi ích CD thiểu số)	13%	16%	19%	16%	14%	ROA (%)	25%	34%	45%	42%	35%
Khấu hao	3,309	2,713	2,676	2,676	2,676	ROIC (%)	15%	15%	15%	15%	15%	WACC (%)	27.3	19.6	16.5	17.5	16.3
Lợi nhuận từ HĐKD	8,459	11,627	13,725	12,578	13,304	PER (x)	4.8	4.5	4.1	3.9	3.5	PBR (x)	3.1	2.9	2.5	2.5	2.3
Biên LN HĐKD (%)	14.3%	18.0%	18.2%	16.7%	16.4%	PSR (x)	14.9	11.8	10.0	10.6	10.6	EV/EBITDA (x)	3.0	2.6	2.2	2.1	2.1
Chi phí lãi vay ròng	-712	-938	-1,004	-1,401	-1,635	Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	4.9%	3.8%	4.1%	4.1%	3.1%	EV/Sales (x)	3.0	2.6	2.2	2.1	2.1
Khả năng trả lãi vay (x)	-11.9	-12.4	-13.7	-9.0	-8.1												
Lãi/lỗ khác	-19	23	-189	-189	-168												
Thuế	1,980	2,650	2,831	2,758	2,954												
Thuế suất hiệu dụng (%)	22%	21%	19%	20%	20%												
Lợi nhuận ròng	7,172	9,938	11,709	11,032	11,816												
Biên lợi nhuận (%)	12.1%	15.4%	15.5%	14.7%	14.6%												
Lợi ích CD thiểu số	152	253	255	255	254												
LN cho công ty mẹ	7,020	9,685	11,454	10,777	11,562												
Số lượng CP (triệu)	1,914	1,914	1,914	1,914	1,914												
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,550	4,951	5,892	5,538	5,949												
Tăng EPS (%)	-19%	39%	19%	-6%	7%												
Cổ tức (VND)	4,800	3,700	4,000	4,000	3,000												

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.