

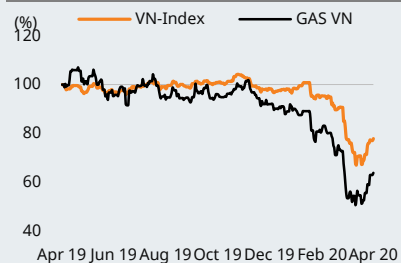
Dầu khí

Báo cáo cập nhật
23/04/2020

Đánh giá	Năm giữ
Giá mục tiêu (12M, VND)	65.500
Giá hiện tại (23/04/2020, VND)	65,100
Lợi nhuận kỳ vọng	+0,6%

Lãi ròng dự báo (19F, VNDbn)	6,636
Kỳ vọng lãi ròng (19F, VNDbn)	10,553
Tăng trưởng EPS (20F, %)	-43,0
Tăng trưởng EPS thị trường (20F, %)	5,0
P/E (Hiện tại, x)	10,93
P/E Thị trường (current, x)	11,0
VN-INDEX	766
Vốn hóa (VNDbn)	130,149
Số cổ phần lưu hành (triệu)	1,914
Free Float (%)	4,2
Sở hữu nước ngoài (%)	3,4
Beta (12M)	1,3
Thấp nhất 52 tuần (VND)	53,900
Cao nhất 52 tuần (VND)	114,900

(%)	1M	6M	12M
Tuyệt đối	19,3	-32,8	-36,2
Tương đối	18,8	-9,8	-14,1



Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

[Dầu khí]

Phuong Pham
+84-28-3910-2222
Phuong.pb@miraeasset.com.vn

Tổng Công ty Khí Việt Nam

(GAS VN)

Vị thế độc quyền sẽ giúp giảm ảnh hưởng tiêu cực của giá dầu

Quan điểm đầu tư

Chịu ảnh hưởng trực tiếp từ việc giá dầu giảm mạnh trong thời gian qua, tuy nhiên triển vọng tiêu thụ khí từ điện và đạm có thể không giảm giúp GAS có thể hoàn thành kế hoạch kinh doanh năm 2020 do công ty đề ra. Với giả định đó, chúng tôi GAS sẽ dao động trong vùng giá 49.500 – 65.500 đ/cp, tương ứng với P/E dự phóng 2020 là 14,16 – 18,78 lần, so với mức giá đóng cửa ngày 23/04/2020 là 65.100đ/cp, mức giá cao nhất đang cao hơn 0,6%.

Vị thế doanh nghiệp

GAS là công ty độc quyền ngành khí Việt Nam, cung cấp 100% lượng khí khô được sử dụng để sản xuất 30% sản lượng điện và 70% sản lượng phân đạm của cả nước. Trong định hướng đến 2025, để chủ động nguồn khí cung cấp, GAS có kế hoạch nhập khẩu và phân phối sản phẩm LNG dự kiến từ quý 3/2022, ngoài ra GAS cũng dự định tham gia các hoạt động thượng nguồn (thăm dò, khai thác các mỏ khí mới).

Kết quả hoạt động kinh doanh 2019 và kế hoạch 2020

Năm 2019 GAS ghi nhận 75.000 tỷ đồng doanh thu, tương đương mức thực hiện năm 2018 là 75.611 tỷ đồng, do tiết giảm đáng kể chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp giúp GAS ghi nhận mức LNTT 15.068 tỷ đồng, tăng 4% so với thực hiện năm 2018. Doanh thu lớn nhất của GAS đến từ 2 sản phẩm là: (1) khí khô chiếm 56% và (2) LPG chiếm 30%.

Dựa trên kịch bản giá dầu 60 USD. Kế hoạch cụ thể GAS dự kiến sẽ đạt 64.055 tỷ đồng doanh thu và LNTT đạt 8.294 tỷ đồng, so với thực hiện năm 2019, các chỉ tiêu trên lần lượt giảm 14,6% về doanh thu và 45% về lợi nhuận trước thuế, lợi nhuận sau thuế đạt 6.636 tỷ đồng.

Kết thúc quý 1/2020, GAS ghi nhận 17.093 tỷ đồng doanh thu giảm 9% so với cùng kỳ, biên lãi gộp giảm nhẹ từ mức 14% về 13% kéo theo lãi gộp giảm 24%. Lợi nhuận sau thuế cho cổ đông công ty mẹ ghi nhận 2.333 tỷ đồng, giảm 23% so với cùng kỳ. So với kế hoạch năm, GAS đã hoàn thành 26,5% doanh thu và 35,1% lợi nhuận sau thuế.

Đánh giá ảnh hưởng của dịch Covid-19 đến hoạt động kinh doanh của công ty

Trong 3 tháng đầu năm 2020, tình hình dịch bệnh đã tác động lớn đến toàn bộ nền kinh tế, tuy nhiên hoạt động sản xuất điện, đạm vẫn đạt kế hoạch, ổn định nhu cầu tiêu thụ khí khô của GAS. Việc giá dầu giảm mạnh sẽ là nguyên nhân chính tác động đến doanh thu và lợi nhuận doanh nghiệp. Trong tình hình đầu ra ổn định như hiện tại, tác động của giá dầu chỉ làm giảm lợi nhuận của GAS, chưa ảnh hưởng nghiêm trọng như các doanh nghiệp khác.

Đánh giá mức độ ảnh hưởng của giá dầu đến lợi nhuận của GAS trong quá khứ, chúng tôi cho rằng GAS có thể sẽ hoàn thành 90 – 100% mức doanh thu kế hoạch 2020, tương đương mức 57.000 – 64.000 tỷ đồng và khả năng sẽ hoàn thành mức LNTT kế hoạch là 8.294 tỷ đồng, tương ứng 6.636 tỷ đồng LNST.

GAS sẽ có thêm nguồn khí mới từ dự án Sao vàng – Đại Nguyệt

Trong năm 2020, đường ống Nam Côn Sơn 2 (NCS2) dự kiến sẽ hoàn thành, theo kế hoạch tháng 10/2020 GAS sẽ bắt đầu nhận được nguồn khí mới từ dự án Sao Vàng – Đại Nguyệt, bổ sung nguồn khí khoảng 5 triệu m3 khí/ngày cho khu vực kinh tế Đông Nam Bộ, hiện sản xuất khoảng 23% tổng sản lượng điện của cả nước.

FY (Dec.)	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	FY 2019	FY 2020(F)
Doanh thu (VNDbn)	64.300	59.076	64.522	75.612	75,005	64.000
Lãi gộp (Vbn)	10.665	8.459	11.627	13.725	13,649	8.512
Biên lãi gộp (%)	16,6	14,3	18,0	18,2	18,2	13,3
LNST (VNDbn)	8.534	7.020	9.685	11.454	11,902	6.636
EPS (VND)	4.400	3.548	4.994	5.984	6,142	3.500
ROE (%)	21,6	16,9	23,7	26,1	25,1	13,9
P/E (x)	8,2	17,1	19,5	14,7	11,1	19,4
P/B (x)	1,7	3,0	4,5	3,7	2,7	2,68
Cổ tức/ Thị giá (%)	11,9	8,9	4,0	4,7	2,5	4,4

Ghi chú: Lợi nhuận sau thuế là lợi nhuận sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số
Nguồn: Dữ liệu công ty, Bloomberg, ước tính của phòng Phân tích MASVN

PLEASE SEE ANALYST CERTIFICATIONS AND IMPORTANT DISCLOSURES & DISCLAIMERS IN APPENDIX 1 AT THE END OF REPORT.

Tháng 10/2019 tại thị xã Phú Mỹ, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu, GAS đã tổ chức lễ khởi công dự án Công trình Kho chứa LNG Thị Vải giai đoạn 1 với công suất 1 triệu tấn/ năm, dự kiến cung cấp 1,4 tỷ m³ khí cho 2 dự án điện Nhơn Trạch 3&4. Tổng mức đầu tư giai đoạn 1 của dự án ước tính 285 triệu USD, tương đương hơn 6.500 tỷ đồng. Dự án dự kiến hoàn thành vào quý 3/2022, là dự án kho LNG đầu tiên tại Việt Nam.

Vai trò độc quyền trong lĩnh vực trung gian phân phối khí giúp GAS vẫn có lãi trong tình hình hiện nay.

Đầu vào của GAS hiện tại là nguồn khí từ các mỏ, giá mua khí đầu vào đa phần là mức giá cố định tùy thuộc vào chi phí đầu tư và vận hành từng mỏ khí, gọi là giá miệng giếng. Trong khi đó giá bán cho các dự án điện, đạ được tính theo công thức: Max (46% x MFO + cước vận chuyển; giá miệng giếng + cước vận chuyển), trong đó MFO là giá dầu FO trung bình.

Cách tính trên khi giá dầu thế giới tăng mạnh, GAS sẽ được lợi bởi giá bán tăng trong khi giá mua vào cố định. Trường giá dầu thế giới giảm mạnh, 46% x MFO thấp hơn giá miệng giếng thì GAS sẽ tính theo giá miệng giếng và chỉ hưởng phần phí vận chuyển.

Do đó biến động giảm của giá dầu trong trường hợp sản lượng tiêu thụ ổn định, GAS chỉ chịu tác động giảm lợi nhuận.

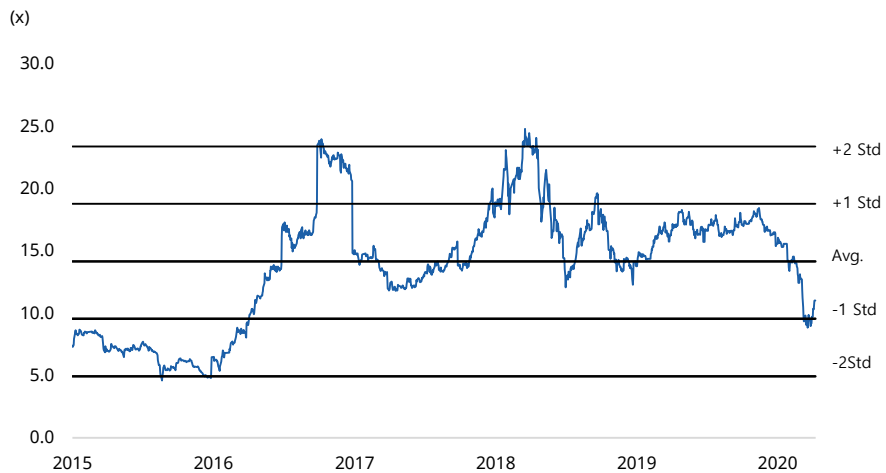
Định giá

Chúng tôi thực hiện định giá GAS theo phương pháp so sánh mức P/E của chính doanh nghiệp trong quá khứ. Do GAS là doanh nghiệp độc quyền, vai trò trong lĩnh vực an ninh năng lượng và hoạt động kinh doanh có tính ổn định cao, do đó công ty sẽ luôn được thị trường chú ý và mức P/E quá khứ có tính tham chiếu cao.

Mức P/E hiện tại đang là 11 lần, thấp hơn 28% so với mức trung bình 5 năm là 14,16 lần, nguyên nhân là do NĐT lo ngại về rủi ro suy giảm EPS nên mức định giá P/E hiện tại giảm mạnh. Về trung hạn khả năng P/E của GAS sẽ hướng về mức trung bình và ngưỡng +1 Std, với mức EPS dự phóng 2020 ở mức 3.500 đ/cp, mức giá tương ứng với P/E 14,16 lần và 18,78 lần là 49.500 đ/cp và 65.500 đ/cp.

Chúng tôi cho rằng GAS sẽ dao động trong vùng giá 49.500 – 65.500 đ/cp, tương ứng với P/E dự phóng 2020 là 14,16 – 18,78 lần.

Hình 1: Mức P/E 5 năm của GAS



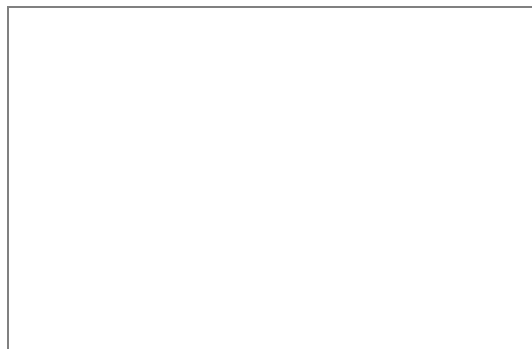
Nguồn: Bloomberg, ước tính của phòng Phân tích MASVN

APPENDIX 1

Important Disclosures & Disclaimers

2-Year Rating and Target Price History

Company (Code)	Date	Rating	Target Price
GASVN	18/06/19	MUA	109.800
GASVN	14/04/20	NĂM GIỮ	65.500



Stock Ratings

Buy	: Relative performance of 20% or greater
Trading Buy	: Relative performance of 10% or greater, but with volatility
Hold	: Relative performance of -10% and 10%
Sell	: Relative performance of -10%

Industry Ratings

Overweight	: Fundamentals are favorable or improving
Neutral	: Fundamentals are steady without any material changes
Underweight	: Fundamentals are unfavorable or worsening

Ratings and Target Price History (Share price (—), Target price (▬), Not covered (■), Buy (▲), Trading Buy (▣), Hold (●), Sell (◆))

* Our investment rating is a guide to the relative return of the stock versus the market over the next 12 months.

* Although it is not part of the official ratings at Mirae Asset Daewoo Co., Ltd., we may call a trading opportunity in case there is a technical or short-term material development.

* The target price was determined by the research analyst through valuation methods discussed in this report, in part based on the analyst's estimate of future earnings.

* The achievement of the target price may be impeded by risks related to the subject securities and companies, as well as general market and economic conditions.

Analyst Certification

The research analysts who prepared this report (the "Analysts") are subject to Vietnamese securities regulations. They are neither registered as research analysts in any other jurisdiction nor subject to the laws and regulations thereof. Opinions expressed in this publication about the subject securities and companies accurately reflect the personal views of the Analysts primarily responsible for this report. MAS policy prohibits its Analysts and members of their households from owning securities of any company in the Analyst's area of coverage, and the Analysts do not serve as an officer, director or advisory board member of the subject companies. Except as otherwise specified herein, the Analysts have not received any compensation or any other benefits from the subject companies in the past 12 months and have not been promised the same in connection with this report. No part of the compensation of the Analysts was, is, or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views contained in this report but, like all employees of MAS, the Analysts receive compensation that is determined by overall firm profitability, which includes revenues from, among other business units, the institutional equities, investment banking, proprietary trading and private client division. At the time of publication of this report, the Analysts do not know or have reason to know of any actual, material conflict of interest of the Analyst or MAS except as otherwise stated herein.

Disclaimers

This report is published by Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC (MAS), a broker-dealer registered in the Socialist Republic of Vietnam and a member of the Vietnam Stock Exchanges. Information and opinions contained herein have been compiled in good faith and from sources believed to be reliable, but such information has not been independently verified and MAS makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, as to the fairness, accuracy, completeness or correctness of the information and opinions contained herein or of any translation into English from the Vietnamese language. In case of an English translation of a report prepared in the Vietnamese language, the original Vietnamese language report may have been made available to investors in advance of this report.

The intended recipients of this report are sophisticated institutional investors who have substantial knowledge of the local business environment, its common practices, laws and accounting principles and no person whose receipt or use of this report would violate any laws and regulations or subject MAS and its affiliates to registration or licensing requirements in any jurisdiction shall receive or make any use hereof.

This report is for general information purposes only and it is not and shall not be construed as an offer or a solicitation of an offer to effect transactions in any securities or other financial instruments. The report does not constitute investment advice to any person and such person shall not be treated as a client of MAS by virtue of receiving this report. This report does not take into account the particular investment objectives, financial situations, or needs of individual clients. The report is not to be relied upon in substitution for the exercise of independent judgment. Information and opinions contained herein are as of the date hereof and are subject to change without notice. The price and value of the investments referred to in this report and the income from them may depreciate or appreciate, and investors may incur losses on investments. Past performance is not a guide to future performance. Future returns are not guaranteed, and a loss of original capital may occur. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents do not accept any liability for any loss arising out of the use hereof.

MAS may have issued other reports that are inconsistent with, and reach different conclusions from, the opinions presented in this report. The reports may reflect different assumptions, views and analytical methods of the analysts who prepared them. MAS may make investment decisions that are inconsistent with the opinions and views expressed in this research report. MAS, its affiliates and their directors, officers, employees and agents may have long or short positions in any of the subject securities at any time and may make a purchase or sale, or offer to make a purchase or sale, of any such securities or other financial instruments from time to time in the open market or otherwise, in each case either as principals or agents. MAS and its affiliates may have had, or may be expecting to enter into, business relationships with the subject companies to provide

investment banking, market-making or other financial services as are permitted under applicable laws and regulations.
No part of this document may be copied or reproduced in any manner or form or redistributed or published, in whole or in part, without the prior written consent of MAS.

Mirae Asset Daewoo International Network

Mirae Asset Daewoo Co., Ltd. (Seoul)

Global Equity Sales Team
Mirae Asset Center 1 Building
26 Eulji-ro 5-gil, Jung-gu, Seoul 04539
Korea

Tel: 82-2-3774-2124

Mirae Asset Securities (USA) Inc.

810 Seventh Avenue, 37th Floor
New York, NY 10019
USA

Tel: 1-212-407-1000

PT. Mirae Asset Sekuritas Indonesia

Equity Tower Building Lt. 50
Sudirman Central Business District
Jl. Jend. Sudirman, Kav. 52-53 Jakarta Selatan
12190
Indonesia
Tel: 62-21-515-3281

Mirae Asset Securities Mongolia UTsk LLC

#406, Blue Sky Tower, Peace Avenue 17
1 Khoroo, Sukhbaatar District
Ulaanbaatar 14240
Mongolia

Tel: 976-7011-0806

Shanghai Representative Office

38T31, 38F, Shanghai World Financial Center
100 Century Avenue, Pudong New Area
Shanghai 200120
China

Tel: 86-21-5013-6392

Mirae Asset Securities (HK) Ltd.

Suites 1109-1114, 11th Floor
Two International Finance Centre
8 Finance Street, Central
Hong Kong
China
Tel: 852-2845-6332

Mirae Asset Wealth Management (USA) Inc.

555 S. Flower Street, Suite 4410,
Los Angeles, California 90071
USA

Tel: 1-213-262-3807

Mirae Asset Securities (Singapore) Pte. Ltd.

6 Battery Road, #11-01
Singapore 049909
Republic of Singapore

Tel: 65-6671-9845

Mirae Asset Investment Advisory (Beijing) Co., Ltd

2401B, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699

Ho Chi Minh Representative Office

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3910-7715

Mirae Asset Securities (UK) Ltd.

41st Floor, Tower 42
25 Old Broad Street,
London EC2N 1HQ
United Kingdom

Tel: 44-20-7982-8000

Mirae Asset Wealth Management (Brazil) CCTVM

Rua Funchal, 418, 18th Floor, E-Tower Building
Vila Olimpia
Sao Paulo - SP
04551-060
Brasil
Tel: 55-11-2789-2100

Mirae Asset Securities (Vietnam) LLC

7F, Saigon Royal Building
91 Pasteur St.
District 1, Ben Nghe Ward, Ho Chi Minh City
Vietnam

Tel: 84-8-3911-0633 (ext. 110)

Beijing Representative Office

2401A, 24th Floor, East Tower, Twin Towers
B12 Jianguomenwai Avenue, Chaoyang District
Beijing 100022
China

Tel: 86-10-6567-9699 (ext. 3300)
