

Ngành: Phân phối khí đốt tự nhiên

Ngày 31/03/2016

Tổng Công ty Khí Việt Nam (Mã cổ phiếu: GAS)

Khuyến nghị: **Nắm giữ**

Giá thị trường
(29/03/2016): 43.500

Giá kỳ vọng (VND): 41.100

Lợi nhuận kỳ vọng: -6%

Khuyến nghị:

Dựa vào giá dầu trung bình trong năm 2015 là 50 USD/thùng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của GAS sẽ suy giảm 5% nếu giá dầu trung bình năm 2016 duy trì ở mức 40 USD/thùng và tăng trưởng 10% nếu giá dầu tăng thêm 10 USD/thùng. Do vậy, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu GAS dựa trên phương pháp định giá thông dụng là phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho GAS là 41.100 đồng/cp, thấp hơn 6% so với giá thị trường. Khuyến nghị: Nắm giữ.

Thông tin cổ phần:

Sàn giao dịch: HOSE

Khoảng giá 52 tuần (VND): 28.700 - 66.500

EPS 4 quý gần nhất (VND): 4.502

P/E cơ bản: 9,66

Giá trị sổ sách (VND): 21.660

P/B: 2,01

KLGD bình quân 10 ngày: 862.613

KLCP niêm yết 1.895.000.000

Vốn hóa (Tỷ đồng): 82.432,50

Cơ cấu sở hữu

Sở hữu Tỷ lệ

Sở hữu nhà nước 95,79%

Sở hữu nước ngoài 1,96%

Sở hữu khác 2,25%

Danh sách cổ đông

Cổ đông lớn Tỷ lệ

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam 95,79%

Điểm nổi bật:

• **KQKD sụt giảm do tác động từ giá dầu.** Năm 2015, doanh thu thuần của GAS đạt 64.290,1 tỷ đồng (-12,4% so với năm 2014), đạt 92,5% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp biên ở mức 20,8% (-24,1% so với năm 2014). Nguyên nhân được lý giải là do giá dầu thô và giá LPG giảm mạnh so với năm 2014. LNST của công ty mẹ đạt 8.534,4 tỷ đồng (-39,5% so với năm 2014), đạt 74% kế hoạch năm. EPS năm 2015 ở mức 4.504 đồng/cổ phiếu.

• **GAS được lợi từ cơ chế giá bán khí mới.** Theo đó, từ ngày 1/1/2016, để đảm bảo ít nhất GAS sẽ hòa vốn trong tình hình giá dầu giảm sau, Chính Phủ đã chấp thuận cho GAS thay đổi giá bán khí neo theo giá dầu nhưng không thấp hơn giá đầu vào. Như vậy, dù giá dầu thô dưới mốc 40 USD/thùng thì giá bán trung bình của sản lượng ATOP (đối với lượng trên bao tiêu) sẽ duy trì ở mức 3,8 USD/MMBTU.

• **Các chỉ số khả năng thanh toán ở mức tốt và cải thiện qua các năm** cho thấy GAS có đủ khả năng để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn, đến hạn, đáp ứng kịp thời các khoản vay cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

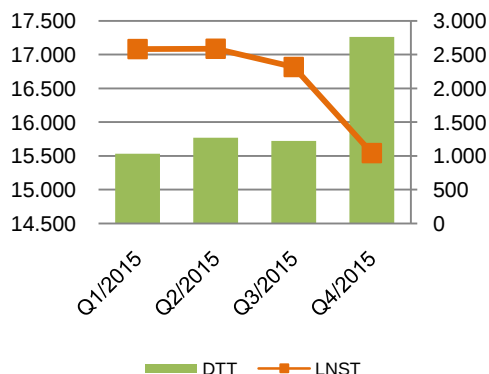
• **Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh suy giảm.** Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn dương và tăng dần từ 11.538 tỷ đồng lên 16.701,4 tỷ đồng trong giai đoạn từ 2012 đến 2014. Tuy nhiên, đến năm 2015, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh giảm mạnh xuống còn 9.150,4 tỷ đồng, cho thấy tình hình kinh doanh của GAS bắt đầu gặp khó khăn.

• **Kế hoạch kinh doanh năm 2016.** Năm 2016, GAS đặt kế hoạch doanh thu 54.751 tỷ đồng (-14,8% so với năm 2015) và lợi nhuận trước thuế 8.574 tỷ đồng (-23,4% so với năm 2015) dựa trên kịch bản giá dầu ở mức 60 USD/thùng.

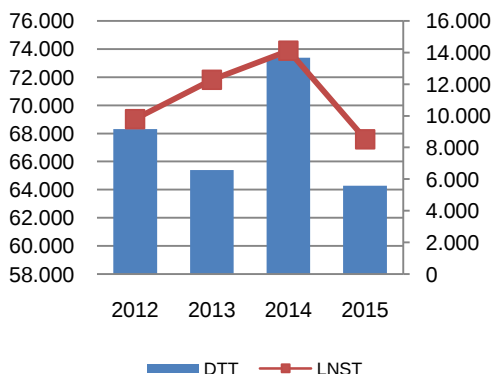
Phân tích hoạt động kinh doanh:

Doanh thu:

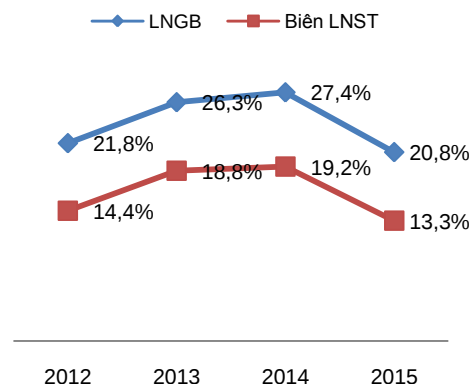
Doanh thu và lợi nhuận của GAS theo quý (tỷ VND)



Doanh thu và lợi nhuận của GAS theo năm (tỷ VND)



Tỷ suất lợi nhuận của GAS

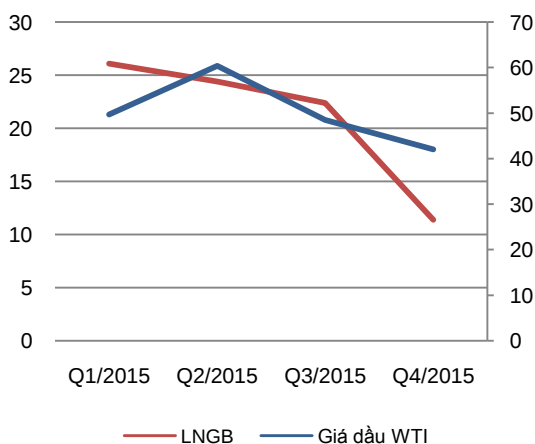


• Quý 4/2015, doanh thu thuần (DTT) của GAS đạt 17.264,4 tỷ đồng (-9,2% so với cùng kỳ), đạt 24,8% kế hoạch năm (69.539 tỷ). Lợi nhuận gộp biên ở mức 11,4% (-67,3% so với cùng kỳ).

• Năm 2015, doanh thu thuần của GAS đạt 64.290,1 tỷ đồng (-12,4% so với năm 2014), đạt 92,5% kế hoạch năm. Lợi nhuận gộp biên ở mức 20,8% (-24,1% so với năm 2014). Nguyên nhân được lý giải là do giá dầu thô và giá LPG giảm mạnh so với năm 2014.

GAS được lợi từ cơ chế giá bán khí mới

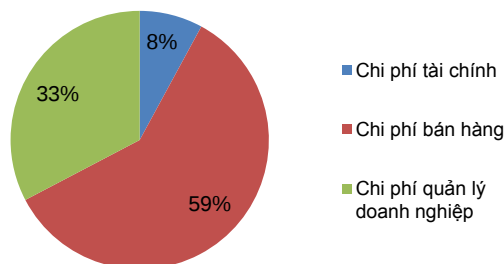
Diễn biến giá dầu WTI (USD) và LNGB của GAS (%)



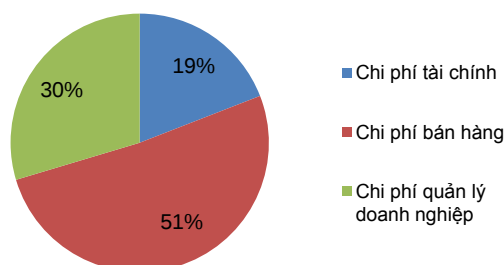
• Bắt đầu từ tháng 10/2015, phần lớn sản lượng khí của GAS được tính theo công thức: Giá khí = 46%*giá dầu MFO + cước vận chuyển. Trong điều kiện giá dầu giảm sâu trong Q4/2015, cách tính giá này khiến cho LNGB của GAS giảm mạnh 67,3% so với cùng kỳ.

• Tuy nhiên, từ ngày 1/1/2016, để đảm bảo ít nhất GAS sẽ hòa vốn trong tình hình giá dầu giảm sau, Chính Phủ đã chấp thuận cho GAS thay đổi giá bán khí neo theo giá dầu nhưng không thấp hơn giá đầu vào. Như vậy, dù giá dầu thô dưới mốc 40 USD/thùng thì giá bán trung bình của sản lượng AToP (đối với lượng trên bao tiêu) sẽ duy trì ở mức 3,8 USD/MMBTU.

Tỷ trọng chi phí hoạt động Q4/2015



Tỷ trọng chi phí hoạt động năm 2015



Chi phí:

- Chi phí tài chính Q4/2015 ở mức 65,6 tỷ đồng (-50,3% so với cùng kỳ), trong đó chi phí lãi vay ở mức 55,4 tỷ (-6,1% so với cùng kỳ). Cả năm 2015, chi phí tài chính ở mức 645,2 tỷ đồng (+23,6% so với năm 2014), trong đó chi phí lãi vay ở mức 195,5 tỷ đồng (-46,5% so với năm 2014).
- Chi phí bán hàng Q4/2015 ở mức 491,9 tỷ đồng (+26,9% so với cùng kỳ). Cả năm 2015, chi phí bán hàng ở mức 1.732,6 tỷ đồng (+22,7% so với năm 2014).
- Chi phí quản lý doanh nghiệp Q4/2015 ở mức 270,7 tỷ đồng (-15,1% so với cùng kỳ). Cả năm 2015, chi phí quản lý doanh nghiệp ở mức 1.001,4 tỷ đồng (-28% so với năm 2014).

Doanh thu từ hoạt động tài chính:

- Doanh thu hoạt động tài chính Q4/2015 ở mức 257,4 tỷ đồng (-9,2% so với cùng kỳ). Cả năm 2015, doanh thu hoạt động tài chính ở mức 1.096,8 tỷ đồng (-6,2% so với năm 2014).

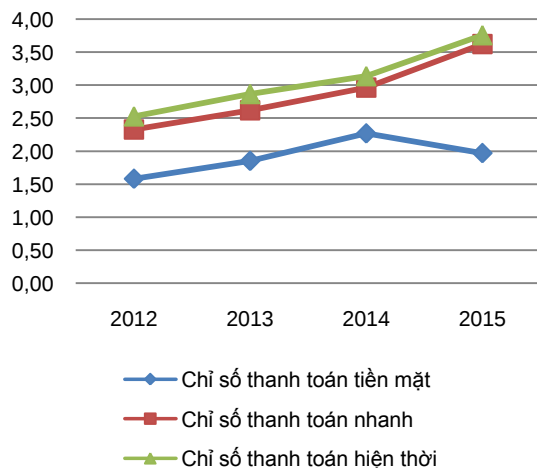
Lợi nhuận:

- Lợi nhuận kế toán trước thuế (LNTT) Q4/2015 ở mức 1.450,1 tỷ đồng (-76,1% so với cùng kỳ). Lợi nhuận sau thuế (LNST) của công ty mẹ ở mức 1.044,5 tỷ đồng. EPS Q4/2015 ở mức 551 đồng/cổ phiếu.
- LNTT năm 2015 đạt 11.197,3 tỷ đồng (-37,7% so với năm 2014), đạt 79,1% kế hoạch năm. LNST của công ty mẹ đạt 8.534,4 tỷ đồng (-39,5% so với năm 2014), đạt 74% kế hoạch năm. EPS năm 2015 ở mức 4.504 đồng/cổ phiếu.

Phân tích tài chính:

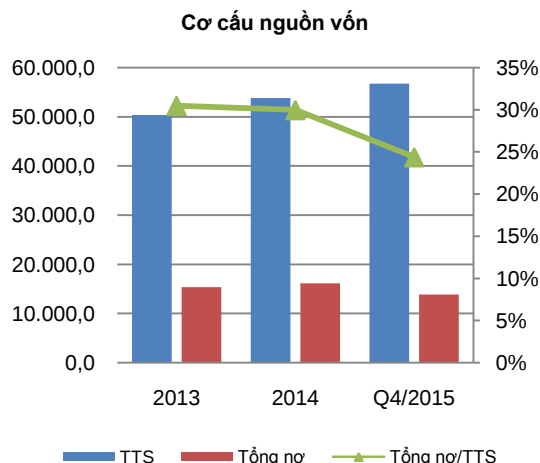
Khả năng thanh toán

Chỉ số khả năng thanh toán



- Chỉ số thanh toán tiền mặt Q4/2015 ở mức 1,97 lần giảm so với mức 2,27 lần ở cùng kỳ cho thấy doanh nghiệp đã sử dụng tiền hiệu quả hơn khi đầu tư vào hoạt động sản xuất kinh doanh.
- Các chỉ số khả năng thanh toán ở mức tốt và cải thiện qua các năm cho thấy GAS có đủ khả năng để thanh toán các khoản nợ ngắn hạn, đến hạn, đáp ứng kịp thời các khoản vay cho hoạt động sản xuất kinh doanh.

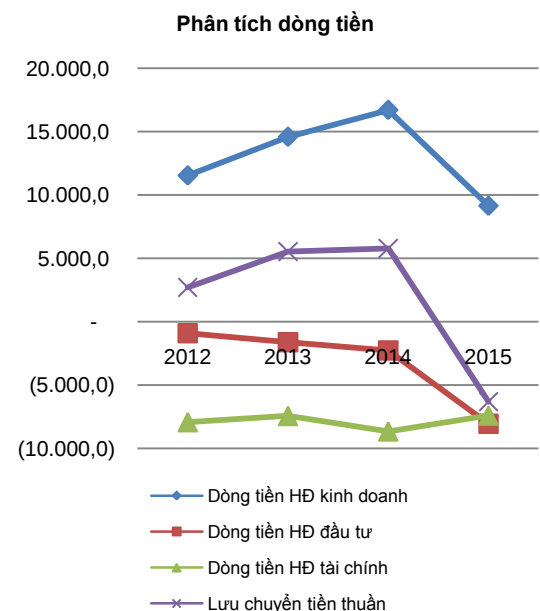
Cơ cấu nguồn vốn



- Hệ số nợ của GAS giảm từ mức 30% trong năm 2013 xuống mức 24% trong năm 2015, cho thấy công ty đang ưu tiên sử dụng vốn chủ sở hữu. Hệ số nợ phụ thuộc rất nhiều yếu tố như loại hình doanh nghiệp, qui mô doanh nghiệp, lĩnh vực hoạt động, mục đích vay. Tuy nhiên tỷ lệ này thông thường ở mức 60/40 được cho là an toàn tài chính mà chủ nợ dễ chấp nhận. Doanh nghiệp có hệ số nợ 24% nghĩa là cứ 100 đồng tài sản của doanh nghiệp được tài trợ bởi 24 đồng vốn vay.

- Tổng nợ tại thời điểm 31/12/2015 ở mức 13.830,4 tỷ đồng (-14,2% so với năm 2014) và chiếm 24% tổng tài sản. Trong đó, nợ vay ngắn hạn ở mức 1.589,8 tỷ đồng (-34,9% so với đầu năm) và nợ vay dài hạn ở mức 4.502,2 tỷ đồng (-12,3% so với đầu năm).

Phân tích dòng tiền

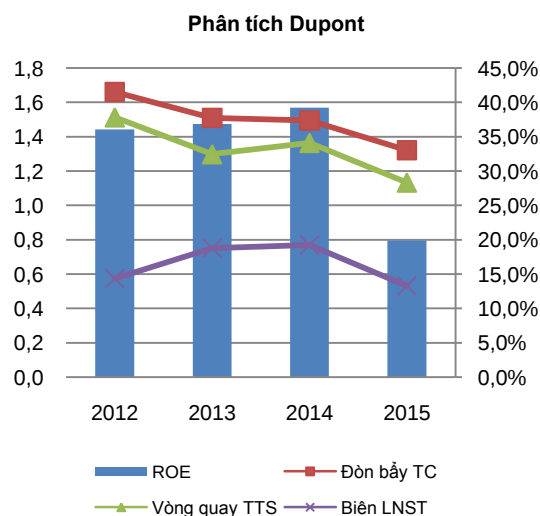


- Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh luôn dương và tăng dần từ 11.538 tỷ đồng lên 16.701,4 tỷ đồng trong giai đoạn từ 2012 đến 2014. Điều này cho thấy rằng hoạt động kinh doanh của GAS có hiệu quả và công ty có khả năng tài trợ cho các dự án đầu tư mới bằng nguồn lực bên trong công ty. Tuy nhiên, đến năm 2015, dòng tiền từ hoạt động kinh doanh giảm mạnh xuống còn 9.150,4 tỷ đồng, cho thấy tình hình kinh doanh của GAS bắt đầu gặp khó khăn.

- Dòng tiền từ hoạt động đầu tư luôn âm do GAS liên tục đầu tư vào tài sản cố định để mở rộng và phát triển hoạt động kinh doanh. Bên cạnh đó, công ty cũng tăng cường cho vay và mua công cụ nợ của các đơn vị khác.

- Dòng tiền từ hoạt động tài chính luôn âm qua các năm do dòng tiền tài chính chủ yếu là thanh toán các khoản vay và chi trả cổ tức cho cổ đông.

Phân tích Dupont



- Tỷ suất sinh lợi trên VCSH (ROE) của GAS tăng từ mức 36,1% trong năm 2012 lên mức 39,2% trong năm 2014, cho thấy khả năng sinh lợi của GAS đang trong xu hướng tăng trưởng. Nguyên nhân chủ yếu là do biên lợi nhuận sau thuế tăng mạnh từ 14,4% lên 19,2%, cho thấy hoạt động kiểm soát chi phí hiệu quả của công ty. Trong khi đó, vòng quay tổng tài sản lại giảm từ 1,51 lần xuống 1,36 lần, cho thấy hiệu quả kinh doanh của công ty có tín hiệu suy giảm. Bên cạnh đó, đòn bẩy tài chính cũng giảm nhẹ từ 1,7 lần xuống 1,5 lần, do công ty liên tục cắt giảm nợ vay nhằm giảm chi phí tài chính.

- Tuy nhiên, năm 2015, ROE của GAS giảm mạnh xuống còn 19,9%, nguyên nhân chủ yếu là do biên lợi nhuận sau thuế giảm mạnh xuống mức 13,3%. Bên cạnh đó, vòng quay tổng tài sản tiếp tục xu hướng giảm từ các năm trước đó xuống còn 1,13 lần. Thêm vào đó, đòn bẩy tài chính cũng giảm xuống mức 1,3 lần.

Định giá

Đơn vị: Tỷ đồng	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
EBIT(1-t)	8.543,3	8.116,1	8.927,7	9.820,5	10.802,6	11.882,8
Khấu hao TSCĐ	3.108,2	3.263,6	3.426,8	3.598,1	3.778,0	3.966,9
Chi tiêu đầu tư	8.258,6	4.129,3	2.064,7	1.032,3	516,2	258,1
Thay đổi vốn lưu động	3.005,9	3.156,2	3.314,0	3.479,7	3.653,7	3.836,4
Dòng tiền tự do (FCFF)	387,0	4.094,3	6.975,9	8.906,6	10.410,8	11.755,3
Hiện giá dòng tiền từ 2016E - 2020E	24.356,6					
WACC	18,08%					
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2020E	5,00%					
Hiện giá các khoản thu nhập sau 2020	41.108,7					
Tiền và các khoản tương đương tiền	17.748,3					
Giá trị doanh nghiệp	83.213,6					
Vay nợ dài hạn cuối năm 2015	4.503,7					
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	78.709,9					
Số lượng cổ phiếu	1913,3					
Giá trị cổ phiếu (đồng)	41.138					

Tỷ suất chiết khấu

Beta 1

Lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm 6,4%

Tỷ suất sinh lời thị trường 19,2%

WACC 18,08%

Phân tích độ nhạy

Giá cổ phiếu GAS								
Thay đổi WACC								
Thay đổi tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2020E	3%	17%	17%	17,5%	18,08%	18,5%	19,0%	20%
		42.050,2	40.644,7	39.338,2	37.933,7	36.984,0	35.920,0	34.922,2
		44.026,7	42.446,2	40.984,8	39.422,2	38.370,3	37.196,6	36.100,2
		46.347,0	44.547,9	42.894,9	41.138,3	39.962,1	38.655,5	37.440,8
		49.109,2	47.031,8	45.137,2	43.138,5	41.808,5	40.338,9	38.979,9
		52.453,0	50.012,5	47.806,6	45.499,7	43.976,1	42.302,9	40.765,3

Dựa vào giá dầu trung bình trong năm 2015 là 50 USD/thùng, chúng tôi cho rằng lợi nhuận của GAS sẽ suy giảm 5% nếu giá dầu trung bình năm 2016 duy trì ở mức 40 USD/thùng và tăng trưởng 10% nếu giá dầu tăng thêm 10 USD/thùng. Do vậy, chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu GAS dựa trên phương pháp định giá thông dụng là phương pháp chiết khấu dòng tiền, chúng tôi cho rằng giá hợp lý cho GAS là 41.100 đồng/cp, thấp hơn 6% so với giá thị trường. Khuyến nghị: Nắm giữ.

Phụ lục:

Đơn vị: 1.000.000 VND

Cân đối kế toán	2013	2014	2015	Báo cáo KQKD	2013	2014	2015
TÀI SẢN	-	-	-	1. Doanh số	65.597.100	73.532.415	64.509.114
A. Tài sản ngắn hạn	28.307.000	33.289.239	33.814.789	2. Các khoản giảm trừ	(197.414)	(145.750)	(208.910)
I. Tiền và tương đương tiền	18.292.998	24.080.006	17.748.332	3. Doanh số thuần	65.399.686	73.386.664	64.300.204
II. Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	818.400	1.683.875	6.099.320	4. Giá vốn hàng bán	(48.167.456)	(53.248.168)	(50.903.609)
III. Các khoản phải thu	5.960.271	5.018.749	8.209.846	5. Lãi gộp	17.232.230	20.138.496	13.396.595
IV. Hàng tồn kho, ròng	2.461.448	1.860.495	1.212.198	6. Thu nhập tài chính	1.222.948	1.170.152	1.096.546
V. Tài sản lưu động khác	773.883	646.115	545.092	7. Chi phí tài chính	(649.018)	(518.691)	(644.194)
B. Tài sản dài hạn	22.071.935	20.502.168	22.899.818	- Trong đó: Chi phí lãi vay	(420.450)	(306.696)	(192.515)
I. Phải thu dài hạn	-	-	22.783	8. Chi phí bán hàng	(1.263.023)	(1.417.066)	(1.729.017)
II. Tài sản cố định	19.832.972	19.011.093	14.870.119	9. Chi phí DLDN	(2.095.445)	(1.383.732)	(1.002.792)
III. Giá trị ròng tài sản đầu tư	-	-	-	10 Lãi/(lỗ) từ HĐKD	14.447.693	17.989.159	11.119.119
IV. Đầu tư dài hạn	445.219	87.201	85.742	11. Thu nhập khác	1.201.093	42.055	140.204
V. Tài sản dài hạn khác	1.262.482	924.362	1.323.006	12. Chi phí khác	(71.329)	(48.849)	(60.688)
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	50.378.935	53.791.407	56.714.606	13. Thu nhập khác, ròng	1.129.765	(6.794)	79.515
NGUỒN VỐN	-	-	-	13b. Lãi/(lỗ) từ ct liên doanh	5.298	3.532	-
A. Nợ phải trả	15.345.611	16.112.059	13.825.543	14. Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	15.582.756	17.985.897	11.198.635
I. Nợ ngắn hạn	9.873.098	10.611.728	9.002.417	15. Thuế TNDN – hiện thời	(2.988.854)	(3.650.332)	(2.378.039)
II. Nợ dài hạn	5.472.513	5.500.331	4.823.127	16. Thuế TNDN – hoãn lại	1.978	30.378	11.531
B. Vốn chủ sở hữu	33.358.036	35.981.405	42.889.063	17. Chi phí thuế TNDN	(2.986.876)	(3.619.954)	(2.366.509)
I. Vốn và các quỹ	33.358.036	35.981.405	42.889.063	18. Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	12.595.880	14.365.943	8.832.126
II. Vốn NSNN và quỹ khác	-	-	-	19. Lợi ích cổ đông thiểu số	308.337	245.019	298.431
C. Lợi ích cổ đông thiểu số	1.675.288	1.697.944	-	20. Cổ đông của Công ty mẹ	12.287.542	14.120.924	8.533.695
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	50.378.935	53.791.407	56.714.606	21. Lãi cơ bản trên cổ phiếu	-	-	-

Báo cáo lưu chuyển tiền tệ	2013	2014	2015	Chỉ tiêu tài chính	Q3/2015	Q4/2015	2015
I. Lưu chuyển từ HĐKD	-	-	-	- Sức khỏe tài chính	-	-	-
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐSXKD	14.585	16.701	9.127	Tỷ suất thanh toán tiền mặt	3,54	1,98	3,54
II. Lưu chuyển từ HĐĐT	-	-	-	- Tỷ suất thanh toán nhanh	5,62	3,63	5,62
Lưu chuyển tiền tệ ròng từ HĐĐT	(1.605)	(2.260)	(8.259)	Tỷ suất thanh toán hiện thời	5,82	3,77	5,82
III. Lưu chuyển từ HĐTC	-	-	-	- Vốn vay dài hạn/Vốn CSH	0,11	0,10	0,11
Lưu chuyển tiền tệ từ HĐTC	(7.439)	(8.655)	(7.200)	Vốn vay ngắn hạn/Vốn CSH	0,14	0,14	0,14
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	5.540	5.786	(6.331)	Hiệu quả hoạt động	-	-	-
Tiền và các khoản tđ tiền đầu kỳ	12.753	18.293	24.080	ROE %	30,69	21,64	30,69
Ảnh hưởng của chênh lệch tỷ giá	-	-	-	- ROCE %	34,56	25,06	34,56
Tiền và các khoản tđ tiền cuối kỳ	18.293	24.080	17.748	ROA %	22,89	15,44	22,89

Đơn vị: tỷ VND

Diễn giải

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Nắm giữ	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -15% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường dưới -15%

Khuyến cáo

Khuyến cáo

Chúng tôi chỉ sử dụng trong báo cáo này những thông tin và quan điểm được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên chúng tôi không bảo đảm tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin trên. Những quan điểm cá nhân trong báo cáo này đã được cân nhắc cẩn thận dựa trên những nguồn thông tin chúng tôi cho là tốt nhất và hợp lý nhất trong thời điểm viết báo cáo. Tuy nhiên những quan điểm trên có thể thay đổi bất cứ lúc nào, do đó chúng tôi không chịu trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư. Tài liệu này sẽ không được coi là một hình thức chào bán hoặc lôi kéo khách hàng đầu tư vào bất kì cổ phiếu nào. ASEAN SECURITIES cũng như các công ty con và toàn thể cán bộ công nhân viên hoàn toàn có thể tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư đối với cổ phiếu được đề cập trong báo cáo này. ASEAN SECURITIES sẽ không chịu trách nhiệm với bất kì thông tin nào không nằm trong phạm vi báo cáo này. Nhà đầu tư phải cân nhắc kĩ lưỡng việc sử dụng thông tin cũng như các dự báo tài chính trong tài liệu trên, và ASEAN SECURITIES hoàn toàn không chịu trách nhiệm với bất kì khoản lỗ trực tiếp hoặc gián tiếp nào do sử dụng những thông tin đó. Tài liệu này chỉ nhằm mục đích lưu hành trong phạm vi hẹp và sẽ không được công bố rộng rãi trên các phương tiện truyền thông, nghiêm cấm bất kì sự sao chép và phân phối lại đối với tài liệu này.

Hội sở chính
Trụ sở: 18 Lý Thường Kiệt, Quận Hoàn Kiếm, Tp.Hà Nội
Tel: (84 - 4)6 275 3844;
Hotline: 19006636
Fax: (84 - 4)6 275 3816
Tổng đài đặt lệnh: (84 - 4)6 275 8888

Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh
Trụ sở: Tầng 2, Tòa nhà 31-33-35 Hàm Nghi, Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: (84 - 8)3 824 6468
Fax: (84 - 8)3 824 6550
Tổng đài đặt lệnh: (84 - 8)3 829 9090