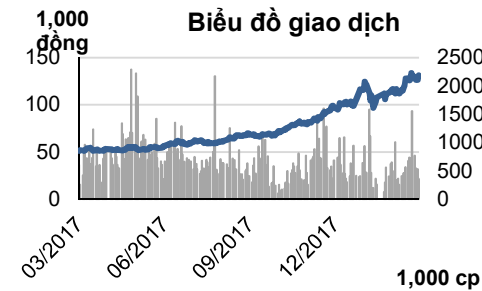


GAS (HSX) Tổng Công ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

Đánh giá Trung lập

Giá thị trường (VND):	139,000
Giá mục tiêu (VND) :	131,400
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:</i>	5.8%
<i>Suất sinh lợi cổ tức:</i>	1.5%
Suất sinh lợi bình quân năm:	7.3%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	40%	14%	40%	157%
Tương đối	17%	9%	21%	89%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 30/03/18

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	51.3k-133.8k
SL lưu hành (triệu cp)	1,914
Vốn hóa (tỷ đồng)	256,087
Vốn hóa (triệu USD)	11,239
% khối ngoại sở hữu	3%
SL cp tự do (triệu cp)	80
KLGD TB 3 tháng (cp)	865,563
VND/USD	22,770
Index: VNIndex / HNX	1,174/132

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 30/03/18

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.8%
Ban lãnh đạo	0.01%

Nguồn: Bloomberg

Nguyễn Phong Danh

(+84 28) 3914 8585- Ext: 1459
danh.np@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Quan điểm đầu tư:

- Mỏ Phong Lan Đại sẽ đi vào khai thác vào cuối Q4.2018, đóng góp xấp xỉ 5% sản lượng khí khô. Đầu năm 2018, giá dầu Brent ổn định ở mức 67 USD/thùng (+22% YoY). Nếu duy trì mức giá này, lợi nhuận mảng cung cấp khí khô ước tăng trưởng +9.3% YoY.
- Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động từ cuối năm 2017 với công suất 220,000 tấn LPG/năm, ước tính tăng lợi nhuận mảng LPG thêm 200 tỷ VND/năm.
- Đường ống PM3 – CCA đã hết khấu hao từ năm 2017 (ước tính 800 tỷ VND/năm), giúp cải thiện lợi nhuận mảng gộp vận tải khí.
- Các mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt Sư Tử Trắng 2, Lô B dự kiến đi vào hoạt động giai đoạn 2020 -2022, sản lượng khí khô ước tính đạt tăng trưởng 61%.
- Mảng vận tải khí ước tăng trưởng 150% giai đoạn 2020 – 2025 khi dự án đường ống Nam Côn Sơn – Giai đoạn 2 và đường ống Lô B – Ô Môn đi vào hoạt động.
- Chính phủ lên kế hoạch giảm tỷ lệ sở hữu tại GAS từ 95% xuống 65%.
- Doanh thu năm 2017 đạt 64,830 tỷ VND (+9.3% YoY), LNST đạt 9,937 tỷ VND (+38.6% YoY). Năm 2018, doanh thu ước đạt 66,501 tỷ VND (2.6% YoY), LNST đạt 10,704 tỷ VND (+5.9% YoY).

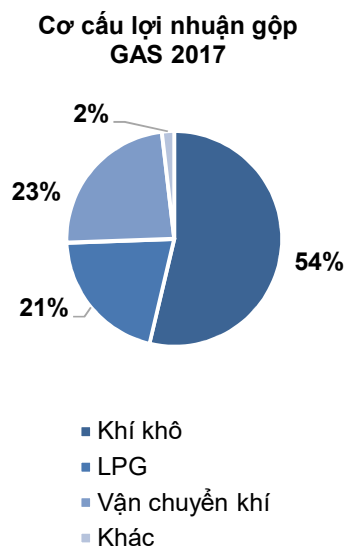
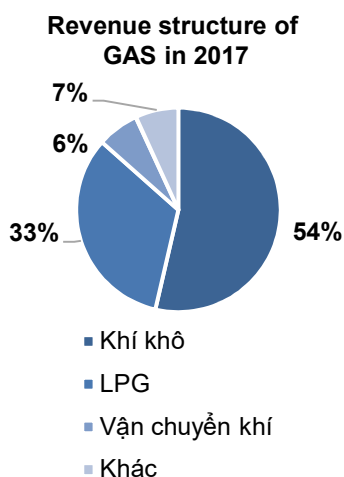
Rủi ro:

- Biến động bất ổn của giá dầu ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận.
- Các mỏ khí hiện tại đang dần cạn kiệt do thiếu hụt đầu tư giai đoạn 2015 – 2017, rủi ro các dự án khai thác khí lớn chậm tiến độ.
- Định giá tương đối cao tại P/E 27x.

Định giá:

- Chúng tôi định giá GAS ở mức 139,000đ/cp tại cuối năm 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 7.3% so với giá thị trường 131.400đ/cp bao gồm cổ tức 2,000đ/cp. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

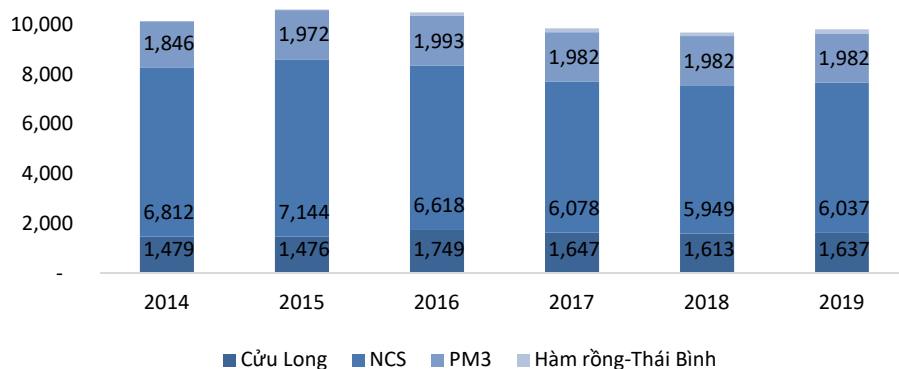
Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	64,300	59,076	64,522	66,501	69,293
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-12%	-8%	9%	3%	4%
LN hoạt động (tỷ đồng)	13,397	11,555	15,163	15,861	16,698
<i>Biên lợi nhuận (%)</i>	21%	20%	24%	24%	24%
LN khác	721	1047	1231	1125	1149
LNST (tỷ đồng)	8,832	7,172	9,937	10,524	11,030
Biên lợi nhuận (%)	13.7%	12.1%	15.4%	15.8%	15.9%
SLCP lưu hành (triệu cp)	1895	1914	1914	1914	1914
EPS (hiệu chỉnh, VND)	4,382	3,568	4,958	5,300	5,560
<i>Tăng trưởng (%)</i>	-40%	-19%	39%	7%	5%
ROE (%)	22.2%	17.5%	24%	23.1%	21.2%
Nợ ròng/VCSH (%)	-41%	-29%	-42%	-32%	-27%
PE (x)	30.2	36.7	26.4	24.7	23.6
PB (x)	6.0	6.4	6.1	5.3	4.6
EV/EBITDA (x)	17.0	20.4	16.4	15.4	14.8
Cổ tức (VND)	1,700	4,800	3,700	2,000	2,000
<i>Suất sinh lợi cổ tức (%)</i>	1.3%	3.7%	2.8%	1.5%	1.5%



1. Kết quả kinh doanh năm 2017

Mảng bán khí khô đóng vai trò kinh doanh cốt lõi của PVGas. Trong năm 2017, diễn biến giá dầu Brent thuận lợi (bình quân đạt 55 USD/thùng, +21.3% YoY) dẫn đến giá bán bình quân tăng, trong khi sản lượng khí xuất bán đạt 9.6 tỷ m³ (-5.8% YoY) do suy giảm sản lượng từ các mỏ hiện tại và không có mỏ lớn nào được đưa vào khai thác trong năm. Trong năm 2017, PVGas cũng ghi nhận khoản hồi tố 1,209 tỷ đồng cước phí đường ống Phú Mỹ - Nhơn Trạch vào trong giá bán khí, so với 2,315 tỷ VND đã ghi nhận cùng kỳ 2016. Doanh thu và lợi nhuận gộp năm 2017 đạt 34,777 tỷ VND (+2.9% YoY) và 7,704 tỷ VND (+20.3% YoY).

Sản lượng khí khô PVGas cung cấp

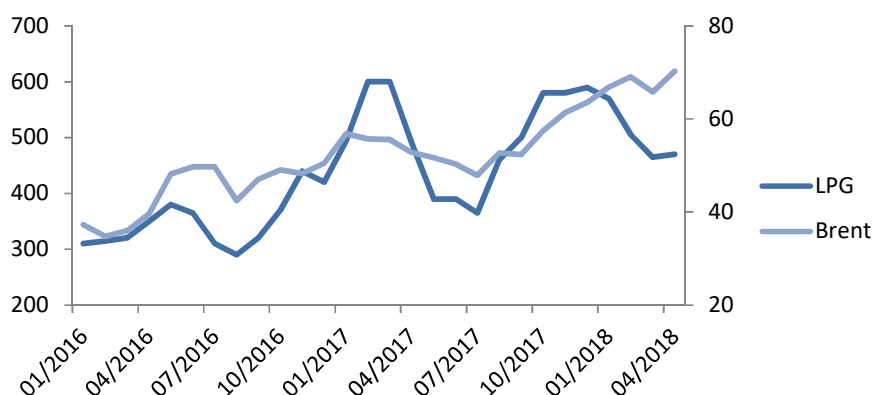


Nguồn: KISVN tổng hợp

Mảng vận tải khí vẫn vận hành ổn định. Trong năm 2017, tuyến ống PM3-CCA hết khấu hao, (ước tính 800 tỷ VND/năm), cải thiện lợi nhuận mảng. Doanh thu và lợi nhuận năm 2017 ước đạt 4,296 tỷ VND (+0% YoY) và 3,399 tỷ VND (+23.8% YoY).

Mảng LPG tăng trưởng đáng kể do giá LPG hồi phục mạnh, đạt bình quân 503 USD/tấn (+44% YoY), sản lượng cung cấp đạt 1.349 triệu tấn LPG (+6.8% YoY). Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động vào cuối năm 2017 với công suất 220,000 tấn LPG/năm, ước tính giúp tăng lợi nhuận mảng LPG thêm 200 tỷ VND/năm từ 2018. Năm 2017, doanh thu và lợi nhuận đạt 21,316 tỷ VND (+17.3% YoY) và 2,974 tỷ VND (+67.9% YoY).

Tương quan giá LPG và giá dầu Brent



Nguồn: KISVN tổng hợp

2. Dự phóng 2018

Nguồn cung khí trong ngắn hạn tăng nhẹ, giá dầu dẫn dắt lợi nhuận

Do thiếu hụt hoạt động đầu tư, phát triển các mỏ khí mới trong giai đoạn 2015 – 2017, chúng tôi ước tính nguồn cung khí của PVGas sẽ tăng nhẹ +5% khi mỏ Phong Lan Đại đi vào hoạt động Q4.2018. Tuy nhiên giá dầu ở mức cao như hiện nay (65 USD/thùng, +18.9% YoY) sẽ là yếu tố dẫn dắt lợi nhuận của PVGas trong năm nay. Chúng tôi ước tính lợi nhuận mảng khí khô sẽ tăng +23.3% YoY (nếu loại trừ yếu hồi tố đột biến năm 2017), đạt 8,010 tỷ VND.

Trong năm 2018, đường ống PM3- CCA hết khấu hao hoàn toàn, ước tính doanh thu và lợi nhuận gộp là 4,382 tỷ VND (+2% YoY) và 3,632 tỷ VND (+7% YoY).

Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động từ cuối năm 2017 với công suất 220,000 tấn LPG/năm, cải thiện khả năng xử lý khí mỏ PM3, ước tính cải thiện 200 tỷ /năm lợi nhuận gộp mảng LPG. Doanh thu và lợi nhuận mảng LPG năm 2018 ước đạt 21,912 tỷ VND (+2% YoY), lợi nhuận gộp ước đạt 3,174 tỷ VND (+6.7% YoY).

Chúng tôi dự phóng doanh thu GAS trong 2018, 2019 lần lượt đạt 66,501 tỷ VND (+3.1% YoY) và 69,293 tỷ VND (+4.2% YoY); LNST 2018 và 2019 được kỳ vọng đạt 10,524 tỷ (+6.3% YoY) và 11,030 tỷ (+4.8% YoY). EPS dự kiến đạt lần lượt 5,300 VND (+7% YoY) và 5,560 VND (+5% YoY).

Bật tăng mạnh sau 2020

Sau 2020 hàng loạt dự án khí và đường ống sẽ đi vào khai thác mở ra tiềm năng mới cho PVGas:

- Các mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt, Sư Tử Trắng 2, Lô B dự kiến đi vào hoạt động giai đoạn 2020 -2022, sản lượng khí khô ước tính đạt tăng trưởng 61%.

Dự án khí	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Công suất	Tiến độ	Triển khai
Sư Tử Trắng 2	500	0.9 bcm p.a	Đã ký kết thỏa thuận nguyên tắc	2019 – 2021
Sao Vàng – Đại Nguyệt	N/A	N/A	Thực hiện EPIC	2018 – 2020
Block B – Ô Môn	N/A	5.0 bcm p.a	Đang thực hiện FEED	2018 – 2020
Cá Voi Xanh	N/A	10 bcm p.a	Đã ký kết thỏa thuận nguyên tắc	2019 – 2025

Nguồn: KISVN tổng hợp

- Mảng vận tải khí ước tăng trưởng 150% giai đoạn 2020 – 2025 khi dự án đường ống Nam Côn Sơn – Giai đoạn 2 và đường ống Lô B – Ô Môn đi vào hoạt động.

Dự án đường ống	Tổng mức đầu tư (triệu USD)	Công suất	Tiến độ	Triển khai
Nam Côn Sơn 2 – giai đoạn 2	900	210km - 7 bcm p.a	Đấu thầu FEED trong 03.2018	2019 – 2020
Block B – Ô Môn	1,200	431km - 7 bcm p.a	Đang thực hiện FEED	2019 – 2022

Nguồn: KISVN tổng hợp

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH GAS		Vốn hóa: 260,488 tỷ VND			
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	
Doanh thu thuần	59,076	64,522	66,501	69,293	
Tăng trưởng (%)	-8%	9%	3%	4%	
Khí khô	36,178	34,777	35,954	38,021	
Vận chuyển khí	4,321	4,296	4,432	4,651	
LPG	18,043	21,316	21,917	22,356	
Khác	534	4,133	4,198	4,266	
GVHB	47,521	49,359	50,639	52,596	
Biên LN gộp (%)	20%	24%	24%	24%	
Chi phí BH & QLDN	3,096	3,571	3,536	3,685	
EBITDA	11,768	14,256	15,389	16,077	
Biên lợi nhuận (%)	20%	22%	23%	23%	
Khấu hao	3309	2664	3064	3064	
Lợi nhuận từ HĐKD	8,459	11,592	12,325	13,013	
Biên LN HĐKD (%)	14%	18%	19%	19%	
Khả năng trả lãi vay(x)	23.9	42.8	41.8	34.8	
Lãi/lỗ khác	1047	1231	1125	1149	
Thuế	1980	2649	2631	2758	
Thuế suất hiệu dụng (%)	22%	21%	20%	20%	
Lợi nhuận ròng	7,172	9,903	10,524	11,030	
Biên lợi nhuận (%)	12%	15%	16%	16%	
Lợi ích CĐ thiểu số	152	253	227	227	
LN cho công ty mẹ	7,020	9,650	10,297	10,803	
Số lượng CP (triệu)	1914	1914	1914	1914	
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,568	4,958	5,300	5,560	
Tăng EPS (%)	-19%	39%	7%	5%	
Cổ tức (VND)	4,800	3,700	2,000	2,000	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	135%	75%	38%	36%	

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

EBIT = EBITDA – Khấu hao

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

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	5.9	6.1	6.4	6.3
Vòng quay HTK (x)	21.9	19.8	20.6	20.5
Vòng quay phải trả (x)	5.9	5.5	5.7	5.7
Thay đổi vốn lưu động	3,280	-3,785	1,782	369
Capex	3,826	2,421	10,281	10,281
Dòng tiền khác	239	194	48	111
Dòng tiền tự do	3,135	13,738	1,477	3,333
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	9,000	7,598	3,828	3,828
Thay đổi nợ ròng	5,864	-6,140	2,351	495
Nợ ròng cuối năm	-11,890	-18,030	-15,679	-15,184
Giá trị doanh nghiệp (EV)	240,568	234,446	237,024	237,746
Tổng VCSH	40,844	43,160	49,651	56,637
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,730	1,748	1,975	2,203
VCSH	39,114	41,412	47,675	54,434
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,543	21,751	25,040	28,590
Nợ ròng / VCSH (%)	-29%	-42%	-32%	-27%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.0	-1.3	-1.0	-0.9
Tổng tài sản	56,754	61,787	70,834	78,531

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	18%	24%	23%	21%
ROA (%)	13%	16%	15%	14%
ROIC (%)	28%	37%	36%	30%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%
PER (x)	36.7	26.4	24.7	23.6
PBR (x)	6.4	6.1	5.3	4.6
PSR (x)	4.2	3.9	3.8	3.6
EV/EBITDA (x)	20.4	16.4	15.4	14.8
EV/sales (x)	4.1	3.6	3.6	3.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	3.7%	2.8%	1.5%	1.5%

Liên hệ:**Trụ sở chính HCM**

Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội

Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 4) 3974 4448
Fax: (+84 4) 3974 4501

Phòng Phân tích Doanh nghiệp**Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp
(+84 28) 3914 8585 (x1450)
huy.hoang@kisvn.vn

Trần Nguyên Dương

Chuyên viên Phân tích cao cấp
–
Vật liệu xây dựng & ICT
(+84 28) 3914 8585 (x1462)
duong.tn@kisvn.vn

Nguyễn Phong Danh

Chuyên viên Phân tích –
Dầu khí và Năng lượng
(+84 28) 3914 8585 (x1459)
danh.np@kisvn.vn

Võ Hoàng Bảo

Chuyên viên Phân tích –
Logistics, Hàng Không, Xe hơi
(+84 28) 3914 8585 (x1460)
bao.vh@kisvn.vn

Trần Thị Ngọc Mai

Chuyên viên Phân tích –
Bất Động Sản & Xây dựng
(+84 28) 3914 8585 (x1461)
mai.tt@kisvn.vn

Nguyễn Hoàng Hà

Chuyên viên Phân tích –
Dược và F&B
(+84 28) 3914 8585 (x1463)
ha.nh@kisvn.vn

Phòng Phân tích Vĩ mô**Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô
(+84 28) 3914 8585 (x1449)
vien.ba@kisvn.vn

Phòng Khách hàng Định chế**Lâm Hạnh Uyên**

Trưởng phòng Quản lý 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.