

PHÙ HỢP  
THỊ TRƯỜNG

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM  
(HSX: GAS)

Báo cáo phân tích (8/5/2018)

Giá mục tiêu VND99.000  
Giảm (%) 5%

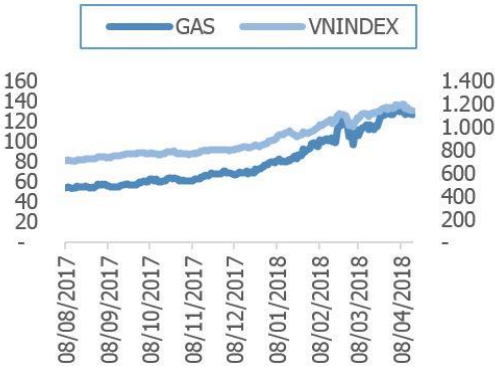
Thị giá (8/5/2018) 103.500  
Vốn hóa (tỷ VND) 198.482  
Biến động 52 tuần (VND) 51.400 – 136.100  
KLGBQ (cổ phiếu) 652.789  
Sở hữu NĐTNN (%) 3,46

Nguồn: Bloomberg

Dự phóng thu nhập & định giá

Năm tài chính	2017	2018E	2019E	2020E
Doanh thu (tỷ VND)	64,522	74,708	78,887	77,027
EBIT (tỷ VND)	12,868	12,805	13,337	13,051
Lợi nhuận (tỷ VND)	9,685	9,720	10,118	9,955
Lợi nhuận (cơ bản)	8,718	9,720	10,118	9,955
EPS (VND)	5,060	4,926	5,128	5,045
Tăng trưởng EPS (%)	37%	-3%	4%	-2%
P/E (x)	20	21	20	21
EV/EBITDA (x)	13	13	12	12
Tỷ suất cổ tức (%)	4%	4%	4%	4%
P/B (x)	4.6	4.4	4.1	3.9
ROE (%)	23%	22%	22%	20%
Nợ ròng/vốn CSH (%)	12%	10%	9%	9%

Diễn biến giá cổ phiếu



Diễn biến giá	1T	3T	12T
GAS (%)	9%	56%	136%
VN Index (%)	3%	20%	62%

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu cổ đông (trên 5%)

PVN	95,8%
-----	-------

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc

Utility (power) Analyst

ngoc.nguyenhoangbich@mbs.com.vn

Triển vọng lợi nhuận kém hấp dẫn

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 12 tháng ở mức 99.000 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 5% so với thị giá hiện tại.

Mặc dù đóng vai trò quan trọng trong hệ thống cung cấp khí Việt Nam, tăng trưởng lợi nhuận của GAS giai đoạn dự phóng 2018 – 2024 không thực sự hấp dẫn khi triển vọng phát triển các dự án mới còn mơ hồ. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng GAS vẫn là một cổ phiếu cơ bản ổn định. Chúng tôi lưu ý kết quả định giá trên chưa tính đến kế hoạch thoái vốn cổ phần nhà nước trong cơ cấu sở hữu của GAS từ 96% còn 65% trong 2018 – 2019. Bất kỳ thông tin nào liên quan hỗ trợ đến quá trình này có khả năng tạo tác động tích cực lên giá cổ phiếu, mặc dù lộ trình thực tế sẽ cần nhiều thời gian để triển khai.

Tiêu điểm đầu tư

**Triển vọng phát triển các dự án lớn chưa rõ ràng.** (i) Đối với dự án mỏ Sư Tử Trắng, khả năng chậm tiến độ cao với nhu cầu đầu tư lớn của GPP Dinh Cố 2 phục vụ cho dòng khí từ mỏ này. (ii) Khả năng trì hoãn tiến độ triển khai kho cảng LNG Sơn Mỹ và (iv) khả năng không triển khai dự án đường ống khí Cá Rồng Đỏ.

**Tăng trưởng lợi nhuận kém hấp dẫn giai đoạn 2018 – 2024.** Dựa trên mô hình kinh doanh hiện tại của GAS và sự đóng góp của GPP Cà Mau (từ 2018), dự án đường ống khí Lô B – Ô Môn (2022), kho cảng LNG Thị Vải (2023), chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận ròng tăng trưởng bình quân lần lượt 7%/năm và 3%/năm, tương ứng đạt mức 101.151 tỷ đồng và 12.150 tỷ đồng vào năm 2024.

Năm 2018, doanh thu ước đạt 74.708 tỷ đồng (+16% cùng kỳ) và lợi nhuận ròng duy trì ở mức 9.720 tỷ đồng (tương đương thực hiện 2017), dựa trên (i) sản lượng khí từ bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn dự phóng cải thiện 4% lên mức 8 tỷ m3, (ii) giá bán khí khô và LPG tiếp tục trong xu hướng phục hồi so với cùng kỳ, và (iii) sự đóng góp của GPP Cà Mau từ T5/2018. Trường hợp loại trừ các khoản hồi tố 2017, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng 2018 dự phóng đạt lần lượt 18% và 11%.

**Lợi nhuận ròng Q1/2018 đạt 27% dự phóng cả năm của chúng tôi.** Kết quả doanh thu và lợi nhuận ròng lần lượt đạt mức 18.162 tỷ đồng (+12% cùng kỳ) và 2.608 tỷ đồng (+20% cùng kỳ). Sự phục hồi của giá dầu đã hỗ trợ tốt cho sự tăng giá các sản phẩm của GAS.

Định giá

Chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu GAS với mức giảm 5% so với thị giá hiện tại. Giá mục tiêu 12 tháng được xác định 99.000 đồng/cổ phiếu, dựa trên phương pháp EV/EBITDA và P/E. So với các công ty cùng ngành trong khu vực Châu Á, GAS đang giao dịch trên mức EV/EBITDA forward 13x và P/E forward 21,1x, cao hơn lần lượt 7% và 2% so với các công ty cùng ngành.

Rủi ro chính

Kết quả kinh doanh của công ty chịu tác động lớn từ yếu tố giá dầu và giá LPG (Saudi Aramco – Saudi CP) thế giới. Đây là các tác nhân ảnh hưởng trọng yếu đến giá nguyên liệu đầu vào và giá bán đầu ra của GAS.

## Khuyến nghị và định giá

### PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG với giá mục tiêu 99.000 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi khuyến nghị PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 99.000 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 5% so với thị giá hiện tại. Mặc dù đóng vai trò quan trọng trong nền kinh tế Việt Nam, chúng tôi cho rằng giá hiện tại của GAS đã phản ánh đầy đủ kỳ vọng của thị trường. So với các công ty khác trong khu vực Châu Á, cổ phiếu GAS đang giao dịch ở mức EV/EBITDA forward 13x và P/E forward 21,1x, cao hơn tương ứng 7% và 2% so với mức bình quân các công ty cùng ngành. Giá mục tiêu của chúng tôi được xác định dựa trên EV/EBITDA ở mức 12x và P/E ở mức 20,6 x cho năm 2018.

**Bảng 1: EV/EBITDA và P/E các doanh nghiệp cùng ngành**

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (Triệu USD)	EV	EBITDA	EV/EBITDA	Thị giá (USD/CP)	EPS	P/E
China Gas Holdings Ltd	Hong Kong	18.038	22.460	1.005	22	3,6	0,15	24,4
GAIL India Ltd	India	11.385	11.626	1.113	10	5,1	0,23	22,3
Perusahaan Gas Negara (Persero)	Indonesia	4.013	6.082	830	7	0,2	0,01	27,2
Tokyo Gas Co Ltd	Japan	12.058	22.047	2.896	8	26,5	1,72	15,5
Osaka Gas Co Ltd	Japan	8.351	15.427	1.802	9	20,3	1,20	16,9
Nippon Gas Co Ltd	Japan	2.355	2.735	208	13	48,7	1,22	40,0
Oil and Gas Development Co Ltd	Pakistan	6.543	7.497	970	8	1,5	0,14	10,7
<b>Bình quân</b>					<b>12</b>			<b>20,6</b>
<b>GAS (2018 forward)</b>		<b>8.721</b>	<b>8.995</b>	<b>693</b>	<b>13</b>	<b>4,56</b>	<b>0,22</b>	<b>21,1</b>

Nguồn: Bloomberg, Reuters, MBS Research

**Bảng 2: Giá trị định giá theo các phương pháp**

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND/CP)	Tỷ trọng
P/E	101.687	50%
EV/EBITDA	96.296	50%
<b>Giá trị hợp lý</b>	<b>99.000</b>	<b>100%</b>

Nguồn: MBS Research

## Luận điểm đầu tư

### Động lực tăng trưởng thấp khi triển vọng các dự án lớn chưa rõ ràng

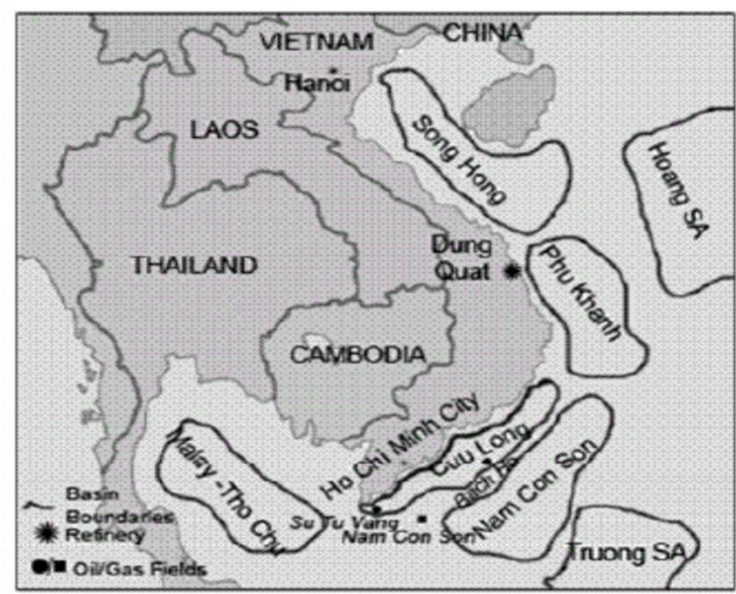
Tính đến cuối năm 2017, GAS ghi nhận cam kết vốn đầu tư khoảng 51.000 tỷ đồng vào các dự án mới. Tuy nhiên, chúng tôi không đưa một số dự án lớn vào mô hình dự phóng do những quan ngại liên quan đến các dự án này. Cụ thể, (i) đối với dự án mỏ Sư Tử Trắng, khả năng chậm tiến độ cao với nhu cầu đầu tư lớn của GPP Dinh Cố 2 phục vụ cho dòng khí từ mỏ này; (ii) khả năng trì hoãn tiến độ triển khai dự án Kho cảng LNG Sơn Mỹ và (iii) khả năng không triển khai dự án đường ống khí Cá Rồng Đò.

**Cần phát triển GPP Dinh Cố 2 để tạo giá trị gia tăng cho dòng khí từ mỏ Sư Tử Trắng (giai đoạn 2).** Khí từ mỏ Sư Tử Trắng sẽ không đi qua các đường ống hiện hữu, mà được vận chuyển về bờ qua hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2, sau đó sẽ được xử lý tại GPP Dinh Cố 2 (dự kiến hoạt động từ 2022) với công suất 300.000 tấn LPG, 170.000 tấn condensate và 200.000 tấn Ethane. Tại ĐHCĐ 2018, GAS đã công bố tổng mức đầu tư điều chỉnh 18.000 tỷ đồng cho dự án Nam Côn Sơn 2 – GD2, bao gồm việc đầu tư đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 – GD2 và GPP Dinh Cố 2 với công suất sản xuất hàng năm 300.000 tấn LPG, 170.000 tấn condensate và 200.000 tấn Ethane. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự án khó có khả năng vận hành theo thời gian dự kiến khi tiến độ triển khai thực tế khá chậm. Theo kế hoạch ban đầu, mỏ Sư Tử Trắng dự kiến được khai thác trong giai đoạn 2020 – 2035 với sản lượng 1,5 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm.

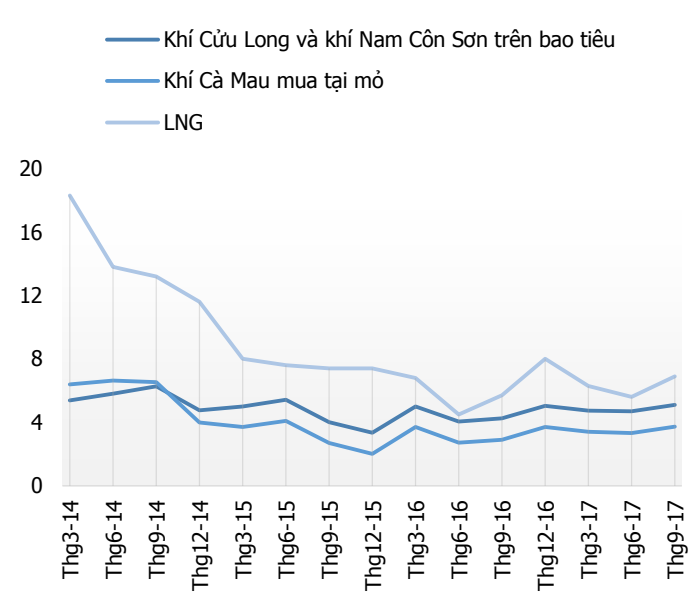
**Dự án Cá Rồng Đò có khả năng ngưng triển khai do tranh chấp.** Địa điểm đặt giàn khoan nằm trong Lô 07/03 thuộc bể Nam Côn Sơn, đây là vùng mỏ sâu nhất Việt Nam bao gồm 12 giếng với khả năng cung cấp 25.000 - 30.000 thùng dầu/ngày và 60 triệu m<sup>3</sup> khí/ngày. Quy mô ban đầu của dự án được thiết kế để vận chuyển 500 triệu m<sup>3</sup> khí/năm, ước đem lại 170 – 200 tỷ lợi nhuận gộp/năm trong trường hợp triển khai thành công.

**Việc phát triển Kho cảng LNG Sơn Mỹ phụ thuộc vào hiệu quả vận hành Kho cảng LNG Thị Vải.** Việt Nam dự kiến nhập khẩu LNG từ năm 2021 khi các mỏ khí hiện hữu đang dần cạn kiệt. Trong xu hướng đó, GAS có kế hoạch xây dựng hai kho cảng LNG ở khu vực miền Nam, bao gồm Kho cảng LNG Thị Vải và Kho cảng LNG Sơn Mỹ với thời gian hoàn thành dự kiến đồng thời vào cuối năm 2020. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng GAS sẽ tập trung phát triển dự án Kho cảng LNG Thị Vải với yêu cầu vốn đầu tư tương đối phù hợp cho một dự án kho LNG đầu tiên của Việt Nam. Bên cạnh đó, những quan ngại gần đây của Chính phủ về giá khí nhập khẩu cao ảnh hưởng đến giá thành sản xuất điện cũng hạn chế khả năng triển khai song song 2 dự án kho LNG và có thể tác động gián tiếp đến vận hành LNG Thị Vải đến 2023. Mặc dù giá LNG thế giới đang trong xu hướng giảm trong những năm qua nhưng vẫn ở mức gấp đôi so với giá khí trong nước. Theo thiết kế, dự án Kho cảng LNG Thị Vải có trị giá đầu tư khoảng 5.500 tỷ đồng với công suất nhập khẩu & tái hóa 1 triệu tấn LNG/năm. Kho cảng LNG Sơn Mỹ có công suất ban đầu 3,6 triệu tấn LNG/năm với tổng vốn đầu tư khoảng 33.500 tỷ đồng.

Biểu 1: Các bể hydrocacbons ngoài khơi Việt Nam



Biểu 2: Giá khí Việt Nam & LNG thế giới (USD/triệu BTU)



Nguồn: BMI, MOIT, MBS Research

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận giai đoạn 2018 - 2024 kém hấp dẫn

Bảng 3: Kết quả kinh doanh dự phóng GAS 2018 – 2024 (tỷ đồng)								
Chi tiêu	2017	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Doanh thu thuần	64.522	74.708	78.887	77.027	78.682	83.623	90.816	101.151
Giá vốn hàng bán	49.360	59.156	62.607	61.055	62.300	66.131	72.177	81.014
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.162</b>	<b>15.552</b>	<b>16.280</b>	<b>15.972</b>	<b>16.382</b>	<b>17.491</b>	<b>18.639</b>	<b>20.137</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	1.272	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250	1.250
Chi phí tài chính	430	490	486	409	436	708	913	903
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-1	0	0	0	0	0	0	0
Chi phí bán hàng	2.426	2.839	2.998	2.927	2.990	3.178	3.451	3.844
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.109	1.066	1.129	1.177	1.238	1.313	1.399	1.497
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>12.469</b>	<b>12.408</b>	<b>12.918</b>	<b>12.709</b>	<b>12.968</b>	<b>13.542</b>	<b>14.126</b>	<b>15.142</b>
Lợi nhuận khác	119	54	54	54	54	54	54	54
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12.588</b>	<b>12.462</b>	<b>12.972</b>	<b>12.763</b>	<b>13.022</b>	<b>13.596</b>	<b>14.180</b>	<b>15.196</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9.938</b>	<b>9.969</b>	<b>10.378</b>	<b>10.210</b>	<b>10.548</b>	<b>11.149</b>	<b>11.628</b>	<b>12.461</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>9.685</b>	<b>9.720</b>	<b>10.118</b>	<b>9.955</b>	<b>10.284</b>	<b>10.870</b>	<b>11.337</b>	<b>12.150</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>253</b>	<b>249</b>	<b>259</b>	<b>255</b>	<b>264</b>	<b>279</b>	<b>291</b>	<b>312</b>

Nguồn: GAS, MBS Research

Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh GAS giai đoạn 2018 – 2024 dựa trên mô hình hoạt động hiện hữu, có tính đến sự đóng góp từ GPP Cà Mau (từ 2018), dự án đường ống khí Lô B – Ô Môn (từ 2022) và Kho cảng LNG Thị Vải (từ năm 2023). Tuy nhiên, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng không thực sự hấp dẫn với tốc độ tăng bình quân ước lần lượt 7% và 3%, tương ứng đạt 101.151 tỷ đồng và 12.150 tỷ đồng vào năm 2024. Kết quả này dựa trên:

- (i) Việc khai thác mỏ Phong Lan Đại từ năm 2019 sẽ bù đắp cho sự suy giảm nguồn cung từ mỏ khí Lan Tây và Lan Đỏ trong thời gian gần đây;
- (ii) Doanh thu LPG kỳ vọng tăng trưởng với tốc độ bình quân 3%/năm tương ứng với tăng trưởng tiêu thụ LPG dự báo của thị trường Việt Nam;
- (iii) Tỷ suất lợi nhuận gộp hoạt động vận chuyển khí duy trì ở mức cao 79% từ 2018 - 2021;
- (iv) GPP Cà Mau, dự án đường ống khí Lô B – Ô Môn và Kho cảng LNG Thị Vải dự kiến góp phần tăng trưởng doanh thu thuần của GAS 16% trong 2018 và 9% - 11% trong 2023 - 2024.

Năm 2018, doanh thu ước đạt 74.708 tỷ đồng (+16% cùng kỳ) và lợi nhuận ròng duy trì ở mức 9.720 tỷ đồng (tương đương thực hiện 2017), dựa trên (i) sản lượng khí từ bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn dự phóng cải thiện 4% lên mức 8 tỷ m<sup>3</sup>, (ii) giá bán khí khô và LPG tiếp tục trong xu hướng phục hồi so với cùng kỳ, và (iii) sự đóng góp của GPP Cà Mau từ T5/2018. Trường hợp loại trừ các khoản hồi tố 2017, tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận ròng 2018 dự phóng đạt lần lượt 18% và 11%.

**Sự đóng góp của GPP Cà Mau từ T5/2018.** Chúng tôi cho rằng việc phát triển GPP Cà Mau là một bước đi đúng đắn khi thị trường LPG Việt Nam vẫn trong tình trạng thiếu cung. Theo thiết kế, GPP Cà Mau có công suất xử lý 6,2 triệu m<sup>3</sup> khí ẩm/ngày và sản xuất ra 600 tấn LPG/ngày, 34 tấn condensate/ngày và 5,7 triệu m<sup>3</sup> khí khô/ngày. Chúng tôi kỳ vọng nhà máy sẽ đem lại 5.900 tỷ đồng doanh thu và 1.100 tỷ đồng lợi nhuận gộp trong 2018, sau đó sẽ tăng lên 9.500 tỷ đồng doanh thu và 1.800 tỷ đồng lợi nhuận gộp từ 2019 khi nhà máy vận hành cả năm tài chính. Chúng tôi lưu ý rằng GAS cần chuyển đổi mô hình kinh doanh từ nhà vận chuyển khí sang sản xuất & kinh doanh khí đối với dòng khí PM3 khi vận hành GPP Cà Mau. Cụ thể, GAS sẽ mua khí ẩm từ PVN và bán khí khô cho khách hàng (Điện Cà Mau 1&2, Đạm Cà Mau). Vì vậy, GAS cần đàm phán với các bên liên quan trong hệ thống khí PM3 hiện hữu về phương thức vận hành và chính sách giá.

**Tốc độ tăng trưởng doanh thu bán khí khô kỳ vọng đạt 23% trong 2018 nhưng sẽ lùi về mức thấp 3%/năm cho giai đoạn dự phóng tiếp theo.** Động lực chính tăng trưởng doanh thu bán khí khô trong năm 2018 đến từ (i) sản lượng khí từ bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn dự kiến tăng 4% từ mức thấp năm 2017 lên khoảng 8 tỷ m<sup>3</sup> với kỳ vọng nhu cầu tiêu thụ khí của các nhà máy nhiệt điện phục hồi, (ii) giá bán khí tiếp tục cải thiện và (iii) đóng góp từ GPP Cà Mau. Tuy nhiên, giai đoạn 2018 – 2024, tốc độ tăng trưởng doanh thu dự kiến quay về mức thấp 3%/năm chủ yếu từ sự gia tăng sản lượng khí. Việc khai thác mỏ Phong Lan Đại từ năm 2019 sẽ bù đắp cho sự suy giảm nguồn cung từ mỏ khí Lan Tây và Lan Đỏ trong 3 năm liên tục gần đây. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng hoạt động này sẽ đóng góp 57% doanh thu và 53% lợi nhuận gộp trong giai đoạn dự phóng.

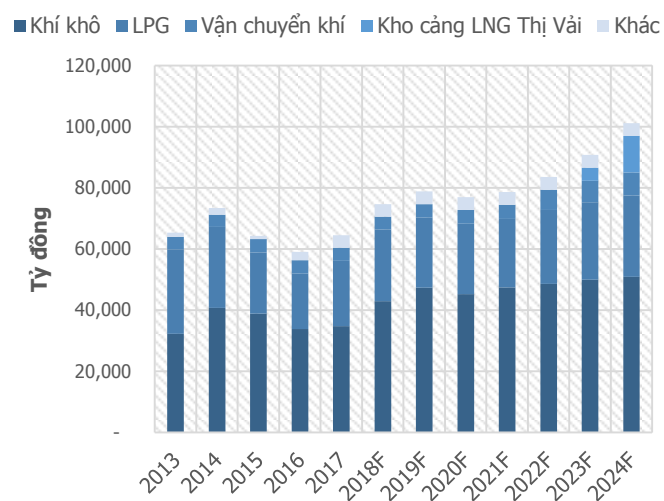
**Hoạt động kinh doanh LPG dự kiến tăng trưởng chậm theo tốc độ bình quân ngành.** Theo BMI, nhu cầu LPG của Việt Nam được dự báo cải thiện 3%/năm trong giai đoạn 2018 - 2024. Theo đó, chúng tôi dự phóng doanh thu LPG của GAS tăng trưởng với tốc độ tương đương khi thị phần của công ty hiện đã đạt gần 70% tại thị trường Việt Nam. Giá LPG được dự báo dựa trên (i) giá cơ sở Saudi Aramco (Argus Propane) LPG dự kiến dao động trong khoảng 420-470 USD/tấn và (ii) mức premium khoảng 70 USD/tấn. Nguồn LPG nhập khẩu hiện chiếm khoảng 70% trong tổng nguồn cung LPG đầu vào của GAS. Mặc dù dự phóng lượng LPG tự sản xuất tăng 50% trong 2018 và 17% trong 2019 từ GPP Cà Mau, chúng tôi cho rằng sản lượng bán ra của LPG chỉ cải thiện với tốc độ chậm 3%/năm khi thị trường cần thời gian để hấp thụ hết nguồn cung mới. Hoạt động kinh doanh LPG ước đóng góp lần lượt 29% và 17% trong doanh thu và lợi nhuận gộp.

**Dự án đường ống khí Lô B – Ô Môn góp phần gia tăng 19% lợi nhuận gộp mảng vận chuyển khí trong năm 2022.** Tỷ suất lợi nhuận gộp hoạt động vận chuyển khí ước duy trì ở mức cao 79% từ 2018 - 2021, sau khi tăng mạnh trong năm 2017 từ việc khấu hao toàn bộ đường ống dẫn khí PM3 Cà Mau. Chúng tôi dự phóng trong 2022, lợi nhuận gộp mảng vận chuyển khí sẽ tăng mạnh 19% từ việc vận hành đường ống khí Lô B – Ô Môn với năng lực vận chuyển 5,06 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm phục vụ Trung tâm Điện lực Ô Môn và Cụm Khí – Điện – Đạm Cà Mau. Mặc dù chiếm tỷ trọng nhỏ, khoảng 7% trong doanh thu thuần, vận chuyển khí là hoạt động lớn thứ hai trong cơ cấu lợi nhuận gộp với mức đóng góp 23%.

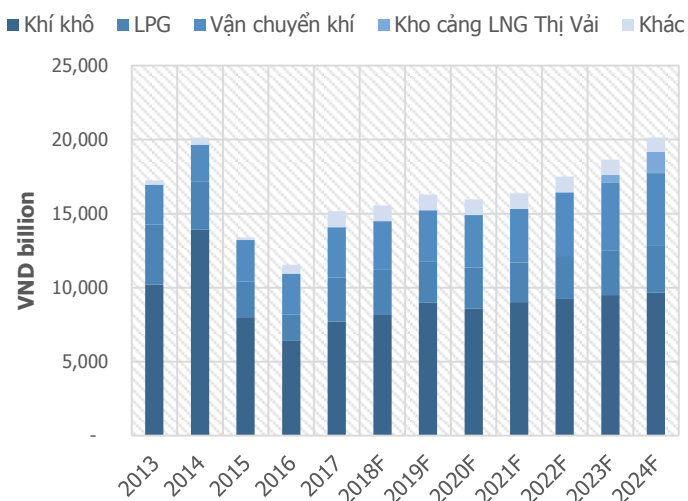
**Kho cảng LNG Thị Vải dự báo mang lại doanh thu 4.100 tỷ đồng trên sản lượng bán 370.000 tấn LNG vào năm 2023 và khoảng 11.700 tỷ đồng doanh thu mỗi năm khi dự án đạt công suất 1 triệu tấn/năm kể từ 2024.** Theo tiến độ ban đầu, dự án sẽ vận hành từ năm 2021, cung cấp nguyên liệu cho 2 nhà máy điện khí Nhơn Trạch 3 (NT3) và Nhơn Trạch 4 (NT4) với công suất thiết kế 750 MW/nhà máy. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thời gian đưa Kho cảng LNG Thị Vải vào hoạt động có khả năng dời đến 2023. Ngoài ra, để vận hành NT3 và NT4 với hiệu suất cao, chúng tôi dự kiến GAS cần nâng công suất dự án lên tối thiểu 50%. Chúng tôi sẽ đưa phương án này vào mô hình dự báo khi hiệu quả của hai dự án nhà máy điện LNG rõ ràng hơn.



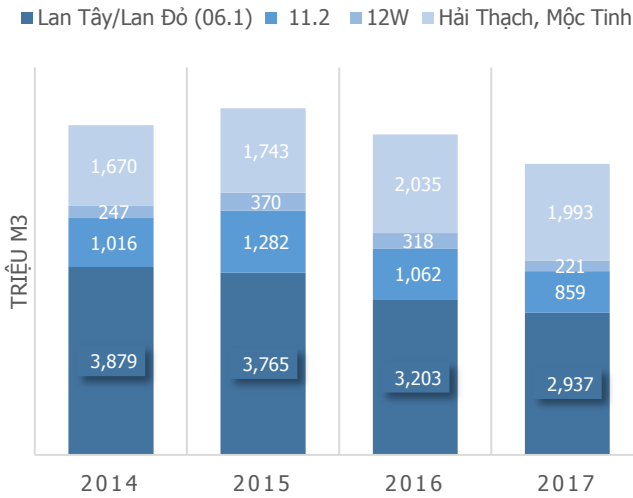
Biểu 3: Cơ cấu doanh thu thuần GAS



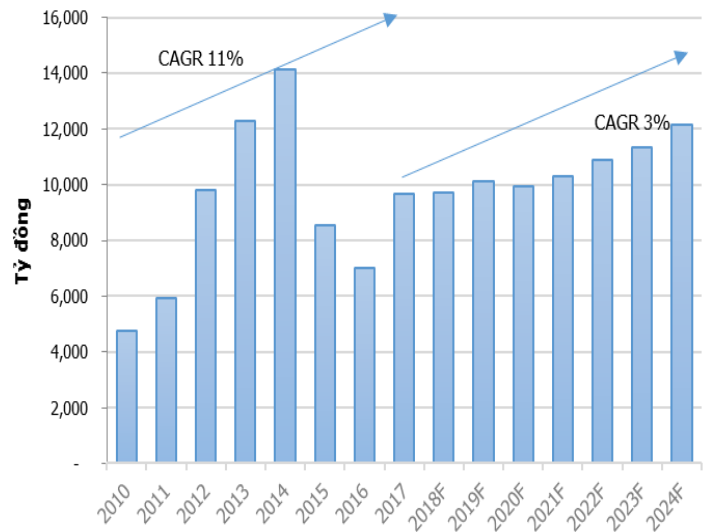
Biểu 4: Cơ cấu lợi nhuận gộp GAS



Biểu 5: Sản lượng khí bể Nam Côn Sơn



Biểu 6: Lợi nhuận ròng GAS

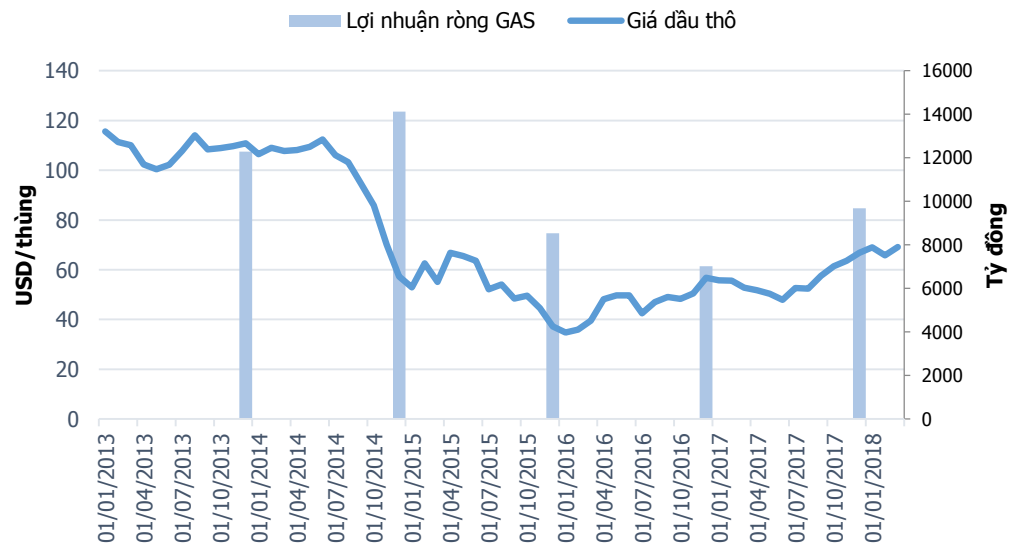


Nguồn: GAS, MBS Research

## Rủi ro chính

Kết quả kinh doanh của công ty chịu tác động lớn từ yếu tố giá dầu và giá LPG (Saudi Aramco – Saudi CP) thế giới. Đây là các tác nhân ảnh hưởng trọng yếu đến giá nguyên liệu đầu vào và giá bán đầu ra của GAS.

Biểu 7: Lợi nhuận ròng GAS trong tương quan với giá dầu thô



Nguồn: www.investing.com, GAS, MBS Research

Nguồn khí đầu vào	Vận hành sản xuất, sản phẩm			Phân phối, khách hàng			
Hệ thống khí Cửu Long (khí ẩm từ mỏ Bạch Hổ, Đôi Mồi, Rạng Đông, ...)	Đường ống khí Cửu Long (Mua khí từ PVN - PVN mua khí từ các chủ mỏ)	Nhà máy xử lý khí Dinh Cố (Bà Rịa)	LPG	(Đầu giá mức Premium 6 tháng/lần)	Tàu/xe bồn/đường ống		
			Condensate				
			Khí khô				
Hệ thống khí Nam Côn Sơn (Lan Tây/Lan Đỏ (06.1), Rồng Đỏi (11.2), Chim Sáo (12W)...) Đại tu 2016 (5 năm/lần)	Đường ống khí Nam Côn Sơn 22 triệu m3 khí/ngày đêm (Dịch vụ vận chuyển khí & condensate - Mua khí trực tiếp từ chủ mỏ)	Nhà máy xử lý khí Nam Côn Sơn (Bà Rịa)	Khí khô	Trung tâm phân phối khí Phú Mỹ	Đường ống	Công ty kinh doanh LPG Nhà máy chế biến Condensate (PV Oil)	
			Condensate				
Hệ thống khí PM3 (PM3-CAA, 46 Cái Nước)	Đường ống khí PM3 6.2 triệu m3 khí/ngày đêm (Dịch vụ vận chuyển khí)	Nhà máy xử lý khí Cà Mau	LPG	Trung tâm phân phối khí Cà Mau		Khách hàng tiêu thụ (Điện Cà Mau 1&2, Đạm Cà Mau)	
			Condensate				
			Khí khô				
Hệ thống khí Hàm Rồng - Thái Bình	Đường ống khí Hàm Rồng - Thái Bình		Khí thấp áp	Trung tâm phân phối khí trong KCN Tiên Hải		PVGAS D	
			CNG				
LPG	Mua từ Dung Quất (đầu giá mức Premium 6 tháng/lần) & nhập khẩu			Tàu/xe bồn			
				Hệ thống kho chứa LPG Bắc, Trung, Nam (Tổng công suất 100,000 tấn ~ 50% công suất Việt Nam)		Công ty kinh doanh LPG	
						Xuất khẩu (Campuchia, Malaysia, Philippines, Indonesia...)	

Nguồn: GAS, MBS Research



## Tóm tắt và dự phóng báo cáo tài chính

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2017	2018F	2019F
Doanh thu thuần	64.522	74.708	78.887
Giá vốn hàng bán	49.360	59.156	62.607
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>15.162</b>	<b>15.552</b>	<b>16.280</b>
Doanh thu hoạt động tài chính	1.272	1.250	1.250
Chi phí tài chính	430	490	486
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	-1	0	0
Chi phí bán hàng	2.426	2.839	2.998
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.109	1.066	1.129
<b>Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>12.469</b>	<b>12.408</b>	<b>12.918</b>
Lợi nhuận khác	119	54	54
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12.588</b>	<b>12.462</b>	<b>12.972</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>9.938</b>	<b>9.969</b>	<b>10.378</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>9.685</b>	<b>9.720</b>	<b>10.118</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>253</b>	<b>249</b>	<b>259</b>

Cân đối kế toán	2017	2018F	2019F
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>38.257</b>	<b>42.258</b>	<b>45.062</b>
I. Tiền & tương đương tiền	13.502	15.436	18.012
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	13.577	13.577	13.577
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	9.175	10.987	11.601
IV. Hàng tồn kho	1.645	1.761	1.863
V. Tài sản ngắn hạn khác	357	498	9
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>23.632</b>	<b>22.769</b>	<b>25.322</b>
I. Các khoản Phải thu dài hạn	189	189	189
II. Tài sản cố định	15.396	18.133	15.276
1. Tài sản cố định hữu hình	14.925	17.717	14.878
2. Tài sản cố định vô hình	434	416	398
III. Bất động sản đầu tư	25	24	22
IV. Tài sản dở dang dài hạn	6.572	2.971	8.383
V. Đầu tư tài chính dài hạn	93	93	93
VI. Tài sản dài hạn khác	1.359	1.359	1.359
<b>Tổng tài sản</b>	<b>61.889</b>	<b>65.027</b>	<b>70.384</b>
<b>Nợ phải trả</b>	<b>18.618</b>	<b>19.887</b>	<b>22.510</b>
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>10.912</b>	<b>12.481</b>	<b>12.721</b>
1. Các khoản phải trả ngắn hạn	9.174	10.117	10.527
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1.738	2.364	2.194
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>7.706</b>	<b>7.406</b>	<b>9.789</b>
1. Các khoản phải trả dài hạn	394	394	394
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	7.312	7.012	9.395
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>43.271</b>	<b>45.140</b>	<b>47.874</b>
1. Vốn điều lệ	19.140	19.140	19.140
2. Thặng dư vốn cổ phần	190	245	245
3. Các khoản lợi nhuận chưa phân phối	22.159	23.973	26.707
4. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	0	0	0
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.782	1.782	1.782
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>61.889</b>	<b>65.027</b>	<b>70.384</b>

Chỉ số tài chính	2017	2018F	2019F
<b>Khả năng sinh lời</b>			
Biên lợi nhuận gộp	23%	21%	21%
Biên EBITDA	24%	21%	21%
Biên lợi nhuận ròng	15%	13%	13%
ROE	23%	22%	22%
ROA	16,3%	15,3%	14,9%
<b>Tăng trưởng</b>			
Doanh thu	9%	16%	6%
Lợi nhuận gộp	31%	3%	5%
Lợi nhuận trước thuế	38%	-1%	4%
Lợi nhuận ròng	38%	0%	4%
EPS	37%	-3%	4%
<b>Thanh khoản</b>			
Thanh toán hiện hành	3,51	3,39	3,54
Thanh toán nhanh	3,36	3,24	3,40
Nợ/tài sản	30%	31%	32%
Nợ/vốn chủ sở hữu	0,43	0,44	0,47
Khả năng thanh toán lãi vay	42,68	34,73	25,70
<b>Định giá</b>			
Lợi suất cổ tức	4%	4%	4%
EPS (VND)	5.060	4.926	5.128
BVPS (VND)	22.608	23.584	25.013

Nguồn: GAS, MBS Research

Liên hệ: Equity Research

MBS Equity Research

Phạm Thiên Quang – (Quang.PhamThien@mbs.com.vn) - Trưởng bộ phận

Nguyễn Thị Huyền Dương – (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn) – Trưởng nhóm khu vực phía Nam

Bất động sản, Bảo hiểm

Dương Đức Hiếu (Hieu.DuongDuc@mbs.com.vn)

Ngân hàng

Nguyễn Thị Quế Anh (Anh.NguyenThiQue@mbs.com.vn)

Đỗ Ngọc Sơn (Son.DoNgoc@mbs.com.vn)

Vật liệu xây dựng, cao su tự nhiên

Nguyễn Bảo Trung (Trung.NguyenBao@mbs.com.vn)

Hàng không

Nguyễn Nam Khoa (Khoa.NguyenNam@mbs.com.vn)

Dược phẩm

Nguyễn Đăng Thiện (Thien.NguyenDang@mbs.com.vn)

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

Hàng tiêu dùng

Nguyễn Thị Huyền Dương (Duong.NguyenThiHuyen@mbs.com.vn)

Chứng khoán

Phạm Việt Duy (Duy.PhamViet@mbs.com.vn)

Dầu khí, Năng lượng

Nguyễn Hoàng Bích Ngọc (Ngoc.NguyenHoangBich@mbs.com.vn)

Vận tải

(Tung.LeKhanh@mbs.com.vn)

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www,mbs,com,vn

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.