

Ngành Dầu khí

Báo cáo cập nhật Q4/2018

27 tháng 12, 2018

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **89.250**

Giá thị trường (27/12/2018) **86.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **3,2%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HOSE
Khoảng giá 52 tuần	72.540-130.460
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	158.858
SL cổ phiếu lưu hành	1.913.950.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	499.265 CP
% sở hữu nước ngoài	3,47%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	4000 VNĐ/cổ phần
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	4,62%
Beta	1,60

BIẾN ĐỘNG GIÁ

	YTD	1T	3T	6T
GAS	-3,26%	-0,22%	0,09%	0,22%
VN-Index	-0,69%	0,23%	0,57%	-1,44%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Bình Nguyễn

(84 4) 3928 8080 ext 213

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Tổng Công ty Khí Việt Nam

Mã giao dịch: GAS

Reuters: GAS.HM

Bloomberg: GAS VN

Lợi nhuận dự báo giảm 3,8% trong kịch bản giá dầu giảm khoảng 10%

KQKD 2018:

Ngày 26/12 vừa qua, GAS đã công bố kết quả kinh doanh sơ bộ năm 2018 trong đó doanh thu và lợi nhuận sau thuế năm 2018 ở mức 74.100 tỷ đồng và 11.400 tỷ đồng, tăng lần lượt 14,7% và 14,7% so với năm 2017 nhờ diễn biến tích cực của giá dầu, trong đó:

- ❑ Mảng khí khô. Hơn 50% lượng khí khô của GAS có giá bán neo theo giá dầu FO, trong khi đó mặt bằng giá dầu FO năm 2018 tăng khoảng 100 USD/tấn, tương đương khoảng 28% so với năm 2017.
- ❑ Mảng LPG & Condensate. Giá dầu lao dốc trong 2 tháng cuối năm kéo giá Contract Price của LPG và giá condensate bình quân cả năm 2018 ước tính ở mức 533 USD/tấn và 550 USD/tấn. Mặc dù vậy, mức giá này vẫn cao hơn lần lượt khoảng 70USD/tấn và 200 USD/tấn so với năm 2017.

Dự báo 2019:

Với việc OPEC và các nước đồng minh đưa ra chương trình cắt giảm khoảng 1,2 triệu thùng/ngày và bắt đầu có hiệu lực từ đầu tháng 1/2019, chúng tôi tin rằng giá dầu sẽ sớm có sự hồi phục trở lại. Sử dụng kịch bản giá dầu Brent ở mức 65 USD/thùng, chúng tôi dự báo doanh thu và LNST 2019 của GAS lần lượt ở mức 72.371 tỷ đồng và 10.970 tỷ đồng, giảm 2,3 % và 3,8% so với kết quả 2018 vừa công bố. Trong đó:

- ❑ Sản lượng khí khô dự báo tăng khoảng 0,11 triệu m³ do hệ thống khí Hàm Rồng – Thái Bình hiện mới chỉ hoạt động ở khoảng 73% công suất.
- ❑ Sản lượng LPG và condensate tiếp tục tăng nhờ đóng góp thêm từ GPP Cà Mau. Với dự báo về công suất hoạt động ở mức 93%, GPP Cà Mau sẽ có thể đóng góp khoảng 186.750 tấn LPG và 9.180 tấn condensate trong tổng số 1.834.370 tấn LPG và 96.068 tấn condensate của năm 2019. Lượng LPG nhập khẩu tăng khoảng 5% do nhu cầu tiêu thụ LPG tại Việt Nam dự báo tiếp tục tăng trưởng 5-6% trong năm 2019.
- ❑ Chi phí vận chuyển khí bể Nam Côn Sơn cũng tăng theo lộ trình đã định lên 1,26 USD/mmBTU.

Khuyến nghị.

Chúng tôi hạ khuyến nghị đối với cổ phiếu GAS xuống **NEUTRAL** với mức giá kỳ vọng theo phương pháp so sánh là **89.250 đồng/cổ phiếu**.

Dự báo hoạt động kinh doanh 2019

GAS là doanh nghiệp chịu ảnh hưởng trực tiếp của sự biến động giá dầu, hơn 50% lượng khí khô bán ra được neo theo giá dầu FO trong khi giá khí mua tại mỏ thường ổn định trong thời gian dài, các sản phẩm LPG, condensate cũng biến động cùng chiều trực tiếp với giá dầu.

Với kịch bản sử dụng giá dầu Brent ở mức 65 USD/thùng (giảm gần 10% so với mức bình quân 71 USD/thùng năm 2018), trong khi đó các dự án lớn timing dự kiến tới năm 2020 mới đi vào hoạt động. Sớm nhất là dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2, giai đoạn 2 hiện đang thực hiện thiết kế kỹ thuật FEED đường ống và các trạm, dự kiến đến năm 2020 sẽ có thể đón dòng khí đầu tiên.

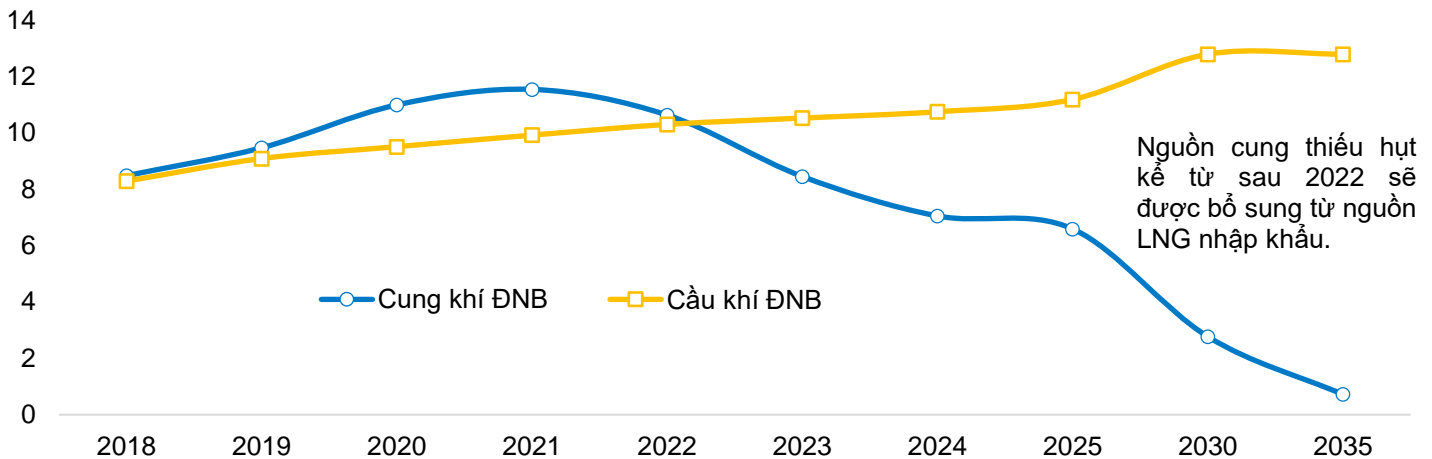
Khí khô	2018E	2019F	
Tổng lượng khí khô (triệu m ³)	9,61	9,72	
Cửu Long	1,265	1,300	
Nam Côn Sơn	6,283	6,300	
Hàm Rồng Thái Bình	0,147	0,200	
Mã Lai – Thổ Chu	1,918	1,918	
Doanh thu (tỷ VNĐ)	43.058	41.849	Lượng khí khô vào bờ năm 2019 dự báo sẽ tăng 0,11 triệu m ³ so với năm 2018, chủ yếu nhờ đóng góp từ hệ thống khí Hàm Rồng – Thái Bình (tăng 0,05 triệu m ³) và Cửu Long (tăng 0,04 triệu m ³ do đường ống Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 1 hiện đang được đấu tạm vào đường ống Cửu Long). Tuy nhiên do mặt bằng giá dầu năm sau dự báo giảm gần 10% kéo theo sự giảm giá khí đầu ra khoảng 3,6%. Doanh thu mảng khí khô dự báo đạt mức 41.849 tỷ đồng (giảm 2,8% yoy).
LPG	2018E	2019F	
Sản lượng (tấn)	1.648.375	1.745.370	
- Dinh Cố	270.490	270.490	
- Dung Quất	75.800	75.800	
- Cà Mau	147.485	186.750	
- Import	894.600	939.330	
- Subsidiaries	260.000	273.000	
Doanh thu (tỷ VNĐ)	25.358	24.725	Với giả định giá dầu Brent trung bình năm 2019 ở mức 65 USD/bbl, giá hợp đồng LPG năm 2019 của GAS có thể đạt bình quân 481 USD/tấn, giảm 9,8% so với năm 2018. GPP Cà Mau cũng sẽ hoạt động ở khoảng 93% công suất, tương ứng với mức đóng góp 186.750 tấn LPG, nâng lượng LPG tự sản xuất lên mức 30% tổng lượng LPG cung cấp ra thị trường.
Condensate	2018E	2019F	
Sản lượng (tấn)	95.000	96.068	
Trong đó : GPP Cà Mau	8.112	9.180	
Doanh thu (tỷ VNĐ)	1.206	1.123	Condensate cũng là một sản phẩm chịu ảnh hưởng trực tiếp của sự biến động giá dầu. BVSC dự báo thận trọng giá sản phẩm condensate trung bình năm 2019 ở mức 497 USD/tấn, giảm 9,6% so với năm 2018. Theo công bố của GAS, sản lượng condensate 2018 là 95.000 tấn trong đó phần đóng góp mới từ GPP Cà Mau theo ước tính là 8.112 tấn. Năm 2019, sản lượng dự báo đạt 96.068 tấn, phần đóng góp từ GPP Cà Mau là 9.180 tấn (tương đương với 92% công suất).
Vận chuyển khí	2018E	2019F	
Tariff bể Nam Côn Sơn (USD/mmBTU)	1,23	1,26	
Tariff bể Mã Lai Thổ Chu (USD/mmBTU)	0,90	0,90	
Doanh thu (tỷ VNĐ)	4.312	4.462	Doanh thu vận chuyển khí bể Nam Côn Sơn tiếp tục tăng theo lộ trình đã định ở mức 1,26 USD/mmBTU (so với mức 1,23 USD/mmBTU năm 2018).

Mảng nhập khẩu LNG

Nếu không phát hiện thêm mỏ khí mới, từ sau năm 2022 nguồn cung khí tại Đông Nam Bộ sẽ không còn đủ để cung cấp cho toàn bộ nhu cầu điện, đạm và hộ công nghiệp trong khu vực. Nhu cầu điện ở khu vực Đông Nam Bộ dự báo sẽ tăng trưởng mạnh cho tới năm 2030 với các nhà máy điện khí mới được đưa vào hoạt động: Nhơn Trạch 3&4 (2022, dự án của PVN), Dung Quất 1 (2023, dự án của EVN), Dung Quất II (2024, dự án BOT), Dung Quất III (2025, dự án của EVN). Nhập khẩu LNG là phương án tất yếu để đảm bảo an ninh năng lượng.

Dự báo nhu cầu khí khu vực Đông Nam Bộ, tỷ m³ (Nguồn: BVSC thu thập và tổng hợp)										
Năm	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2030	2035
Nhu cầu khí cho điện	6,62	6,62	6,62	6,62	6,62	6,62	6,62	6,68	6,68	6,68
Nhu cầu khí cho đạm và hóa chất	0,618	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418	1,418
Nhu cầu khí cho công nghiệp	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Nhà máy điện tiềm năng (Nhơn Trạch 3,4; Dung Quất 1,2,3)	0,45	0,45	0,87	1,28	1,66	1,885	2,11	2,545	2,96	3,565
Tổng nhu cầu khí	8,288	9,088	9,508	9,918	10,298	10,523	10,748	11,183	11,598	12,203
Chênh lệch cung – cầu khí	0,192	0,382	1,482	1,622	0,332	-2,073	-3,698	-4,593	-10,018	-12,068

Cung cầu khí khu vực Đông Nam Bộ (tỷ m³)



Hiện nay, ngoài dự án LNG Thị Vải (công suất thiết kế 1 triệu tấn/năm, dự kiến đi vào hoạt động năm 2022) và LNG Sơn Mỹ (công suất thiết kế 3,6 triệu tấn giai đoạn 1; 6 triệu tấn giai đoạn 2; 10 triệu tấn giai đoạn 3) của GAS, PLX cũng đang có kế hoạch xây dựng kho cảng LNG Tân Phước và Vân Phong (dự kiến khởi công năm 2020). Mặc dù mất đi vị thế độc quyền trong thị trường khí nhưng với lợi thế là đơn vị đầu tiên có kho LNG, kinh nghiệm kinh doanh khí lâu năm cũng như nhu cầu khí dự báo tăng trưởng mạnh mẽ, doanh thu và lợi nhuận của GAS có thể vẫn sẽ được đảm bảo trong tương lai.

Dự báo kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu	2019
Doanh thu	72.371
Giá vốn hàng bán	56.423
Lợi nhuận gộp	15.948
Chi phí bán hàng	2.169
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.183
Operating profit (EBIT)	12.597
Doanh thu hoạt động tài chính	1.427
Chi phí tài chính	336
<i>Chi phí lãi vay</i>	235
Lãi/Lỗ từ hoạt động tài chính	1.091
Thu nhập khác	77
Chi phí khác	51
Lãi/Lỗ khác	26
Lợi nhuận kế toán trước thuế	13.713
Thuế thu nhập doanh nghiệp	2.743
Lợi nhuận kế toán sau thuế	10.970
EPS	5.383

Khuyến nghị

Chúng tôi hạ khuyến nghị xuống **NEUTRAL** đối với cổ phiếu GAS. Nếu so sánh ngang với các doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực thì mức P/E hợp lý đối với cổ phiếu GAS là 16,58x, tương ứng với mức giá **89.250 đồng/cổ phiếu**.

Định giá	
- P/E khu vực	16,58
- EPS forward	5.383
Giá cổ phiếu	89.250
Khuyến nghị	NEUTRAL

Mặt bằng P/E các cổ phiếu trong khu vực:

Mã cổ phiếu	Name	P/E	Country
RIIL IN Equity	RELIANCE INDUS INFRASTRUCT	53,02	India
554 HK Equity	HANS ENERGY COMPANY LTD	44,91	Hong Kong
AGIS IN Equity	AEGIS LOGISTICS LTD	32,02	India
PTG MK Equity	PETRONAS GAS BHD	19,00	Malaysia
GMB MK Equity	GAS MALAYSIA BHD	17,73	Malaysia
UMS SP Equity	USP GROUP LTD	16,73	Singapore

PLNG IN Equity	PETRONET LNG LTD	15,73	India
3167 JP Equity	TOKAI HOLDINGS CORP	15,58	Japan
3899 HK Equity	CIMC ENRIC HOLDINGS LTD	15,09	Hong Kong
KZTO KZ Equity	KAZTRANSOIL JSC	13,76	Kazakhstan
600256 CH Equity	GUANGHUI ENERGY CO LTD-A	12,56	China
6362 JP Equity	ISHII IRON WORKS CO LTD	12,45	Japan
2904 TT Equity	PRIME OIL CHEMICAL SERVICE C	12,01	Taiwan
8246 HK Equity	ZHONGHUA GAS HOLDINGS LTD	11,91	Hong Kong
600681 CH Equity	BESTSUN ENERGY CO LTD-A	10,16	China
8126 HK Equity	GA HOLDINGS LTD	9,65	Hong Kong
934 HK Equity	SINOPEC KANTONS HOLDINGS	6,71	Hong Kong
342 HK Equity	NEWOCEAN ENERGY HLDGS LTD	5,10	Hong Kong
HYNG SP Equity	HENGYANG PETROCHEMICAL LOGIS	3,93	China
GBP IN Equity	GANESH BENZOPLAST LTD	3,55	India
Trung bình		16,58	

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Bình Nguyễn** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lời kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Bộ phận Phân tích Ngành & Doanh nghiệp

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Lê Đăng Phương

Phó Giám đốc khối

ledangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Thu Hà

Ngân hàng, Bảo hiểm

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Chế Thị Mai Trang

Thép, Phân bón, Điện

chethimaitrang@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Ô tô & Phụ tùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Nguyễn Tiến Dũng

Công nghệ thông tin

nguyentientungbvsc@baoviet.com.vn

Hà Thị Thu Hằng

Dệt may

hathithuhang@baoviet.com.vn

Nguyễn Bình Nguyễn

Cao su tự nhiên

nguyenbinhnguyen@baoviet.com.vn

Thái Anh Hào

Hạ tầng nước

thaianhhao@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Vật liệu xây dựng

lethanhhoa@baoviet.com.vn

Bộ phận Vĩ mô & Thị trường

Phạm Tiến Dũng

Phó Giám đốc khối

phamtiendung@baoviet.com.vn

Trần Hải Yến

Chuyên viên vĩ mô

tranhaiyen@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Chiến lược thị trường

nguyenduchoang@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 8 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 4) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 8) 3 914 6888