

Tổng Công Ty Khí Việt Nam (Hose: GAS)

Ngành: Phân phối khí đốt tự nhiên

Cập nhật ngày: 01/08/2012

Trần Thị Thủy Tiên
Chuyên viên phân tích
 Phòng Phân tích và Tư vấn đầu tư
 CTCP Chứng khoán FPT, Chi nhánh Tp.HCM
 Email: tienttt@fpts.com.vn
 Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 8928
www.fpts.com.vn

Giá hiện nay: 39.000 VND

Giá mục tiêu: 41.200 VND

Khuyến nghị: NĂM GIỮ

Thông tin cổ phiếu:

Nguồn: FPTS data

Thông tin giao dịch	01/08/2012
Giá hiện nay	39.000 đồng
Giá chào sàn	36.000 đồng
Giá cao nhất 52 tuần	43.000 đồng
Giá thấp nhất 52 tuần	35.600 đồng
Cổ phiếu lưu hành	1.895.000.000 cp
Vốn điều lệ	18.950 tỷ đồng
Vốn hóa thị trường	73.905 tỷ đồng

Bảng CĐKT	2012F
Tổng tài sản	48.930 tỷ đồng
Vốn chủ sở hữu	26.537 tỷ đồng
Vay nợ	10.539 tỷ đồng

Dự phóng KQKD (Tỷ đồng)	2012F	2013F
Doanh thu hợp nhất	64.983	73.933
LNTT hợp nhất	9.379	11.420
LNST hợp nhất	7.169	8.729
Cổ tức	20%	20%

Định giá	2012F	2013F
Book value	14.004	16.060
EPS	3.783	4.606
P/BV	2,78	2,42
P/E	10,3	8,46

Cơ hội song hành cùng thách thức

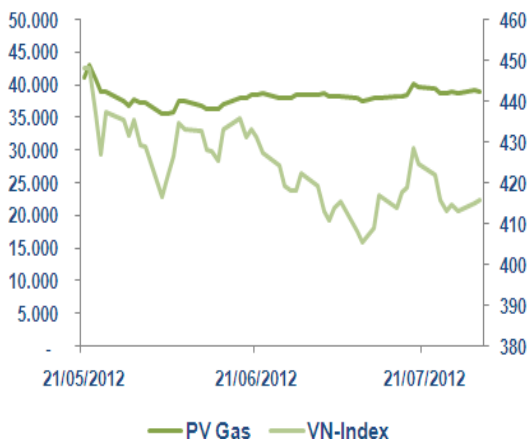
- **Tiềm năng của ngành công nghiệp khí là chìa khóa tăng trưởng cho PV Gas.** Ngành khí là một trong những ngành công nghiệp có vai trò nền tảng của phát triển kinh tế thông qua việc cung cấp nguồn nhiên liệu, nguyên liệu cho việc sản xuất điện, đạm và sản xuất công nghiệp khác. Do đó tiềm năng tăng trưởng của ngành khí sẽ song hành cùng với sự tăng trưởng của nhu cầu nguyên liệu, nhiên liệu cho sản xuất công nghiệp.

- **Cầu sản phẩm tiềm năng.** Theo dự báo của Ngân hàng Thế giới (WB), nhu cầu khí sẽ tăng trưởng nhanh gấp 3 lần trong 15 năm tới và dự kiến sẽ đạt ở mức 29 tỷ m³/năm vào năm 2030. Trong đó, sản xuất điện vẫn giữ vai trò tiêu thụ chủ đạo của nguồn khí trong tương lai với 85% lượng khí được tiêu thụ.

- **Lợi ích đến từ độc quyền.** Hiện PV Gas đang là đơn vị duy nhất của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) thực hiện các nhiệm vụ về lĩnh vực khí. Đây là một trong những lợi thế lớn nhất của PV Gas. Với vị thế độc quyền trong ngành có rào cản gia nhập cao, PV Gas có lợi thế cạnh tranh bền vững hơn so với nhiều công ty khác. Chính vì vậy, PV Gas có vai trò rất quan trọng đối với ngành. Mỗi hoạt động của PV Gas cũng chính là của ngành và những thay đổi của PV Gas sẽ làm thay đổi cả ngành khí.

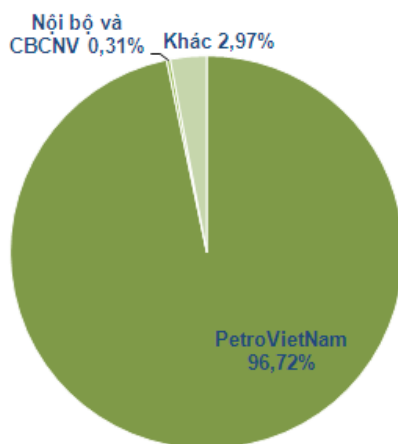
- **Tham vọng gia tăng sản lượng khí.** Với mục tiêu tăng sản lượng khí lên hơn 14 tỷ m³ vào năm 2016 từ mức khoảng 9 tỷ m³ hiện nay, tương đương tốc độ tăng trưởng sản lượng khoảng 12%/năm. PV Gas đã và đang tích cực triển khai đồng bộ các dự án từ thu gom, vận chuyển đến phân phối tới hạ nguồn tại khu vực Nam Bộ, trong đó phải kể tới dự án khai thác khí ngoài khơi như lô Sư Tử Đen/ Sư Tử Vàng/ Sư tử trắng (15.1) thuộc bể Cửu

Diễn biến giao dịch cổ phiếu GAS so với VN-Index



Nguồn: FPTIS data

Cơ cấu cổ đông



Nguồn: Bản cáo bạch PV Gas

Long; lô Lan Tây/ Lan Đỏ (06.1), Rồng Đồi (11.2), Hải Thạch - Mộc Tinh (5.2/5.3) thuộc bể Nam Côn Sơn; lô 46 - Cái Nước thuộc bể Malay - Thổ Chu. Đây sẽ là nguồn khí đem lại lợi nhuận cho PV Gas trong tương lai gần.

• **Lộ trình tăng giá khí rất có ý nghĩa với PV Gas.** Từ tháng 3/2011, giá khí tăng 35% so với năm 2010 và tăng trung bình 4%/năm trong 4 năm tiếp theo đối với sản lượng trên bao tiêu¹. Theo lộ trình này, giá bán đối với bể Cửu Long và Nam Côn Sơn sẽ tăng nhanh hơn giá khí đầu vào trung bình khoảng 2% cho giai đoạn 2012 - 2016. Chính sách giá bán này, sẽ giúp tỷ suất lợi nhuận gộp mảng hoạt động khí tăng lên đáng kể từ 17,01% năm 2011 lên 18,58% trong năm 2012.

• **Kết quả tài chính năm 2012 kỳ vọng khả quan.** Bước sang năm 2012, những thuận lợi về tăng sản lượng khí thêm gần 4% khi đưa thêm nguồn khí mới vào khai thác tại các lô Hải Thạch – Mộc Tinh (5.2 và 5.3) tại bể Nam Côn Sơn cùng với việc tăng giá bán theo lộ trình tăng giá khí được áp dụng kể từ ngày 01/03/2011 ở hầu hết các mảng hoạt động như kinh doanh khí thiên nhiên, Condensate, cước vận chuyển khí Condensate, sẽ giúp PV Gas dễ dàng vượt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận trước thuế năm 2012 dự kiến đạt lần lượt là 64.983 tỷ đồng và 9.379 tỷ đồng, tăng 11,79% và 45,71% so với kế hoạch. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 7.169 tỷ đồng, tương đương EPS 3.783 đồng/cp.

• **Bên cạnh những thuận lợi lớn, PV Gas cũng phải đối mặt với nhiều thách thức.** PV Gas cần một lượng vốn đầu tư lớn hơn 64.500 tỷ đồng để thực hiện nhiều dự án trong giai đoạn 2012 – 2016, với tình hình chung của nền kinh tế hiện nay thì việc đàm phán các khoản vay sẽ khó khăn hơn. Thêm vào đó, tình trạng thiếu khí từ nguồn cung sản xuất trong nước có thể dẫn đến nguồn khí đang bị khai thác quá mức để đáp ứng nhu cầu tiêu thụ cho sản xuất điện, cùng với định hướng nhập khí LNG còn gặp phải nhiều trở ngại. Những thách thức này sẽ chuyển thành những khó khăn trong dài hạn nếu không có sự chuẩn bị phù hợp.

Chúng tôi tiến hành báo cáo lần đầu PV Gas với khuyến nghị **NẮM GIỮ và giá mục tiêu 41.200 đồng/cổ phiếu.** Dựa trên phương pháp định giá dòng tiền FCFF và định giá so sánh, qua đó chúng tôi xác định giá trị hợp lý của PV Gas ở mức 41.200 đồng/cổ phiếu, so với mức giá đang giao dịch hiện nay khoảng 39.000 đồng/cổ phiếu thì giá mục tiêu đang cao hơn 5,64%. Theo

¹ Mức bao tiêu đối với lô 06.1-Lan Tây/Lan Đỏ và lô 11.2 - Rồng Đồi thuộc bể Nam Côn Sơn là 4,0 tỷ m³ và 1,216 tỷ m³

đánh giá của chúng tôi triển vọng hoạt động kinh doanh khí trong dài hạn sẽ có nhiều khả quan, với giá bán bình quân và sản lượng dự kiến tăng dần sẽ góp phần nâng cao tỷ suất lợi nhuận gộp của PV Gas trong những năm tới. Đặc biệt nguồn cung khí của PV Gas sẽ được hỗ trợ mạnh từ năm 2015 khi có thêm nguồn khí mới từ đường ống Nam Côn Sơn 2 và đường ống Lô B - Ô Môn thuộc Bể Malay - Thổ Chu. Còn hiện nay, tại mức giá 39.000 đồng/cổ phiếu dao động quanh giá mục tiêu +/-10% (41.200 đồng/cổ phiếu), chúng tôi cho rằng phù hợp trong tình hình ngắn hạn áp dụng trong những tháng còn lại của năm 2012. Nhà đầu tư cần lưu ý, trong phương pháp định giá dòng tiền, chúng tôi lấy mốc năm 2012 là năm bắt đầu chiết khấu. Các năm về sau giá mục tiêu sẽ có sự thay đổi theo chiều hướng tăng dần theo mức chiết khấu hàng năm của WACC là 15,35%.

Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng(*)

Chỉ tiêu	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	23.480	26.537	30.433	34.830	40.305	45.807
Tổng tài sản (tỷ đồng)	45.611	48.930	71.303	85.967	103.773	101.126
Doanh thu (tỷ đồng)	64.225	64.983	73.933	75.321	88.258	102.101
<i>Tăng trưởng</i>	<i>33,82%</i>	<i>1,18%</i>	<i>13,77%</i>	<i>1,88%</i>	<i>17,18%</i>	<i>15,68%</i>
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	7.686	9.379	11.420	12.889	16.046	17.848
<i>Tăng trưởng</i>	<i>34,23%</i>	<i>22,03%</i>	<i>21,75%</i>	<i>12,86%</i>	<i>24,50%</i>	<i>11,23%</i>
Lợi nhuận ròng của cổ đông công ty mẹ	5.913	7.169	8.729	9.851	12.265	12.327
<i>Tăng trưởng</i>	<i>30,40%</i>	<i>21,24%</i>	<i>21,75%</i>	<i>12,86%</i>	<i>24,50%</i>	<i>0,51%</i>
EPS (đồng)	3.120	3.783	4.606	5.199	6.472	6.505
Book value (đồng)	12.391	14.004	16.060	18.380	21.269	24.172
ROEA	25,97%	28,67%	30,64%	30,19%	32,65%	28,63%
ROAA	13,86%	15,17%	14,52%	12,53%	12,93%	12,03%
Tỷ lệ cổ tức	19,20%	20%	20%	20%	20%	20%

(*) Kết quả kinh doanh năm 2012F - 2016F là con số dự phóng của chúng tôi dựa trên dữ liệu thu nhập từ PV Gas

Nguồn:PV Gas và FPTSD data

NỘI DUNG	Trang
TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH PV GAS	5
Hoạt động kinh doanh chính của PV Gas	5
Các cơ hội của PV Gas	7
▪ Tiềm năng của ngành công nghiệp khí tại Việt Nam là chìa khóa tăng trưởng cho PV Gas	7
▪ Cầu sản phẩm tiềm năng	8
▪ Tham vọng gia tăng sản lượng khí nhằm đáp ứng nhu cầu khí đang tăng nhanh	10
▪ Lộ trình tăng giá bán khí có ý nghĩa rất quan trọng đối với PV Gas	12
▪ Kết quả kinh doanh năm 2012 kỳ vọng khả quan và triển vọng từng mảng hoạt động kinh doanh	13
1. Hoạt động kinh doanh khí	14
2. Hoạt động kinh doanh LPG	14
3. Hoạt động Condensate	15
4. Hoạt động vận chuyển khí và Condensate	16
▪ PV Gas - Cổ phiếu có vốn hóa lớn ảnh hưởng đến VN - Index	17
Các thách thức của PV Gas	18
▪ Nhu cầu khí của ngành điện tăng cao mở ra tiềm năng tăng trưởng lớn nhưng cũng là thách thức cho PV Gas do đòi hỏi vốn đầu tư cao để phát triển cơ sở hạ tầng và hệ thống đường ống	18
▪ Tình trạng thiếu khí từ nguồn lực sản xuất trong nước có thể dẫn đến nguồn khí đang bị khai thác quá mức để đáp ứng cho nhu cầu sản xuất điện, đạm	18
▪ Giá LNG thấp hơn từ 70 - 80% so với LPG và rẻ hơn 90 - 95% so với FO nhưng vẫn khó thâm nhập thị trường bởi chính sách khống chế giá bán ra quá thấp so với giá nhập khẩu	19
DỰ PHÓNG HỢP NHẤT	19
ĐỊNH GIÁ	21

❖ TỔNG QUAN HOẠT ĐỘNG KINH DOANH PV GAS

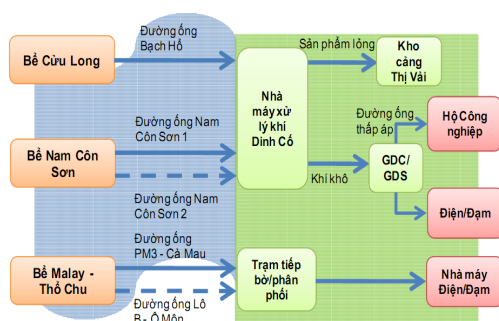
Hoạt động kinh doanh chính của PV Gas

Tổng Công ty Khí Việt Nam (PV Gas), được thành lập vào ngày 20/09/1990 với tên gọi ban đầu là Công ty Khí đốt, có chức năng, nhiệm vụ chủ yếu là thu gom, nhập khẩu, vận chuyển, tàng trữ, chế biến, phân phối, kinh doanh khí và các sản phẩm khí.

Hai mảng hoạt động kinh doanh chính của PV Gas là: sản xuất, mua bán khí và các sản phẩm khí (khí thiên nhiên, LPG, Condensate) và dịch vụ vận chuyển khí. Công ty hiện là nhà cung cấp khí thiên nhiên duy nhất và là nhà cung cấp khí hóa lỏng LPG chiếm thị phần lớn nhất trong cả nước.

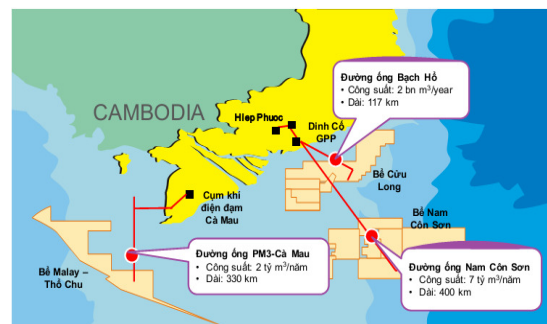
PV Gas hiện đang sở hữu và vận hành 3 hệ thống đường ống dẫn khí tại Việt Nam bao gồm đường ống Bạch Hổ, Nam Côn Sơn, PM3 - Cà Mau nhằm thu gom, vận chuyển khí khai thác ngoài khơi vào với tổng công suất khoảng 11 tỷ m³/năm. PV Gas chỉ thực hiện chức năng thu gom, vận chuyển khí còn hoạt động mua khí thì ký kết và thực hiện hợp đồng với các chủ mỏ khí trong đó có Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN) và các đơn vị liên doanh nước ngoài. Toàn bộ sản lượng khí đưa vào bờ được tiêu thụ hết, hiện chủ yếu cung cấp cho các nhà máy điện, nhà máy đạm và hộ công nghiệp ở khu vực phía Nam.

Hệ thống khí PV Gas



Ghi chú: Đường ống Nam Côn Sơn 2, Lô B-Ô Môn có kế hoạch đầu tư xây dựng

Sơ đồ vị trí các bể khí và đường ống dẫn khí



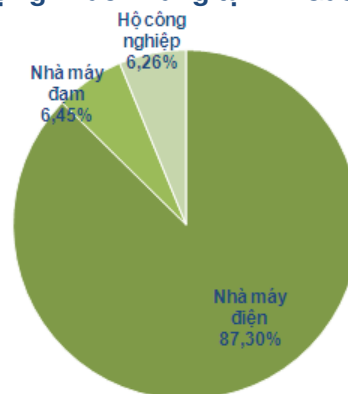
Nguồn: PV Gas

Hệ thống đường ống ngoài khơi PV Gas đang sở hữu

Tên đường ống	Tỷ lệ sở hữu
Bạch Hổ	PV Gas (100%)
Nam Côn Sơn	PV Gas (51%); BP (32,7%), ConocoPhillips (16,3%)
PM3 - Cà Mau	PV Gas (100%)

Nguồn: PV Gas

Cơ cấu sản lượng cung cấp cho từng đối tượng khách hàng tại PV Gas - 2011



Các bể khí PV Gas đang thực hiện thu gom khí

Tên bể	Mô tả
Bể Cửu Long	<ul style="list-style-type: none"> - Các lô đang khai thác: Lô Bạch Hổ (09.1); Rồng/Đồi Mồi (09.2), Sư Tử Đen/ Sư Tử Vàng/ Sư tử trắng (15.1), Rạng Đông/ Phương Đông (15.2), Cá Ngừ Vàng (09.2), Hải Sư Trắng - Tê Giác Trắng (15-2/01), Nam Rồng - Đồi mồi (09.3) - Sản phẩm khí: Khí đồng hành hay còn gọi là khí đi cùng với dầu trong quá trình khai thác - Khí đồng hành được vận chuyển qua đường ống dẫn khí Bạch Hổ vào xử lý tại nhà máy khí Dinh Cố cho ra sản phẩm khí thiên nhiên, LPG, Condensate - Khách hàng: Nhà máy điện Bà Rịa, điện Phú Mỹ, Đạm Phú Mỹ, Hộ công nghiệp (Khí thấp áp) - Cơ chế giá mua khí: Theo các hợp đồng đã ký kết Cửu Long, được ấn định bởi PVN đến hết năm 2015
Bể Nam Côn Sơn	<ul style="list-style-type: none"> - Các lô đang khai thác: Lan Tây/ Lan Đỏ (06.1), Rồng Đồi (11.2), Hải Thạch - Mộc Tinh (5.2/5.3), Chim Sáo (12W)- - Sản phẩm khí: Khí tự nhiên - Được thu gom và vận chuyển vào bờ qua hệ thống đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 1 và dự kiến thêm đường ống Nam Côn Sơn 2 vào năm 2015. - Khách hàng: Nhà máy điện Phú Mỹ, Phú Mỹ 2.1/2.2/3, Phú Mỹ 4, Hiệp Phước, Nhơn Trạch 1, Đạm Phú Mỹ, Hộ Công nghiệp (Khí thấp áp) - Cơ chế giá mua khí: Được xác định bởi HĐ mua bán khí dài hạn giữa bên mua khí là PV Gas và bên bán khí là các chủ mỏ gồm PVN, ONGC Videsh Ltd., BP Exploration Operating Company Ltd (nay là TNK)
Bể Malay - Thổ Chu	<ul style="list-style-type: none"> - Các lô đang khai thác: PM3 - CAA và 46 - Cái Nước - Sản phẩm khí: Khí tự nhiên - Được thu gom và vận chuyển vào bờ qua hệ thống đường ống dẫn khí PM3 - Cà Mau và dự kiến thêm đường ống lô B – Ô Môn vào năm 2015. - Khách hàng: Nhà máy điện Cà Mau 1 và 2, Nhà máy Đạm Cà Mau. - Cơ chế giá mua khí: Giá mua bằng 46% giá dầu FO, DO tại thị trường Singapore. Mức giá được ấn định trong hợp mua khí giữa bên mua là PV Gas và bên bán là các chủ mỏ khí gồm PVN và Talisman VN Limited

Nguồn: PV Gas

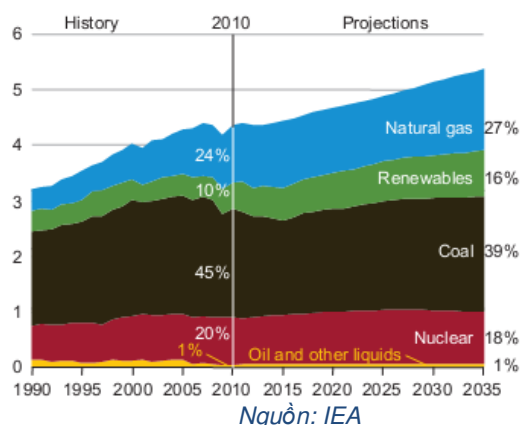
Các cơ hội của PV Gas

- **Tiềm năng của ngành công nghiệp khí tại Việt Nam là chìa khóa tăng trưởng cho PV Gas**

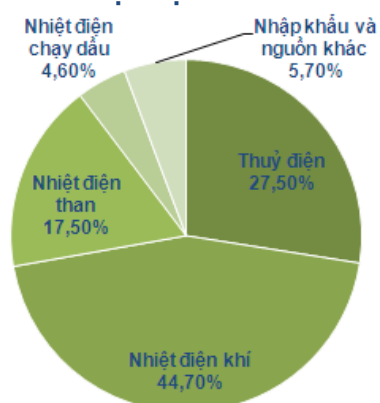
Ở Việt Nam cũng như trên thế giới, việc tiêu thụ các nguyên liệu sạch, ổn định, an toàn và chi phí thấp như khí thiên nhiên, LNG, LPG... đang là mối quan tâm hàng đầu không chỉ riêng ngành điện mà còn trong các ngành công nghiệp khác. Thực tế cho thấy, khách hàng tiêu thụ khí chủ yếu hiện nay là ngành điện, do nhu cầu khí của các nhà máy điện chiếm hơn 87% tổng nhu cầu khí, tương đương chiếm khoảng 45% tổng lượng nguyên liệu đầu vào cho sản xuất điện tính đến năm 2010.

Việc sử dụng khí thiên nhiên cho điện và hộ công nghiệp đã gia tăng nhanh chóng trong thời gian qua do đây là nhiên liệu sạch, có giá bán trên mỗi đơn vị nhiệt lượng (đơn vị tính: MMBTU) rẻ hơn so với các nguồn năng lượng khác, ngoại trừ than. Với những lợi thế vượt trội trên, khí và sản phẩm khí đang trở thành nguồn nhiên liệu chính trong cơ cấu sử dụng năng lượng trên tất cả các lĩnh vực.

Cơ cấu nhiên liệu đầu vào cho sản xuất điện trên thế giới

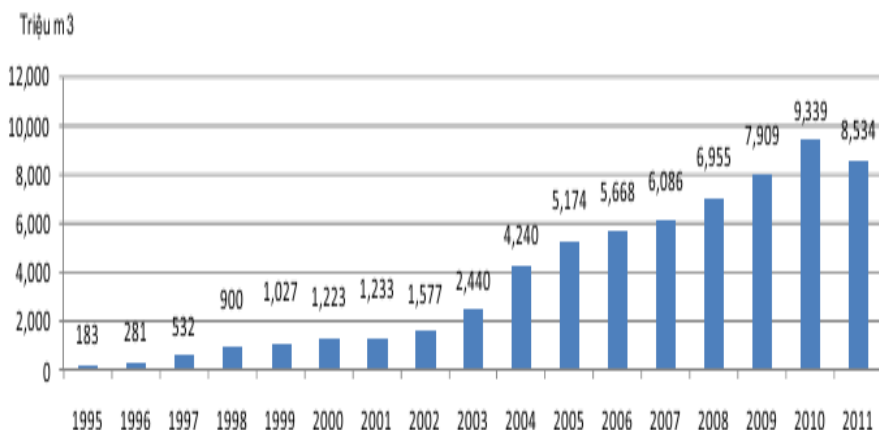


Cơ cấu nhiên liệu đầu vào cho sản xuất điện tại Việt Nam



Nguồn: Hiệp hội Năng lượng Việt Nam - Năm 2010

Sản lượng tiêu thụ khí tại Việt Nam không ngừng tăng qua các năm



Nguồn: PV Gas

▪ Cầu sản phẩm tiềm năng

- Đối với nhà máy điện, chiếm 87,34% sản lượng cung cấp (2011)

Theo tính toán của Viện năng lượng Việt Nam thì nhu cầu khí sử dụng cho sản xuất điện đến năm 2016 sẽ cần khoảng 12,54 tỷ do có 8 nhà máy điện sử dụng khí đi vào hoạt động tại miền Nam nhưng khả năng cung cấp khí tính riêng cho sản xuất điện chỉ đạt 11,97 tỷ m³/năm. PV Gas đã khai thác tối đa các dự án khí trong nước nhưng nguồn cung trong nước vẫn cứ thiếu. Đặc biệt, các nhà máy điện dự báo sẽ thiếu rất nhiều nguồn khí cho phát điện trong mùa khô. Sự thiếu hụt đó thậm chí càng gia tăng sau năm 2016 khi mà hầu hết các mỏ mới đều đi vào khai thác. Với nguồn cung khí hiện nay, mỗi năm Việt Nam sẽ thiếu từ 0,5 đến 1 tỷ m³/năm cho giai đoạn 2012 – 2016 và PV Gas chỉ có thể đáp ứng tối đa 92,64% tổng nhu cầu trong vòng 5 năm tới cho sản xuất điện.

Khả năng cung cấp khí cho điện 2012 - 2016

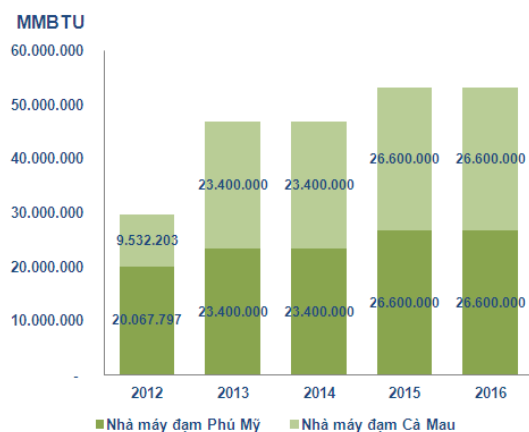
Cung, cầu khí cho sản xuất điện (MMBTU)	2012	2013	2014	2015	2016	Tổng
Khả năng cung cấp khí cho nhà máy điện	300.000.000	345.600.000	348.800.000	421.200.000	478.800.000	1.894.400.000
Nhu cầu tiêu thụ của nhà máy điện	364.400.000	367.600.000	378.000.000	433.200.000	501.600.000	2.044.800.000
Tỷ lệ thiếu hụt khí cho nhà máy điện	(64.400.000)	(22.000.000)	(29.200.000)	(12.000.000)	(22.800.000)	(150.400.000)
Tỷ lệ cung cấp khí cho nhà máy điện	82,33%	94,02%	92,28%	97,23%	95,45%	92,64%
Khả năng cung cấp khí cho nhà máy điện (Quy đổi m ³)	7,50	8,64	8,72	10,53	11,97	47,36
Nhu cầu tiêu thụ của nhà máy điện (Quy đổi m ³)	9,11	9,19	9,45	10,83	12,54	51,12
Tỷ lệ thiếu hụt khí cho nhà máy điện (m ³)	(1,61)	(0,55)	(0,73)	(0,30)	(0,57)	(3,76)

Nguồn: PV Gas và FPTTS dự phóng

- Đối với nhà máy đạm, chiếm 6,45% sản lượng cung cấp (2011)

Mặc dù, cầu nhiên liệu cho sản xuất đạm thường ổn định và chiếm tỷ lệ nhỏ trong cơ cấu sản lượng cung cấp của PV Gas nhưng Công ty phải luôn đảm bảo cung ứng đủ và kịp thời nhiên liệu khí đầu vào cho sản xuất đạm vì lý do an ninh lương thực quốc gia. Năm 2012, việc có thêm nhà máy Đạm Cà Mau sẽ làm gia tăng thêm sản lượng cung cấp từ 20,06 triệu MMBTU lên 29,60 triệu MMBTU tức tăng lên gấp rưỡi nhu cầu khí dành cho các nhà máy đạm. Trong tương lai gần, khi nhà máy đạm Cà Mau hoạt động hết công suất với 800.000 tấn/năm thì nhu cầu khí cho các nhà máy đạm ước tính sẽ tăng gấp đôi.

Sản lượng tiêu thụ khí của nhà máy đạ 2012 – 2016

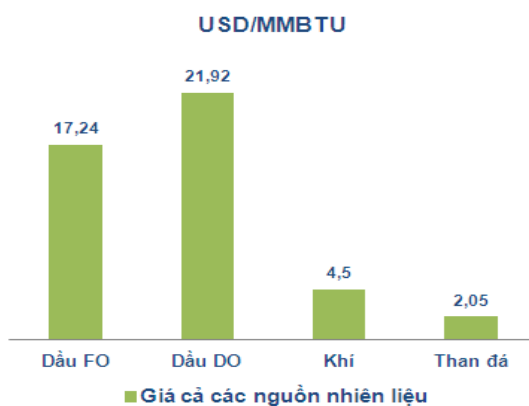


Nguồn: PV Gas và FPT S dự phóng

- Đối với hộ công nghiệp, chiếm 6,26% sản lượng cung cấp (2011)

Nhu cầu tiêu dùng khí thiên nhiên từ các hộ công nghiệp đã phát triển mạnh mẽ từ nhiều năm trước do việc sử dụng khí tiết kiệm năng lượng cho một đơn vị sử dụng lên tới 83% so với than đá, thấp hơn 17,02% so với dùng LPG và tiết kiệm chi phí tới gần 30% so với sử dụng dầu FO, DO hay LPG. Điều này đã và đang tạo điều kiện thuận lợi rất lớn cho việc mở rộng thị phần của PV Gas trong tương lai.

So sánh giá bán khí với các năng lượng khác



Nguồn: PV Gas và FPT S thu thập

Tuy nhiên, do phần lớn nguồn cung khí ở Việt Nam đều ưu tiên hàng đầu cho các nhà máy điện, đạ 2, phần còn lại mới cung cấp cho các hộ công nghiệp. Nên hệ thống phân phối khí qua đường ống tại PV Gas chỉ mới cung cấp một phần nhỏ cho các hộ tiêu dùng công nghiệp (chủ yếu tại khu vực phía Nam). Trong tương lai, với việc phát triển các dự án đường ống mới tại bể Nam Côn Sơn và bể Malay – Thổ Chu, chúng tôi tin rằng nguồn cung khí sẽ tăng dần cho hộ công nghiệp.

▪ **Tham vọng gia tăng sản lượng khí nhằm đáp ứng nhu cầu khí đang tăng nhanh**

Chiến lược phát triển ngành khí gắn liền với khu vực kinh tế trọng điểm tại miền Nam, trong đó:

- Tại khu vực Đông Nam Bộ, chiếm 76,5% sản lượng cung cấp (2011): bao gồm vùng tam giác kinh tế TP.HCM, Đồng Nai và Bà Rịa - Vũng Tàu, có 2 đường ống dẫn khí là: đường ống Bạch Hổ thuộc bể Cửu Long, khả năng vận chuyển 2 tỷ m³ khí/năm và đường ống Nam Côn Sơn 1 và 2, khả năng vận chuyển 7 tỷ m³ khí/năm.

- Tại khu vực Tây Nam Bộ, chiếm 23,5% sản lượng cung cấp (2011): bao gồm cụm khí, điện, đạm Cà Mau ở đồng bằng sông Cửu Long, có đường ống PM3 – Cà Mau và Lô B - Ô Môn với khả năng vận chuyển mỗi đường ống là 2 tỷ m³ khí/năm.

Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay - Thổ Chu là ba bể chính cung cấp khí tự nhiên cho thị trường miền Nam nói riêng và Việt Nam nói chung. Việc vận chuyển khí từ các bể sẽ thông qua 3 cụm đường ống hiện hữu là đường ống Bạch Hổ, một phần đường ống Nam Côn Sơn (Nam Côn Sơn 1) và đường ống PM3 – Cà Mau.

Hiện sản lượng khí chưa thể có sự gia tăng mạnh mẽ do việc khai thác chủ yếu đến từ các mỏ nhỏ, cộng thêm các đường ống hiện hữu đã hoạt động hết công suất. Trong mô hình dự báo sản lượng năm 2012, chúng tôi ước tính sản lượng cung cấp khí thiên nhiên của PV Gas, chỉ tăng nhẹ gần 4% từ 8,53 tỷ m³ lên 8,86 tỷ m³ (tương đương 309,81 triệu MMBTU lên 354,4 triệu MMBTU), nhờ bổ sung thêm nguồn khí lô Hải Thạch - Mộc Tinh (5.2/5.3) thuộc bể Nam Côn Sơn.

Dự phóng sản lượng khí cung cấp năm 2012 tại PV Gas

Cung, cầu khí (MMBTU)	2011	2012	+/- (%)	Diễn giải
Bể Cửu Long	44.400.000	42.800.000	-3,60%	
Bể Nam Côn Sơn	234.800.000	248.800.000	5,96%	Tiếp nhận thêm nguồn khí mới Lô 5.2/5.3 Hải Thạch - Mộc Tinh
Bể Malay - Thổ Chu	62.000.000	62.800.000	1,29%	
Sản lượng cung cấp khí thiên nhiên	341.200.000	354.400.000	3,87%	
Trong đó:				
Nhà máy điện	298.000.000	296.000.000	-0,67%	
Nhà máy đạm	22.000.000	32.800.000	49,09%	Có thêm dự án Đạm Cà Mau
Công nghiệp	21.360.000	25.440.000	19,10%	Nhu cầu khí cho các hộ công nghiệp đang gia tăng

Nguồn: PV Gas và FPTTS dự báo

Về dài hạn, nhằm đáp ứng nhu cầu thiếu hụt khí cho điện ở khu vực Đông Nam Bộ. PV Gas sẽ phát triển các nguồn khí mới từ các dự án Hải Sư Trắng/Hải Sư Đen, Tê Giác Trắng, Hải Thạch Mộc Tinh, Lô B, Chim Sáo...đồng thời sẽ xây dựng thêm một nhà máy xử lý khí tại Cà Mau và hai hệ

thống đường ống dẫn khí còn lại là Nam Côn Sơn 2 và Lô B - Ô Môn. Nguồn cung khí tại PV Gas dự báo sẽ tăng trưởng bình quân 12% trong vòng 5 năm tới. Tương ứng nguồn cung khí sẽ tăng từ 8,86 tỷ m³ (tương đương 354,4 triệu MMBTU) năm 2012 lên 14,26 tỷ m³ (tương đương 570,4 triệu MMBTU) năm 2016.

Một thực tế cho thấy, trữ lượng khí Bạch Hổ thuộc bể Cửu Long đang giảm, dự kiến sẽ giảm dần từ 2016 và sau đó sẽ cạn kiệt từ 2025. PV Gas đã lập kế hoạch đưa vào khai thác các mỏ khí khác để bù lại lượng khí đang bị thiếu hụt. Cụ thể, (i). Xây dựng hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 để đưa khí từ hai mỏ Hải Thạch - Mộc Tinh, một phần của bể Nam Côn Sơn, đến các nhà máy điện ở khu vực Đông Nam Bộ, (ii). PV Gas sẽ xây dựng đường ống giữa khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ để vận chuyển khí từ bể Malay - Thổ Chu đến Đông Nam Bộ nhằm cân bằng cung, cầu khí tại khu vực này. Tuy nhiên, đây chỉ là giải pháp tạm thời vì trữ lượng khí tại khu vực Tây Nam Bộ cũng sẽ cạn từ 2024. Vì vậy, cùng với việc phát triển các nguồn khí trong nước, PV Gas đang khẩn trương triển khai dự án nhập khẩu khí LNG² (khí thiên nhiên hóa lỏng hay còn gọi là khí thiên nhiên) từ Qatar, Úc... để bổ sung thêm nguồn khí cung cấp trong nước. Theo kế hoạch của PV Gas thì đầu năm 2015, sản lượng khí LNG nhập khẩu là 1,5 tỷ m³ (tương đương 60 triệu MMBTU). Đây là giải pháp thực sự cấp thiết để bù đắp cho lượng khí bị thiếu hụt trong những năm tới.

Cung, cầu khí giai đoạn 2012 – 2016

Cung, cầu khí (MMBTU)	2012	2013	2014	2015	2016	Tổng cộng
Sản lượng cung cấp khí	354.400.000	420.000.000	426.000.000	509.200.000	570.400.000	2.280.000.000
Bể Cửu Long	42.800.000	64.800.000	54.400.000	48.000.000	43.600.000	253.600.000
Bể Nam Côn Sơn	248.800.000	272.400.000	283.200.000	340.000.000	307.200.000	1.451.600.000
Bể Malay - Thổ Chu	62.800.000	80.000.000	80.000.000	111.600.000	200.400.000	534.800.000
Thái bình- Hàm Rồng		2.800.000	8.400.000	9.600.000	19.200.000	40.000.000
Nhu cầu tiêu thụ khí	446.800.000	456.000.000	485.200.000	564.000.000	646.800.000	2.598.800.000
Nhà máy điện	364.400.000	367.600.000	378.000.000	433.200.000	501.600.000	2.044.800.000
Nhà máy đạm	42.800.000	42.800.000	42.800.000	42.800.000	42.800.000	214.000.000
Công nghiệp	39.600.000	45.600.000	64.400.000	88.000.000	102.400.000	340.000.000
Thiếu hụt	(92.400.000)	(36.000.000)	(59.200.000)	(54.800.000)	(76.400.000)	(318.800.000)
Thiếu hụt (Quy đổi m³)	(2,31)	(0,90)	(1,48)	(1,37)	(1,91)	(7,97)

Nguồn: PV Gas và FPTSS dự báo

² LNG là khí thiên nhiên được hóa lỏng khi làm lạnh sâu đến âm 162°C sau khi đã loại bỏ các tạp chất.

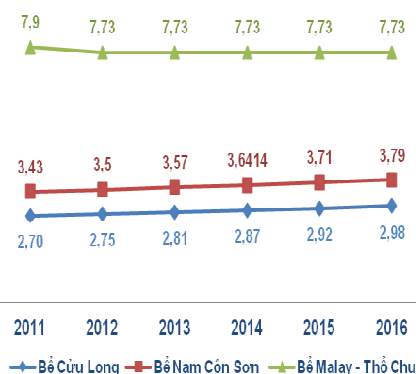
▪ Lộ trình tăng giá bán khí có ý nghĩa rất quan trọng đối với PV Gas

Hợp đồng mua bán khí tại PV Gas được xác định giá theo bể, trong đó giá khí đầu vào từ bể Cửu Long và Nam Côn Sơn được thỏa thuận giữa PV Gas và các chủ mỏ, còn giá khí của Bể Malay - Thổ Chu được tính theo giá dầu FO (bằng 46% giá dầu FO). Theo ước tính của chúng tôi, giá khí đầu vào của PV Gas chỉ tăng khoảng 2%/năm từ 2012 đến 2016, áp dụng cho 2 bể Cửu Long và Nam Côn Sơn, trong khi đó giá khí bán ra sẽ được tăng theo lộ trình, với mức tăng trung bình là 4%/năm cho mỗi bể. Nguyên nhân tốc độ tăng giá bán cao hơn tốc độ tăng giá đầu vào là do: (i). Giá đầu vào của mỗi bể được ký dài hạn theo sự thỏa thuận tăng giá là 2% mỗi năm, (ii). Giá bán được PV Gas áp dụng theo những biểu giá khác nhau đối với từng bể cho từng đối tượng khách hàng. Đối với nguồn khí từ bể Cửu Long và Nam Côn Sơn, giá bán cho các nhà máy điện và nhà máy đạm thường thấp hơn so với giá bán cho các hộ công nghiệp.

So với giá bán khí tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn thì giá bán khí từ bể Malay – Thổ Chu được tính khá linh hoạt, dựa trên giá đầu vào của PV Gas cộng với phí vận chuyển (năm 2012 phí vận chuyển ước tính là 1,17 USD/MMBTU).

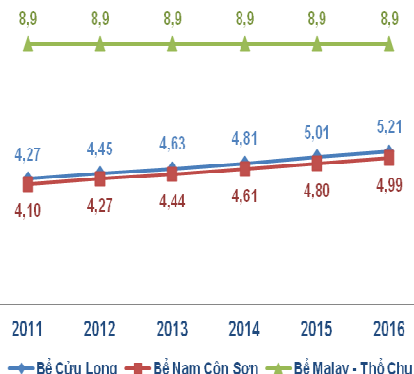
Lộ trình tăng giá khí như trên có ý nghĩa rất quan trọng đối với PV Gas nhằm tạo lợi nhuận thặng dư và là nguồn lực để đầu tư cho các dự án chiến lược trong tương lai. Với chính sách giá này, chúng tôi tin rằng biên lợi nhuận gộp khí sẽ tăng dần qua các năm.

Giá đầu vào theo từng bể



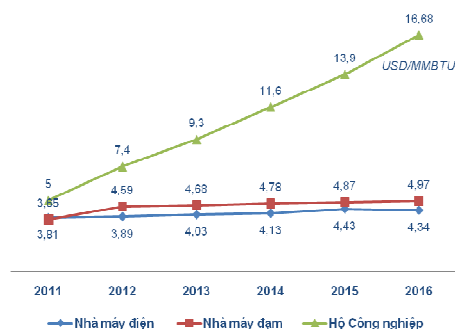
Nguồn: PV Gas và FPTS dự phóng

Giá bán theo từng bể



Nguồn: PV Gas và FPTS dự phóng

Giá bán khí cho từng đối tượng khách hàng tại PV Gas



Ghi chú: Giá bán áp dụng cho nhà máy điện được tính theo giá trung bình cho phần sản lượng trong bao tiêu và trên bao tiêu

▪ Kết quả kinh doanh năm 2012 kỳ vọng khả quan và triển vọng tăng trưởng hoạt động kinh doanh

Trong mô hình dự phóng của chúng tôi, cho thấy PV Gas hoàn toàn có thể vượt xa kế hoạch về doanh thu và lợi nhuận trước thuế. Nhờ sự kết hợp giữa tăng sản lượng khí khi đưa thêm nguồn khí mới vào khai thác tại các lô Hải Thạch – Mộc Tinh (5.2 và 5.3) tại bể Nam Côn Sơn năm 2012 và tăng giá bán theo lộ trình tăng giá khí được áp dụng kể từ ngày 01/03/2011 ở hầu hết các mảng hoạt động. Theo đó, lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ năm 2012 dự kiến có thể đạt 7.169 tỷ đồng, tương đương EPS là 3.783 đồng/cổ phiếu.

Khả năng thực hiện kế hoạch 2012 của PV Gas

Các chỉ tiêu kinh doanh 2012	Kế hoạch 2012	Thực hiện 2012	+/- (%)
Doanh thu hợp nhất (triệu đồng)	55.168.000	64.982.849	17,79%
Lợi nhuận trước thuế hợp nhất (triệu đồng)	6.437.000	9.379.333	45,71%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ (triệu đồng)	5.285.000	7.169.133	35,64%
EPS (đồng)	2.789	3.783	35,64%

Nguồn: PV Gas và FPTTS dự phóng

Tuy nhiên so với 2011, doanh thu chỉ tăng 2,61% và lợi nhuận trước thuế thì tăng mạnh 22,04% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do: (i). Doanh thu khí vẫn tăng trưởng tốt do việc tăng giá bán cùng với tăng sản lượng trong năm đã bù đắp phần nào doanh thu LPG sụt giảm do sức tiêu thụ LPG trong công nghiệp giảm sút; (ii). Giá bán ở hầu hết các mảng hoạt động của PV Gas đều tăng góp phần đưa mức tỷ suất lợi nhuận gộp chung tăng từ 16,33% lên 18,19% trong năm 2012.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2012 tại PV Gas

Doanh thu (Triệu đồng)	Hạng mục chính	2011	2012	+/- (%)
	Khí thiên nhiên	32.430.660	38.022.985	17,24%
	LPG	28.626.710	23.649.255	-17,39%
	Condensate	297.170	356.874	20,09%
	Vận chuyển Khí thiên nhiên và Condensate	1.978.359	2.953.734	49,30%
	Tổng cộng	63.332.899	64.982.849	2,61%
Lợi nhuận gộp (Triệu đồng)	Hạng mục chính			
	Khí thiên nhiên	5.517.620	7.066.566	28,07%
	LPG	3.233.050	1.954.058	-39,56%
	Condensate	112.470	171.738	52,70%
	Vận chuyển Khí thiên nhiên và Condensate	1.481.510	2.626.337	77,27%
	Tổng cộng	10.344.650	11.818.699	14,25%

Tỷ suất lợi nhuận gộp		16,33%	18,19%	11,35%
Lợi nhuận trước thuế		7.685.699	9.379.334	22,04%
Lợi nhuận sau thuế		5.912.689	7.169.134	21,25%
EPS		3.120	3.783	21,25%

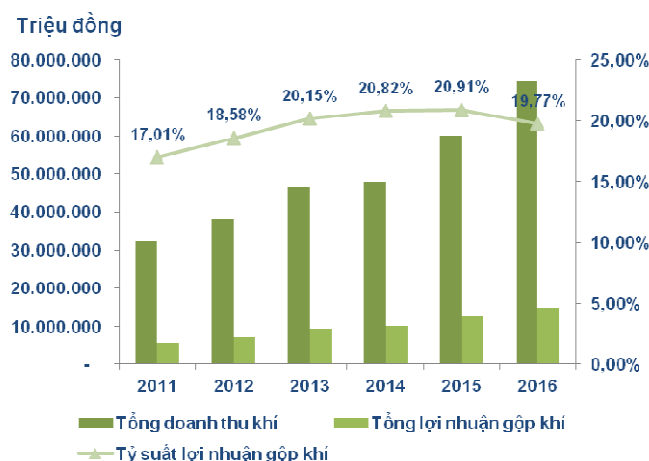
Ghi chú: Kết quả kinh doanh trên chỉ ghi nhận các mảng hoạt động chính tại PV Gas

Nguồn: PV Gas và FPTTS dự phóng

1. Hoạt động kinh doanh khí

Trong giai đoạn 2012 - 2016, doanh thu và lợi nhuận gộp khí của PV Gas tiếp tục tăng cao bởi (i). Nhu cầu ngày càng gia tăng từ các khách hàng là nhà máy điện (dự kiến thêm 8 nhà máy điện có định hướng sử dụng khí), nhà máy đạm (thêm nhà máy Đạm Cà Mau), hộ công nghiệp (cầu đang cao hơn cung là 1,59 lần theo khảo sát từ PV Gas), (ii). Sản lượng khí cung cấp đang tăng dần theo kế hoạch đầu tư các dự án mới giai đoạn 2012 – 2016, (iii). Tốc độ tăng giá bán tăng nhanh hơn giá khí đầu vào sẽ giúp cho tỷ suất lợi nhuận gộp tăng dần qua các năm.

Dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp khí giai đoạn 2012 - 2016



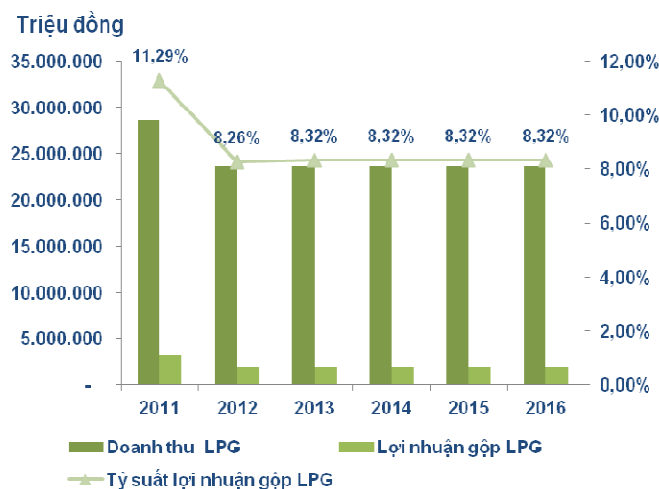
Nguồn: PV Gas và FPTTS dự phóng

2. Hoạt động kinh doanh LPG

Hiện PV Gas chiếm 70% thị phần sản lượng cung cấp trong cả nước. Hàng năm, PV Gas cung cấp ra thị trường từ 1 triệu đến 1,2 triệu tấn LPG, trong đó LPG tự sản xuất từ nguồn Dinh Cố trên dưới 250.000 tấn/năm, nhà máy lọc dầu Dung Quất (công suất là 300.000 tấn LPG/năm) và phần còn lại là nhập khẩu.

Theo mô hình dự báo kết quả kinh doanh LPG, giai đoạn 2012 – 2016, chúng tôi dự phóng sản lượng LPG trong những năm tới dựa trên thị phần LPG của PV Gas. Chúng tôi giả định sản lượng vẫn duy trì ở mức 70% thị phần LPG toàn quốc cho giai đoạn 2012 - 2016.

Dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp LPG giai đoạn 2012 - 2016



Nguồn: PV Gas và FPTTS dự phóng

Với mô hình dự báo này, chúng tôi nhận thấy xu hướng tỷ suất lợi nhuận gộp LPG sẽ giảm dần và tiệm cận ở mức trung bình 8% trên doanh thu. Do giá vốn LPG tự sản xuất mặc dù thấp hơn giá vốn LPG nhập khẩu và nhà máy lọc dầu Dung Quất nhưng sản lượng tự sản xuất tại nhà máy xử lý khí Dinh Cố ổn định trong khi đó sản lượng cung cấp LPG từ nguồn nhập khẩu và nhà máy lọc dầu Dung Quất đang tăng dần. Chúng tôi dự phóng giá vốn hàng bán LPG do PV Gas tự sản xuất là 700 USD/tấn do giá khí đầu vào tự sản xuất thường thấp hơn giá LPG mua ngoài và thường ổn định. Giá bán áp dụng cho LPG tự sản xuất và LPG mua ngoài sẽ bằng nhau và sẽ bằng giá CP³ giao dịch trên thế giới cộng với giá premium⁴, sau khi trừ các chi phí mức premium đối với LPG khoảng 35 USD/tấn.

3. Hoạt động Condensate

Cùng với LPG, sản lượng Condensate⁵ của Nhà máy Dinh Cố sản xuất sẽ được duy trì ở mức trên 50.000 tấn mỗi năm. Condensate được sản xuất bằng việc xử lý nguồn khí ẩm từ bể khí Cửa Long tại nhà máy xử lý khí Dinh Cố. Condensate thương phẩm sẽ được sử dụng làm nguyên liệu chính để sản xuất xăng và được bán cho Tổng Công ty Dầu Việt Nam (PV Oil) theo mức giá cố định trong hợp đồng dài hạn từ nay đến hết năm 2013.

Do hạn chế về công suất của Nhà máy Dinh Cố và dựa trên giả định của chúng tôi là khí đồng hành từ bể Cửa Long sẽ giảm nhẹ từ 2016. Vì vậy, chúng tôi dự báo PV Gas sẽ sản xuất ổn định với sản lượng khoảng 58.000

³ Giá CP là giá giao dịch được thực hiện theo hợp đồng mua bán giữa các công ty kinh doanh gas đầu mối và PV Gas, giá CP được căn cứ trên giá công bố vào mỗi cuối tháng trên thị trường thế giới. Giá CP được ấn định cho cả tháng trong trường hợp các công ty ký hợp đồng mua định kỳ (hợp đồng term) với PV Gas. Giá CP được tham chiếu từ giá nhập khẩu của PV Gas mua Gas từ Công ty Saudi Aramco - Nhà xuất khẩu dầu thô lớn nhất thế giới thuộc sở hữu nhà nước Ả rập Xê út. Đây là mức giá chuẩn áp dụng đối với Trung Đông bán LPG (Gas) cho khu vực châu Á.

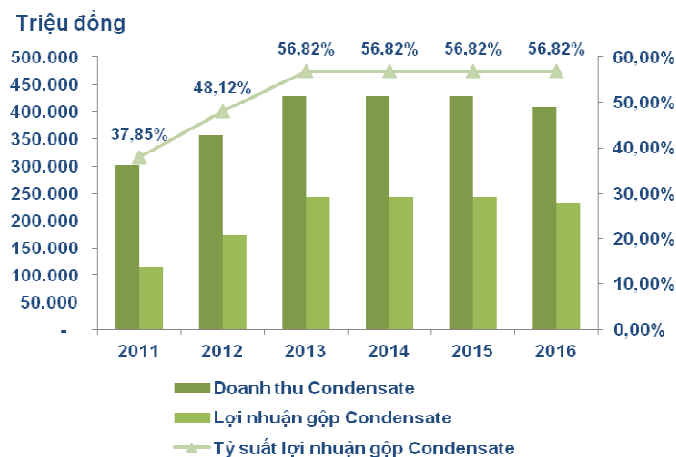
⁴ Giá premium bao gồm: cước vận chuyển, bảo hiểm, chi phí quản lý, sản xuất, các loại phí khác và một phần lợi nhuận hoạt động của PV Gas

⁵ Condensate chủ yếu được sử dụng để sản xuất xăng, dung môi công nghiệp và làm nguyên liệu cho tổ hợp hóa dầu.

tấn Condensate/năm trước khi giảm dần từ năm 2016.

Trong mô hình dự báo, chúng tôi thấy rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của Condensate sẽ tăng dần do giá bán Condensate bình quân theo hợp đồng dài hạn đang tăng theo sát giá thị trường. Năm 2012 giá bán là 293 USD/ tấn và 2013 giá bán là 352 USD/tấn.

Dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp Condensate giai đoạn 2012 - 2016



Nguồn: PV Gas và FPTS dự phóng

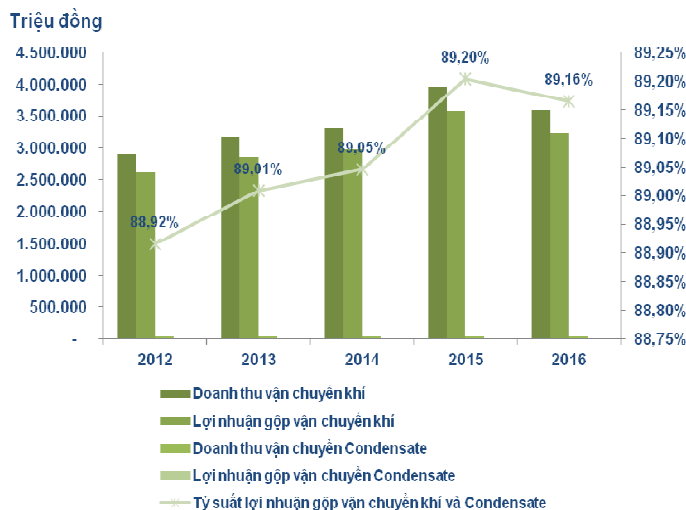
4. Hoạt động vận chuyển khí và Condensate

Hiện PV Gas đang sở hữu 3 đường ống: đường ống Bạch Hổ (100%vốn), đường ống Nam Côn Sơn (góp vốn 51% với các chủ mô khác), đường ống PM3 - Cà Mau (100%vốn). Vì vậy PV Gas có thêm nguồn thu từ việc vận chuyển vào các trạm tiếp nhận và phân phối trên đất liền qua các đường ống dẫn khí. Cước phí vận chuyển qua đường ống Bạch Hổ và đường ống PM3 - Cà Mau được cộng vào giá bán khí, khác với đường ống Nam Côn Sơn được ghi nhận riêng trên báo cáo kết quả kinh doanh. Như vậy, việc ghi nhận doanh thu hoạt động này chủ yếu do sản lượng tiêu thụ khí tại bể Nam Côn Sơn.

Mặc dù doanh thu vận chuyển khí chỉ chiếm hơn 4% trên tổng doanh thu nhưng do biên lợi nhuận gộp khá cao, trung bình trên 88% nên mảng hoạt động này đóng góp đến hơn 22% cơ cấu lợi nhuận gộp của PV Gas.

Trong dự phóng kết quả kinh doanh vận chuyển khí và Condensate, chúng tôi nhận thấy giá vốn hàng bán của mảng vận chuyển chủ yếu là chi phí khấu hao hệ thống đường ống. Trong khi đó, sản lượng khí qua các đường ống đang tăng dần sẽ giúp phí vận chuyển bình quân tăng. Giá phí vận chuyển đường ống Nam Côn Sơn hiện nay đang áp dụng là 1,09 USD/MMBTU. Giá khí vận chuyển qua đường ống PM3 - Cà Mau khoảng 1,17 USD/MMBTU.

Dự phóng tỷ suất lợi nhuận gộp vận chuyển khí và Condensate giai đoạn 2012 - 2016



Nguồn: PV Gas và FPTS dự phóng

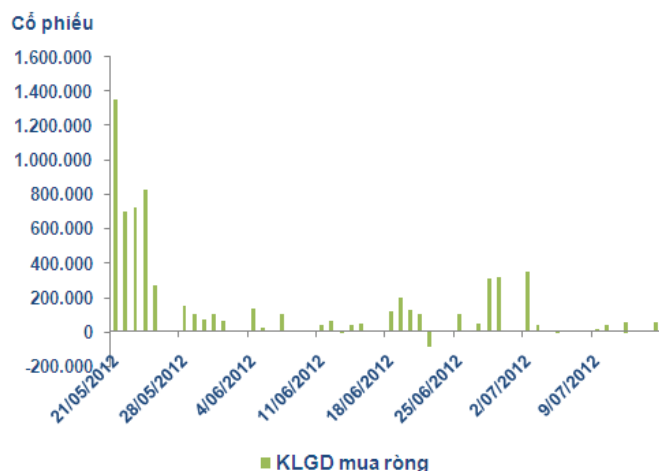
▪ PV Gas - Cổ phiếu có vốn hóa lớn ảnh hưởng đến VN-Index

Với giá trị vốn hóa đang lớn nhất hiện nay (hơn 73.905 tỷ đồng) tương ứng chiếm khoảng 11,73% tổng giá trị vốn hóa của sàn HOSE. Ngay sau khi chào sàn PV Gas đã nhận được nhiều sự quan tâm của các nhà đầu tư tổ chức Thực tế, cổ phiếu PV Gas đã thu hút dòng tiền của khối ngoại, khi khối này đã mua ròng hơn 259,32 tỷ đồng cổ phiếu PV Gas (thống kê đến thời điểm thực hiện báo cáo 30/07/2012). Diễn biến giao dịch liên tục mua ròng của khối ngoại là sự khởi đầu cho kỳ vọng cổ phiếu này sẽ được đưa vào rổ cổ phiếu của các Quỹ ETF⁶. Tuy nhiên, trong ngắn hạn chúng tôi cũng xin lưu ý thêm, khả năng các Quỹ ETF chưa thể đưa PV Gas vào danh mục để tính chỉ số do tỷ lệ cổ phiếu lưu hành của PV Gas khá thấp, khoảng 2,97% (ETF chỉ xem xét đưa vào danh mục các cổ phiếu có tỷ lệ lưu hành trên 5% để tính Index).

Về dài hạn, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm cổ phiếu PV Gas tiếp tục ảnh hưởng lớn đến chỉ số VNI-Index và nhiều khả năng các Quỹ ETF sẽ có những điều chỉnh về mã, tỷ trọng các mã trong danh mục để đảm bảo nguyên tắc bám sát diễn biến của chỉ số. Nếu kịch bản này diễn ra, thì việc đưa cổ phiếu PV Gas vào rổ chỉ số là điều hoàn toàn có thể xảy ra.

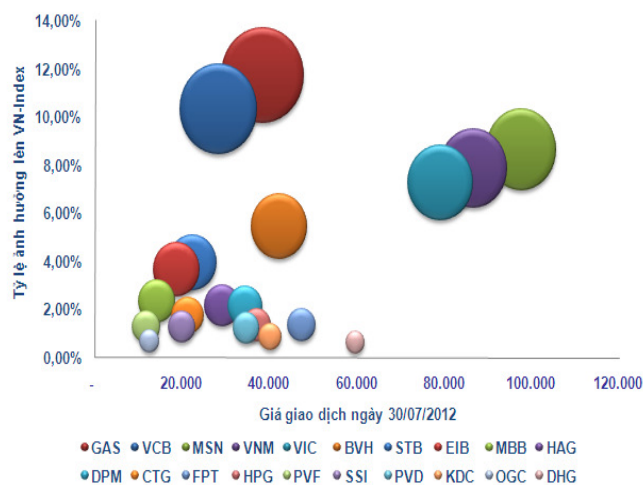
⁶ Quỹ ETF là quỹ đầu tư mô phỏng chỉ số, Quỹ này sẽ sử dụng chỉ số chuẩn xây dựng bởi MSCI và tìm kiếm kết quả đầu tư dựa trên việc mô phỏng lại các chỉ số.

Thống kê giao dịch cổ phiếu PV Gas của nhà đầu tư nước ngoài trong những tháng gần đây



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Tỷ trọng top 20 mã cổ phiếu có giá trị vốn hóa lớn trong VN-Index



Nguồn: FPTTS tổng hợp

Các thách thức của PV Gas

- **Nhu cầu khí của ngành điện tăng cao mở ra tiềm năng tăng trưởng lớn nhưng cũng là thách thức cho PV Gas do đòi hỏi vốn đầu tư cao để phát triển cơ sở hạ tầng và hệ thống đường ống**

Trong 5 năm (2012 - 2016), tổng giá trị thực hiện đầu tư của PV Gas dự kiến hơn 64.500 tỷ đồng, tập trung vào các dự án đầu tư xây dựng cơ sở hạ tầng, phát triển thị trường phân phối các sản phẩm khí, trong đó vốn đầu tư cho hệ thống đường ống chiếm tỷ trọng lớn trong vốn đầu tư cho toàn bộ cơ sở hạ tầng ngành công nghiệp khí (khoảng 50%). Với tổng kinh phí đầu tư khá cao đang đặt ra cho PV Gas nhiều thách thức. PV Gas không thể chỉ dựa vào nguồn vốn chủ sở hữu để tài trợ cho các dự án trong tương lai. Điều này đồng nghĩa PV Gas phải tìm kiếm các nguồn lực tài chính khác đến từ vốn vay. Theo chúng tôi ước tính, cơ cấu vốn vay mục tiêu có thể lên đến 70:30 (Nợ /Vốn CSH). Thông thường, các công ty thuộc ngành dầu khí có tỷ lệ đòn bẩy cao so với các ngành kinh tế khác do việc đầu tư vào tài sản cố định lớn. Tuy nhiên việc duy trì mức đòn bẩy cao sẽ có những rủi ro nhất định như: (i). Dòng tiền dễ tổn thương khi phụ thuộc quá nhiều vào doanh số bán hàng để trả lãi vay và các khoản nợ, (ii). Việc phụ thuộc vào vốn vay cũng đồng nghĩa với mức độ rủi ro lãi suất rất cao. Lãi suất vay tăng cao trong những giai đoạn nhất định sẽ làm tăng chi phí tài chính ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh.

- **Tình trạng thiếu khí từ nguồn lực sản xuất trong nước có thể dẫn đến nguồn khí đang bị khai thác quá mức để đáp ứng cho nhu cầu sản xuất điện, đạm**

Nguồn khí ở khu vực Đông Nam bộ đang được Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) huy động tối đa để phát điện với công suất gấp đôi công suất cung cấp khí được PV Gas cam kết. Trong khi đó, PV Gas lại đang cam kết cung cấp

khí cho các nhà máy điện, đằm ở khu vực Phú Mỹ, tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu theo dạng hợp đồng bao tiêu, cung cấp khí lâu dài. Nếu khai thác quá nhiều ở giai đoạn này thì cuối đời mỏ sẽ bị cạn kiệt khí, khi đó PV Gas sẽ bị phạt vì không thực hiện được cam kết giao đủ khí cho bên mua. Theo tính toán sơ bộ, nếu bị phạt PV Gas sẽ thiệt hại hơn 1 tỷ USD cho riêng các hợp đồng sản xuất điện và đằm.

▪ **Giá LNG thấp hơn từ 70 - 80% so với LPG và rẻ hơn 90 - 95% so với FO nhưng vẫn khó thâm nhập thị trường bởi chính sách khống chế giá bán ra quá thấp so với giá nhập khẩu**

Mặc dù giá LNG thấp hơn so với nhiều nhiên liệu khác và có khả năng thay thế các nhiên liệu như dầu FO, LPG bởi tính kinh tế và thân thiện với môi trường, nhưng với mức giá bán giao động từ 5 đến 7 USD/MMBTU mà PV Gas đang áp dụng đối với các nhà máy điện trong nước, thấp hơn nhiều mức 16 USD/MMBTU của giá nhập khẩu, thì khả năng gia tăng sản lượng khí LNG cung cấp cho điện trong thời gian tới là rất thấp. Hơn nữa, với chủ trương tiếp tục giữ giá bán buôn điện ở mức thấp của Chính phủ, PV Gas chắc chắn cũng sẽ gặp rất nhiều khó khăn trong lộ trình đưa giá bán khí cho điện tiếp cận với mức giá khí thế giới.

❖ DỰ PHÓNG HỢP NHẤT

Chúng tôi trình bày những dự phóng quan trọng nhất dựa trên tổng hợp nhiều thông tin do công ty cung cấp cũng như những giả thiết chúng tôi có được về các lĩnh vực chính:

- Chúng tôi dự phóng sản lượng, giá đầu vào, giá bán...để tính được doanh thu và lợi nhuận gộp cho từng mảng hoạt động. Chúng tôi chỉ tập trung tính toán đến 4 mảng hoạt động chính của PV Gas hiện nay là: hoạt động kinh doanh Khí thiên nhiên, hoạt động kinh doanh LPG, hoạt động kinh doanh Condensate, vận chuyển khí và Condensate.

- Thu nhập từ hoạt động tài chính trong kỳ căn cứ vào số tiền nhàn rỗi làm phát sinh thu nhập tài chính. Chi phí tài chính chủ yếu là chi phí lãi vay dựa theo cơ cấu vay nợ từng năm. Các khoản mục khác như lãi/lỗ tỷ giá, lãi/lỗ đầu tư sẽ không đưa vào dự phóng dòng tiền do số liệu biến động thất thường theo hoạt động từng năm.

- Chi phí bán hàng, với đặc thù ngành là các chi phí cho hoạt động quảng bá, giới thiệu sản phẩm là không đáng kể so với các ngành sản xuất khác (như ngành tiêu dùng) nên chi phí bán hàng ước tính sẽ dao động quanh mức trung bình 2% (làm tròn số) trên doanh thu. Đây cũng là mức chi phí trung bình trong 3 năm gần đây.

- Chi phí quản lý doanh nghiệp theo dự phóng của chúng tôi sẽ giữ ở mức cân bằng như trong năm 2011 cho giai đoạn 2012-2013 sau đó sẽ giảm dần do phân bổ chi phí lợi thế kinh doanh đã hết. Chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng nhỏ trên doanh thu thuần do đặc thù khí có tính tự động hóa cao, dẫn đến yêu cầu số lượng lao động trên đơn vị sản phẩm thấp. Nguyên nhân chi phí quản lý doanh nghiệp tăng mạnh từ năm 2011 là do: trích quỹ

phát triển công nghệ và phân bổ giá trị lợi thế kinh doanh trong 3 năm (năm 2011 là 568 tỷ đồng).

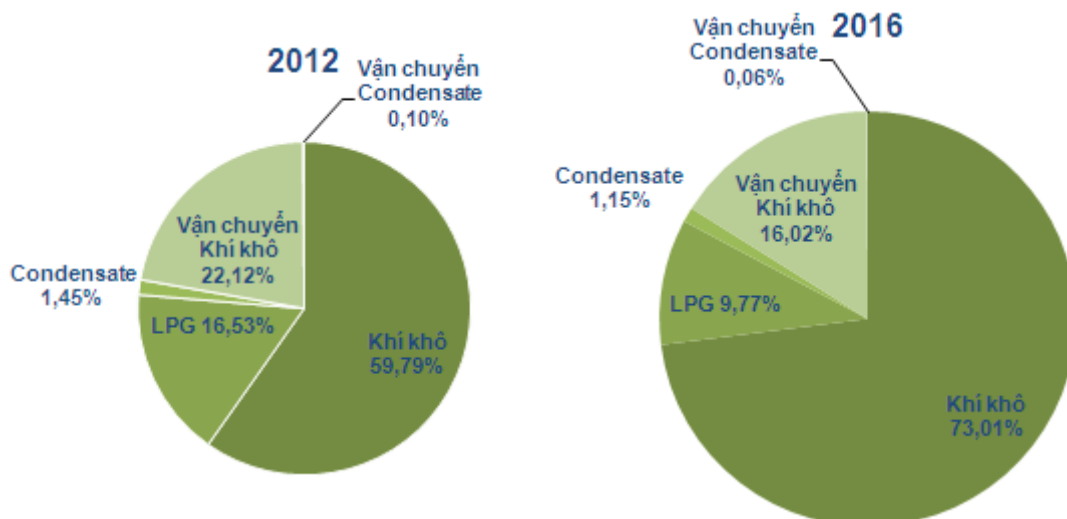
- Hoạt động kinh doanh hợp nhất không ghi nhận thu nhập từ công ty liên kết, thu nhập khác do các khoản thu nhập này thường bất thường và số tiền tương đối nhỏ so với quy mô của Công ty.

Dự phóng kết quả kinh doanh 2012 - 2016

Dự phóng 5 năm KQKD (Triệu đồng)	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	64.224.500	64.982.849	73.932.961	75.321.142	88.258.019	102.101.157
Giá vốn hàng bán	53.659.795	53.164.150	59.451.518	60.149.111	69.881.173	81.950.636
Lợi nhuận gộp	10.564.705	11.818.699	14.481.443	15.172.031	18.376.846	20.150.520
Doanh thu hoạt động tài chính	1.340.655	1.037.911	610.456	809.267	1.037.406	1.305.146
Chi phí tài chính	1.711.071	761.100	803.883	767.736	822.940	827.273
Chi phí bán hàng	1.233.655	1.104.708	1.256.860	1.280.459	1.500.386	1.735.720
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.611.468	1.611.468	1.611.468	1.044.468	1.044.468	1.044.468
Lợi nhuận từ HĐKD	7.349.166	9.379.333	11.419.687	12.888.634	16.046.457	17.848.206
Lợi nhuận trước thuế	7.685.699	9.379.333	11.419.687	12.888.634	16.046.457	17.848.206
Lợi nhuận sau thuế	6.420.494	7.784.846	9.478.341	10.697.566	13.318.560	13.386.155
Phân bổ cho cổ đông thiểu số	507.805	615.713	749.654	846.084	1.053.382	1.058.728
Phân bổ cho cổ đông công ty mẹ	5.912.689	7.169.133	8.728.687	9.851.482	12.265.178	12.327.427
EPS (VNĐ)	3.120	3.783	4.606	5.199	6.472	6.505

Nguồn: FPTIS dự phóng

Dự báo tỷ trọng lợi nhuận gộp từng mảng hoạt động kinh doanh tại PV Gas



Nguồn: FPTIS dự phóng

Kế hoạch đầu tư các Dự Án tại PV Gas

Chi tiết các Dự Án (Triệu đồng)	2012	2013	2014	2015	Tổng cộng
Các Dự Án Khí thiên nhiên					
Thu gom khí HST/TGT	396.000	-	-	-	396.000
Điểm dẫn khí thứ 2 tại NCS1	80.000	97.000	-	-	177.000
Đường ống Thái Bình – Hàm Rồng	368.000	735.000	339.000	-	1.442.000
Nâng cấp Rồng Đồi Mồi	210.000	840.000	-	-	1.050.000
Đường ống Nam Côn Sơn 2	2.580.000	14.907.000	7.196.000	2.618.000	27.301.000
Đường ống lô B-Ô Môn	1.091.000	3.214.000	2.250.000	5.250.000	11.805.000
NM xử lý khí Cà Mau	672.000	2.236.000	4.526.000	7.448.000	14.882.000
Các Dự Án LPG					
Kho chứa LPG Thị Vải	500.000	1.453.000	-	-	1.953.000
Các Dự Án LNG					
Kho cảng LNG 1MMT	70.000	1.935.000	1.658.000	1.855.000	5.518.000
Tổng cộng	5.967.000	25.417.000	15.969.000	17.171.000	64.524.000

Nguồn: PV Gas

❖ ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi đưa PV Gas vào danh sách cổ phiếu theo dõi với khuyến nghị lần đầu là **NẮM GIỮ** với giá mục tiêu là 41.200 đồng/cổ phiếu dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền và so sánh tương đối. Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền với tỷ trọng 50% và phương pháp so sánh P/E với tỷ trọng 50%. Mức giá này tương đương với mức P/E khoảng 10,89 lần so với trung bình ngành là 11 lần thì mức giá này khá sát với mức giá thị trường dự báo trong năm 2012.

Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	40.691	50%	20.346
P/E	41.615	50%	20.808
Giá bình quân		100%	41.153

Nguồn: FPTTS dự phóng

Tính toán của chúng tôi dựa trên một số thông tin đầu vào như sau:

▪ Lựa chọn mô hình

Hai phương pháp định giá được chúng tôi ưa chuộng là định giá theo dòng tiền và so sánh. Mỗi phương pháp sẽ có những ưu và nhược điểm khác nhau và việc sử dụng kết hợp cả 2 phương pháp có tính trọng số sẽ có độ tin cậy cao hơn làm cơ sở cho thước đo xác định giá trị doanh nghiệp.

- Thứ nhất, phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Việc sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền theo cách tính của FCFF là thích hợp bởi trong thời gian tới PV Gas sẽ sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính để tài trợ cho các dự án mới với tổng kinh phí đầu tư ước tính lên đến hơn 64.500 tỷ đồng. Mô hình này phù hợp với những công ty có đòn bẩy tài chính cao, hoặc đang trong quá trình thay đổi đòn bẩy tài chính. Cách tiếp cận FCFF là phương pháp tốt nhất để định giá. Việc tính FCFF sẽ khó khăn hơn nhiều trong những trường hợp này do sự biến động gây ra bởi các khoản thanh toán nợ (hay phát hành nợ mới), và giá trị vốn chủ sở hữu, chỉ là một phần nhỏ trong tổng giá trị công ty, sẽ nhạy cảm hơn trước các giả định về tăng trưởng và rủi ro.

- Thứ 2, phương pháp so sánh tương đối

Hiện nay trên sàn niêm yết không có doanh nghiệp trong ngành có quy mô lớn, tương tự như PV Gas. Do vậy, chúng tôi tiến hành định giá theo phương pháp so sánh với Top 10 các công ty hoạt động kinh doanh khí trong khu vực châu Á, những nước này nằm trong vùng lân cận và có trình độ phát triển kinh tế tương tự với Việt Nam. Việc lọc ra Top các công ty hàng đầu trong khu vực này nhằm loại bỏ những công ty có quy mô nhỏ và có tỷ số tài chính đột biến. Hoạt động của những công ty lớn thường có xu hướng tăng trưởng ổn định và bền vững.

▪ Các giai đoạn chiết khấu và tốc độ tăng trưởng (g)

Theo phương pháp định giá FCFF, chúng tôi lựa chọn mô hình tăng trưởng ba giai đoạn với thời gian dự phóng kéo dài 15 năm nhằm đưa tối đa hiệu suất sử dụng nguồn khí trong thời gian tới. Trong quá trình tiến hành định giá, chúng tôi nhận thấy tốc độ tăng trưởng về doanh thu của PV Gas sẽ trải qua 3 giai đoạn tăng trưởng khác nhau. Giai đoạn 1 (2012-2016) có tốc độ tăng trưởng bình quân doanh thu cao nhất 9,71%, trong giai đoạn này điểm rơi các dự án sẽ tăng mạnh từ 2015. Đây là giai đoạn tăng trưởng nhanh vì theo kế hoạch đầu tư các dự án lớn của PV Gas sẽ đi vào hoạt động và có nguồn thu lớn từ năm 2015. Giai đoạn thứ 2 cho 10 năm tiếp theo sau năm 2016, có tốc độ tăng trưởng trung bình về doanh thu chậm hơn tương ứng 4,65% do hiệu suất sử dụng từ các dự án mới dần khai thác tối đa nguồn khí trong nước. Và giai đoạn cuối cùng từ năm 2026 trở đi, dòng tiền dự phóng sẽ bắt nguồn từ tốc độ tăng trưởng dài hạn của PV Gas khi nguồn cung trong nước bắt đầu chững lại và suy giảm, sản lượng nhập khẩu sẽ tăng mạnh dần và bù đắp sản lượng thiếu hụt trong nước.

- Trong giai đoạn 1 (2012-2016), chúng tôi dự phóng khá chi tiết kết quả kinh doanh trong giai đoạn này tương ứng cho ra kết quả doanh thu tăng trưởng trung bình hàng năm g_1 là 9,7%. Sau đó, dự báo dòng tiền ở từng góc độ lưu chuyển tiền trong hoạt động kinh doanh, hoạt động đầu tư và hoạt động tài chính.

Dự báo tốc độ tăng trưởng g₁ giai đoạn 2012 - 2016

Dự phóng 5 năm KQKD (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	g₁
Doanh thu thuần	64.982.849	73.932.961	75.321.142	88.258.019	102.101.157	9,71%
Giá vốn hàng bán	53.164.150	59.451.518	60.149.111	69.881.173	81.950.636	
Lợi nhuận gộp	11.818.699	14.481.443	15.172.031	18.376.846	20.150.520	
Doanh thu hoạt động tài chính	1.037.911	610.456	809.267	1.037.406	1.305.146	
Chi phí tài chính	761.100	803.883	767.736	822.940	827.273	
Chi phí lãi vay	761.100	803.883	767.736	822.940	827.273	
Chi phí bán hàng	1.104.708	1.256.860	1.280.459	1.500.386	1.735.720	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.611.468	1.611.468	1.044.468	1.044.468	1.044.468	
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	9.379.333	11.419.687	12.888.634	16.046.457	17.848.206	
Lợi nhuận trước thuế	9.379.333	11.419.687	12.888.634	16.046.457	17.848.206	
Thuế thu nhập doanh nghiệp	1.594.487	1.941.347	2.191.068	2.727.898	4.462.052	
Lợi nhuận sau thuế	7.784.846	9.478.341	10.697.566	13.318.560	13.386.155	
Phân bổ cho cổ đông thiểu số	615.713	749.654	846.084	1.053.382	1.058.728	
Phân bổ cho cổ đông công ty mẹ	7.169.133	8.728.687	9.851.482	12.265.178	12.327.427	
Lãi cơ bản trên mỗi cổ phiếu (VND)	3.783	4.606	5.199	6.472	6.505	

Nguồn: PV Gas và FPTS dự phóng

Dự báo dòng tiền hoạt động tại PV Gas giai đoạn 2012-2016

PHÂN TÍCH DÒNG TIỀN (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Lợi nhuận sau thuế	5.912.689	7.169.133	8.728.687	9.851.482	12.265.178
Khấu hao	2.892.343	2.003.501	4.765.123	4.765.874	6.582.653
Giá trị hao mòn lợi thế thương mại					
Chi phí lãi vay sau thuế	631.713	667.223	637.221	617.205	620.454
Trích lập quỹ đầu tư phát triển					
Trích lập quỹ dự phòng tài chính					
Trích lập quỹ phúc lợi khen thưởng					
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	9.436.746	9.839.857	14.131.030	15.234.561	19.468.285
Thay đổi vốn lưu động	-105.495	-612.199	-123.659	-838.057	-757.615
Thay đổi tồn kho	83.726	-134.248	-20.822	-194.047	-207.641
Thay đổi các khoản phải thu	-315.861	-1.000.754	-155.219	-1.446.533	-1.547.866
Thay đổi các khoản phải trả	126.641	522.802	52.382	802.524	997.892
Thay đổi tài sản ngắn hạn khác					
Chi phí đầu tư	-5.950.575	-27.675.428	-17.190.198	-18.564.424	-99.969
Đầu tư tài sản cố định	-5.925.575	-27.675.428	-17.190.198	-18.564.424	-99.969
Xây dựng cơ bản					
Bất động sản đầu tư					
Đầu tư tài chính dài hạn	-25.000				
Tài sản dài hạn khác					
Dòng tiền tự do tạo ra cho công ty (FCFF)	3.380.676	-18.447.770	-3.182.826	-4.167.919	18.610.702

Nguồn: PV Gas và FPTS dự phóng

- **Trong giai đoạn 2 (2017-2026)**, chúng tôi giả định công thức xác định g_2 được dựa trên chỉ tiêu tăng trưởng sản lượng khí trong dài hạn của PV Gas. Để xác định tổng cầu tiêu thụ khí trong giai đoạn này, chúng tôi xác định khả năng tiêu thụ khí đối với từng đối tượng tiêu thụ khí chính: (i). Các nhà máy điện tiêu thụ khí dựa trên dự báo của Tập Đoàn Điện lực về tổng nhu cầu điện qua từng giai đoạn và cơ cấu tiêu thụ khí thiên nhiên, khí LNG tương ứng với từng giai đoạn này, (ii). Các nhà máy đạm dùng khí sẽ tiêu thụ lượng khí không đổi do công suất thiết kế đã đáp ứng đủ nhu cầu tiêu thụ trong nước, việc không tăng thêm công suất, cũng đồng nghĩa với việc không tăng thêm nhu cầu về khí, (iii). Các hộ công nghiệp sẽ được cung cấp khí cuối cùng sau khi đã cung cấp đủ khí cho các nhà máy điện và đạm, (iv). Sản lượng khí cung cấp sẽ đến từ 2 nguồn: khí tự sản xuất trong nước và khí LNG nhập khẩu.

Chúng tôi chọn giai đoạn 2017 – 2026 làm cơ sở cho việc tính toán sản lượng dài hạn của PV Gas. Đây cũng là giai đoạn quan trọng trong chiến lược phát triển tổng thể ngành khí đã được phê duyệt theo Quyết định của Thủ Tướng ngày 30/03/2011. Ở đây, chúng tôi không xét đến việc tăng giá làm tiêu chí xác định đầu vào tăng trưởng dài hạn do: (i). Sau lộ trình tăng giá khí 2011 – 2016, giai đoạn tiếp theo PV Gas chỉ nhận về phí vận chuyển đường ống theo sự chỉ đạo từ PVN; (ii). Phí vận chuyển đường ống thường ít biến động, sau khi đã trừ các chi phí chiếm tỷ trọng lớn là chi phí khấu hao tài sản cố định và khấu hao chi phí vận hành thiết bị.

- **Trong giai đoạn 3 (sau 2026)**, chúng tôi giả định tăng trưởng hàng năm 3,97%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của PV Gas sẽ phụ thuộc vào sản lượng khí LNG nhập khẩu của PV Gas. Do giai đoạn này sản lượng khí trong nước hầu như ổn định, động lực tăng trưởng chính đến từ khí LNG nhập khẩu. Mục tiêu nhập khẩu khí LNG của PV Gas đến năm 2030 sẽ đạt 10 tỷ m^3 và cùng với nguồn khí trong nước, tổng sản lượng khí cung cấp cho thị trường điện chiếm 85% tổng sản lượng cung cấp.

Với các giả định như trên, g_2 và g_3 được xác định như sau:

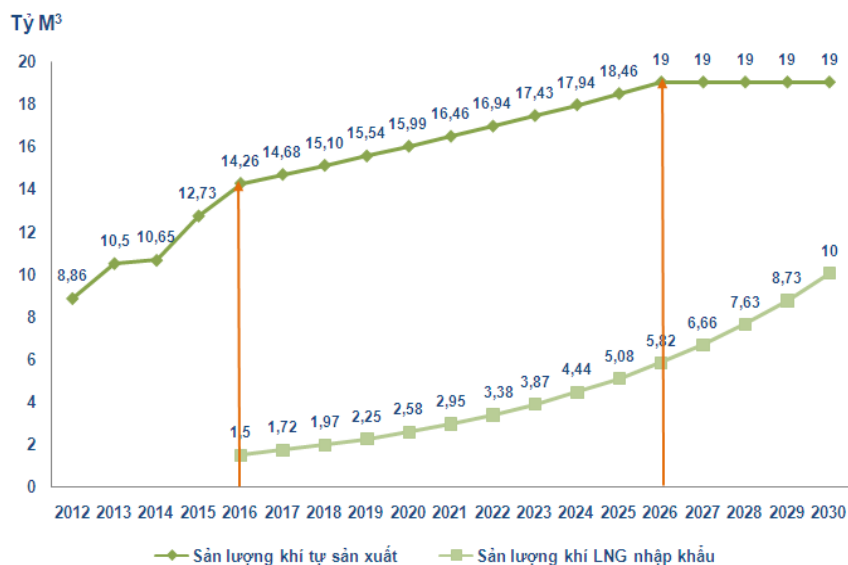
Dự báo tỷ lệ tăng trưởng dài hạn tại PV Gas

Chỉ tiêu	2011	2026	Sau 2026
Nhu cầu điện (Tỷ KWh)	108,9	329	695
Tổng nguồn cung khí trong nước	8,53	19,00	19,00
Tổng nguồn cung khí trong nước cho điện	7,11	16,15	16,15
Tỷ lệ khí cung cấp cho điện	83%	85%	85%
Sản lượng khí LNG nhập khẩu cho điện		5,82	10,00
Sản lượng khí cung cấp cho điện (m^3)	7,11	21,09	24,65
Sản lượng khí cung cấp cho đạm (m^3)	0,74	1,33	1,33
Sản lượng khí cung cấp cho hộ công nghiệp (m^3)	0,68	2,39	3,02
Tổng sản lượng khí qua các thời điểm	8,53	24,82	29,00
Tăng trưởng trung bình sản lượng khí giai đoạn 2016 – 2026 (g_2)		4,65%	
Tăng trưởng trung bình sản lượng khí sau 2026 đến dài hạn (g_3)			3,97%

Tổng hợp nguồn từ: Dự thảo về Tổng sơ đồ phát triển Điện lực quốc gia; Quy hoạch tổng thể phát triển ngành công nghiệp khí Việt

Nam giai đoạn đến năm 2015, định hướng đến năm 2025 và tính toán của FPT S

Ước tính sản lượng khí cung cấp giai đoạn 2016 – 2030



Nguồn: FPT tính toán

▪ Chi phí sử dụng vốn

PV Gas là cổ phiếu mới chào sàn vào thời điểm 21/05/2012, nghĩa là so với thời điểm thực hiện báo cáo, cổ phiếu chỉ mới giao dịch được hơn 1 tháng. Vì vậy khi áp dụng tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Re), chúng tôi không thể sử dụng công thức CAPM vì theo công thức này, sẽ chịu sự ảnh hưởng của hệ số beta. Trong khi đó, thời gian giao dịch của PV Gas trên thị trường quá ngắn không đủ độ dài để có thể tính beta chính xác. Nên việc tính Re được tính theo phương pháp gián tiếp, dựa trên chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của một công ty tương tự hoạt động trong ngành khí ở Mỹ, cộng với mức bù rủi ro quốc gia và mức bù rủi ro hối đoái. Theo tính toán của chúng tôi, với các giả định trên thì Re ở mức 18,8% và chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) của PV Gas ở mức 15,35%.

Ước tính chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu (Re) tại PV Gas

Chi phí vốn chủ sở hữu (Re)	Diễn giải
$E[r]_{VN}$: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	$=E[r]_{US} + RP_c + Rpe = 5,8\% + 6\% + 7\% = 18,8\%$
Trong đó:	
$E[r]_{US}$: Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu của C.ty hoạt động ở Hoa Kỳ đầu tư vào dự án ngành khí	$= \text{Lợi suất trái phiếu CPHK kỳ hạn 1 năm} + \text{Hệ số beta bình quân của C.ty hoạt động ở Hoa Kỳ đầu tư vào dự án ngành khí} \times \text{Mức bù rủi ro thị trường}$ $= 0,25\% + 0,96 \times (11,2\% - 5,41\%) = 5,8\%$
RP_c : Mức bù rủi ro quốc gia	6%
Rpe : Mức bù rủi ro hối đoái	7%

Nguồn: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> và FPT S ước tính

Ước tính chi phí sử dụng vốn (WACC) tại PV Gas

WACC	Ước tính
$E/(D+E) = w(e)$	56,90%
$D/(D+E) = w(d)$	43,10%
Chi phí nợ (Rd)	13,00%
Thuế suất (T)	17,00%
Chi phí sử dụng nợ sau thuế = $Rd*(1-T)$	10,79%
Chi phí vốn (Re)	18,80%
WACC = $Re * w(e) + Rd*(1-T)*w(d)$	15,35%

Nguồn: FPTTS ước tính

Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Đơn vị: Triệu VND, Triệu CP	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	2026F
FCFF (a)	3.380.676	-18.447.770	-3.182.826	-4.167.919	18.610.702	24.873.878
Thời gian dự phóng	15					
Suất chiết khấu (b)	1,15	1,33	1,53	1,77	2,04	8,51
Hiện giá của dòng tiền (c)=(a)/(b)	2.930.848	-13.865.110	-2.073.873	-2.354.389	9.114.048	2.921.388
Tổng hiện giá của dòng tiền (5 năm) (1)= Tổng các (c)	51.068.522					
Giá trị dòng tiền cuối (d)= FCFF (2016)*(1+g)/(WACC-g)	227.291.617					
Hiện giá của giá trị dòng tiền cuối(2)= (d)/(b)	26.694.952					
Tỷ trọng giá trị của dòng tiền cuối/ tổng giá trị các dòng tiền	34,33%					
Giá trị công ty (3)=(1)+(2)	77.763.474					
Nợ (4)	11.016.716					
Tiền và các chứng khoán ngắn hạn (5)	10.362.530					
Giá trị vốn chủ sở hữu (6)=(3)-(4)+(5)	77.109.288					
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP) (7)	1.895					
Giá trị nội tại (8)=(6)/(7)	40.691					

Nguồn: FPTTS dự phóng

Tóm tắt định giá theo phương pháp so sánh

STT	Tên công ty	Mã cổ phiếu	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (Tỷ USD)	P/E hiện tại	ROE
1	CNOOC, Ltd	CEO	China	86,20	7,80	29,40%
2	Reliance Industries Ltd	RELI.NS	India	49,15	17,47	15,80%
3	PetroChina Co Ltd	NYSE: PTR	China	25,20	10,40	13,50%
4	Woodside Petroleum Ltd	WPL:AU	Ustralia	24,96	12,71	12,69%
5	Inpex Corp	1605:JP	Japan	19,89	8,10	9,30%
6	PTT Exploration and Production Public	PTTEP	Thai Land	17,93	11,00	28,10%
7	Petronas Chemicals Group Bhd	PCGB.KL	Malaysia	16,44	13,43	21,90%
8	Santos Limited	STO.AX	Australia	9,91	12,25	28,09%

9	Oil and Natural Gas Corporation	ONGC.NS	India	5,16	10,51	22,21%
	Trung vị			19,89	11,00	21,90%
	PV Gas			3,48		28,67%

Nguồn: The Top 10 Asia Pacific Oil and Gas Companies từ globalbusinessinsights.com và FPTS dự phóng

Diễn giải khuyến nghị :**▪ Đánh giá về giá trị cổ phiếu**

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng. **Các thang điểm từ mức 5 (mua mạnh với mức giá thị trường hiện tại) đến mức 1 (bán mạnh với mức giá thị trường hiện tại).**

Đánh giá về giá cổ phiếu	Diễn giải
5/5	Mua mạnh - Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 25%
4/5	Mua - Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10% đến 25%
3/5	Nắm giữ - Nếu giá mục tiêu trong biên độ +/-10% giá thị trường
2/5	Bán - Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10% đến 25%
1/5	Bán mạnh - Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 25%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích và FPTTS không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Các thông tin có liên quan đến các chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội Việt Nam
ĐT: (84,4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84,4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh**

31 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái
Bình, Tp, Hồ Chí Minh Việt Nam
ĐT: (84,8) 6 290 8686
Fax: (84,8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng Việt Nam
ĐT: (84,511) 3553 666
Fax: (84,511) 3553 888