

**Tổng Công Ty Khí Việt Nam (Hose: GAS)**
**Ngành: Phân phối khí đốt tự nhiên**
**Cập nhật ngày: 03/07/2013**
**Trần Thị Thủy Tiên**

Chuyên viên phân tích

 Email: [tienttt@fpts.com.vn](mailto:tienttt@fpts.com.vn)

Điện thoại : (84) – 8 6290 8686 – Ext : 8928

**Diễn biến giá cổ phiếu GAS**

**Thông tin giao dịch**
**03/07/2013**

Giá hiện nay (đ/cp)	60.500
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	65.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	32.000
Số lượng CP niêm yết (CP)	1.850.000.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	1.850.000.000
KLGD bình quân 10 phiên	540.424
% sở hữu nước ngoài	1,99
% giới hạn sở hữu nước	49,00
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	18.950
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	114.647

**Chỉ tiêu (tỷ đồng)**
**2012**
**2013F**

Doanh thu thuần	68.301	63.517
Lợi nhuận gộp	14.906	16.888
Lợi nhuận trước thuế	12.350	15.080
Lợi nhuận sau thuế	10.101	12.216
Tỷ lệ lãi gộp	21,8%	26,6%
Tỷ lệ lãi sau thuế	14,8%	19,2%
EPS (đồng/cp)	5.175	6.292
P/E	7,5	10,35
ROE (%)	37,51%	38,06%

**Danh sách cổ đông**
**Tỷ lệ (%)**

Vốn góp Nhà nước (PVN)	96,72
Nhà đầu tư nước ngoài	1,99
Cổ đông khác	1,29

Nguồn: GAS

**GIÁ HIỆN NAY: 60.500 ĐỒNG/CP**
**GIÁ MỤC TIÊU: 65.800 ĐỒNG/CP**
**KHUYẾN NGHỊ: NẮM GIỮ**
**Triển vọng khả quan từ nhu cầu khí gia tăng**

▪ **GAS đã công bố KQKD Q.1/2013 hợp nhất, theo đó doanh thu thuần giảm 12,98% so với cùng kỳ đạt 16.052 tỷ đồng nhưng lợi nhuận ròng tăng 82,76% tương ứng đạt 4.292 tỷ đồng.** Kết quả lợi nhuận tăng mạnh nhờ mức tăng trưởng ấn tượng 49,47% từ hoạt động kinh doanh chính và phần còn lại do việc hoàn nhập khoảng 1.100 tỷ đồng từ quỹ khoa học công nghệ trước đây đã trích, hiện nay không còn sử dụng.

▪ **Sản lượng khí trong Q.1/2013 tăng 6,14% và giá bán tiếp tục tăng theo lộ trình như phê duyệt của Chính phủ.** Trong Q.1/2013, tình hình hạn hán làm suy giảm sản lượng các nhà máy thủy điện, các nhà máy nhiệt điện chạy than, dầu, khí được tăng cường, đây là điều kiện thuận lợi để GAS tăng sản lượng cho các nhà máy điện chạy tuabin khí. Bên cạnh đó, năm 2013 là năm thứ 3 thực hiện lộ trình tăng giá bán khí như phê duyệt của Chính phủ nên hầu hết các chỉ tiêu tỷ suất lợi nhuận trong 3 tháng đầu năm 2013 của GAS đều tăng trưởng khá mạnh mẽ.

▪ **Dự án xây dựng hệ thống đường ống chính Nam Côn Sơn 2 và Lô B - Ô Môn đang bị trì hoãn, GAS sẽ tập trung triển khai đầu tư những dự án ở quy mô nhỏ hơn và có khả năng triển khai chắc chắn.** GAS cho biết 2 dự án lớn nhất là hệ thống đường ống chính Nam Côn Sơn 2 và Lô B - Ô Môn tạm thời dừng triển khai vì chưa tính được hiệu quả và chờ đàm phán lại giữa các bên. Hiện GAS đang tập trung vào 2 nhóm dự án đầu tư chính (1). Mở rộng thu gom các mỏ khí lân cận tại bể Cửu Long; (2). Triển khai phương án thay thế cho dự án Nam Côn Sơn 2; (3). Triển khai dự án thu gom khí Hàm Rồng – Thái Bình; (4). Xây dựng và chuẩn bị cơ sở hạ tầng cho nhập khẩu LNG.

▪ **Triển vọng 2013:** Trong năm 2013, chúng tôi dự báo doanh thu đạt 63.517 tỷ đồng, thấp hơn 7,01% so với năm 2012 do chính sách hạch toán giá bán khí tại bể Malay - Thổ Chu chỉ bao gồm doanh thu vận chuyển khí, tuy nhiên điều này sẽ không tác động đến lợi nhuận tại GAS. Chúng tôi dự báo lợi nhuận trước thuế tăng trưởng 12,97% (không tính thu nhập bất thường) nhờ: (1). Tổng sản lượng khí sản xuất năm 2013 đạt 9,336 tỷ m<sup>3</sup> tăng khoảng 163 triệu m<sup>3</sup> do GAS dự kiến tiếp nhận nguồn khí mới Hải Thạch - Mộc Tinh từ bể Nam Côn Sơn từ Q.4/2013; (2). Tổng nhu cầu khí tiêu thụ của nhóm khách hàng nhà máy điện, đạm sẽ tăng hơn; (3). Đối

với chính sách giá bán khí, chúng tôi nhận thấy giá bán tăng với nhịp độ nhanh trong những năm gần đây. Năm 2013, GAS sẽ tiếp tục tăng giá bán đối với hộ công nghiệp thêm 20% nhằm từng bước thực hiện mục tiêu đề ra. Giá bán khí đối với các nhà máy điện, đạm được tăng theo lộ trình (theo Chính phủ phê duyệt) mang lại mức tăng trưởng trong giá bán trung bình từ 2% đến 4% trong năm 2013.

Đánh giá về việc tiêu thụ khí đốt tại Việt Nam có thể nhận thấy sự phát triển nhanh và tăng cao hơn so với GDP, tiêu thụ khí đốt tăng 24,41% mỗi năm trong giai đoạn 1995 – 2017 và dự kiến sẽ tiếp tục tăng 9,71% giai đoạn sau 2017.

**Khuyến nghị:** Kết quả hoạt động kinh doanh năm 2013 khả quan cùng với triển vọng dài hạn của GAS khá tốt nhờ hoạt động kinh doanh khí tăng trưởng mạnh mẽ do tăng mạnh giá bán và một phần đến từ sản lượng cung cấp khí. Dự phóng kết quả kinh doanh của GAS trong năm 2013 cho thấy, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế khoảng 12,97% (không tính thu nhập bất thường) tương ứng đạt 11.079 tỷ đồng, EPS dự phóng 2013 đạt 5.847 đồng. Với mức giá 60.500 đồng tại ngày 03/07/2013, P/E dự phóng 2013 của GAS đạt 10,35 lần. Chúng tôi duy trì quan điểm đánh giá khả quan và khuyến nghị **NĂM GIỮ** đối với cổ phiếu **GAS**, mức giá mục tiêu trong trung hạn là 65.800 đồng tương ứng với P/E đạt là 11,25 lần.

**Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng<sup>1</sup>(\*)**

Chỉ tiêu	2010	2011	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	22.667	25.019	28.835	35.362	42.265	51.024	61.523	73.748
Tổng tài sản (tỷ đồng)	39.679	45.611	45.146	51.500	59.223	69.665	82.111	96.523
Doanh thu (tỷ đồng)	47.994	64.224	68.301	63.517	66.424	71.615	74.673	76.798
<i>Tăng trưởng</i>	<i>69,69%</i>	<i>33,74%</i>	<i>6,41%</i>	<i>-7,01%</i>	<i>4,58%</i>	<i>7,81%</i>	<i>4,27%</i>	<i>2,85%</i>
LNTT (tỷ đồng)	5.632	7.682	12.348	15.080	15.735	18.055	20.231	22.387
<i>Tăng trưởng</i>	<i>58,17%</i>	<i>36,39%</i>	<i>60,73%</i>	<i>22,12%</i>	<i>4,35%</i>	<i>14,74%</i>	<i>12,05%</i>	<i>10,66%</i>
LNST của Công ty mẹ	4.748	5.913	9.807	11.924	12.286	14.097	15.796	17.480
<i>Tăng trưởng</i>	<i>48,95%</i>	<i>24,54%</i>	<i>65,87%</i>	<i>21,58%</i>	<i>3,04%</i>	<i>14,74%</i>	<i>12,05%</i>	<i>10,66%</i>
EPS (đồng)	4.541	3.120	5.175	6.292	6.483	7.439	8.336	9.224
Book value (đồng)	21.680	13.203	15.216	18.661	22.303	26.925	32.466	38.917
ROE	31,89%	26,91%	37,51%	38,06%	32,43%	30,97%	28,76%	26,48%
ROA	16,21%	15,05%	22,26%	25,28%	22,74%	22,41%	21,33%	20,05%
Tỷ lệ cổ tức	—	—	30%	30%	30%	30%	30%	30%

Nguồn: GAS và FPTSD data

<sup>1</sup> Ghi chú: (\*) Kết quả kinh doanh năm 2013F - 2017F là con số dự phóng của chúng tôi dựa trên dữ liệu thu thập từ GAS

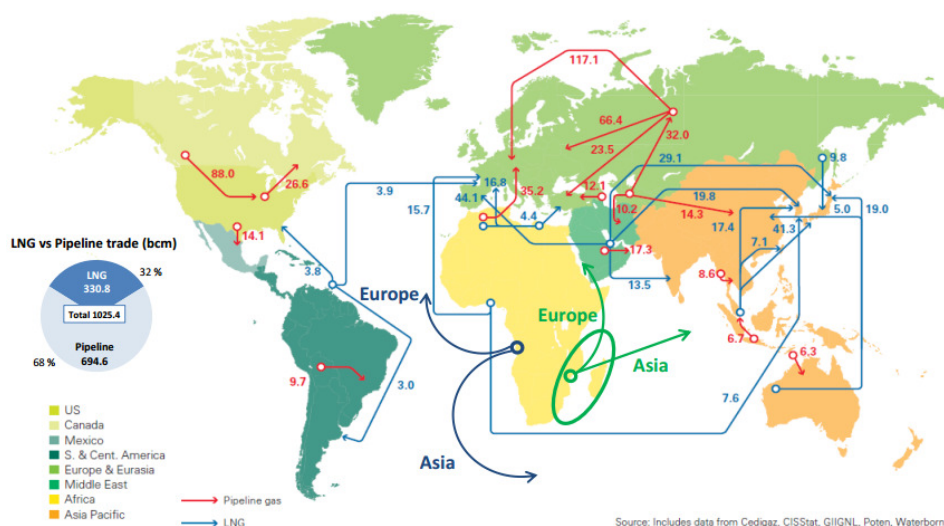
## 1. Tình hình cung, cầu, giá khí thiên nhiên thế giới và trong nước

▪ **Thế giới:** Hoạt động giao dịch LNG trên thế giới phát triển cả về sản lượng giao dịch cũng như về khu vực địa lý. Hai công nghệ chính trong việc vận chuyển và mua bán khí là:

1. **Qua đường ống**, khí sẽ được vận chuyển dưới áp suất cao qua các ống thép.
2. **LNG (Liquefied natural gas)**, khí sẽ được hóa lỏng làm lạnh ở nhiệt độ  $-160^{\circ}\text{C}$  nhằm giảm thể tích xuống khoảng 200 lần và được vận chuyển trong những tàu chở chuyên dụng.

Hiện tại có khoảng 30% lượng khí thiên nhiên sản xuất được giao dịch toàn cầu, 70% còn lại chủ yếu rơi vào các quốc gia có khả năng tự cung được nguồn khí mà không phụ thuộc nhiều vào các giao dịch mua bán quốc tế như Mỹ, Nga, Iran, Trung Quốc, Ả Rập Xê Út, Ai Cập, Mexico, Uzbekistan...

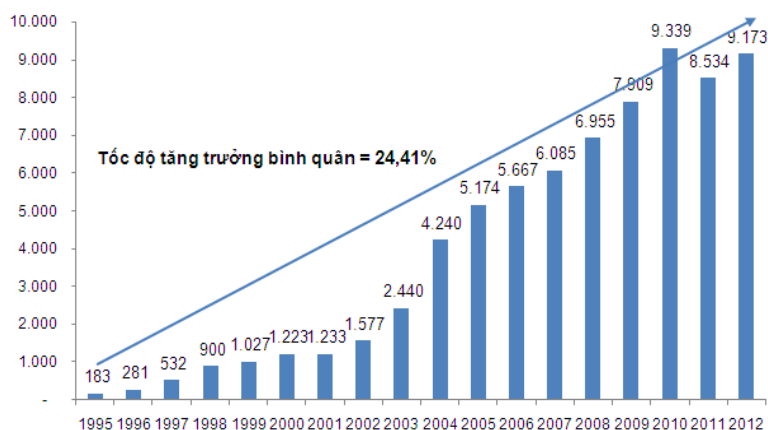
### Các giao dịch khí trên toàn thế giới



**Các quốc gia xuất khẩu:** Việc xuất khẩu LNG đến từ 2 nguồn chính: **(1).** Bể Thái Bình Dương gồm: Châu Á, Úc, các quốc gia Thái Bình Dương, Nga; **(2).** Bể Đại Tây Dương gồm: Bắc và Nam Mỹ, Châu Phi, Châu Âu (trừ Nga), và bao gồm Trung Đông. Trong năm 2012, tổng lượng LNG giao dịch đạt 236,1 triệu tấn (325,81 triệu tỷ m<sup>3</sup>), giảm 1,9% (4,5 triệu tấn – 6,2 triệu tỷ m<sup>3</sup>) so với năm 2011.

**Các quốc gia nhập khẩu:** Tính đến năm 2012, có 26 quốc gia nhập khẩu LNG trong đó 7 quốc gia là: Nhật Bản, Hàn Quốc, Trung Quốc, Ấn Độ, Đài Loan, Tây Ban Nha và Anh chiếm đến 81% lượng LNG nhập khẩu toàn thế giới. Nhật Bản và Hàn Quốc chiếm trên 3/4 nhu cầu nhập khẩu toàn Châu Á. Đặc biệt, sau thảm họa hạt nhân Fukushima vào tháng 3-2011 tại Nhật Bản, nhu cầu khí của quốc gia này tăng mạnh nhằm đáp ứng cho hoạt động sản xuất điện thay thế cho các nhà máy điện hạt nhân. Trung Quốc và Ấn Độ cũng đang nổi lên là những nước nhập khẩu LNG lớn với tốc độ tăng trưởng lần lượt là 12,2% và 7,7% trong năm 2012 và tổng cộng chiếm khoảng 11,8% nhu cầu thế giới.

▪ **Trong nước:** Ngành công nghiệp khí Việt Nam bắt đầu vào năm 1995, với dòng khí đầu tiên từ mỏ Bạch Hổ. Điều này đánh dấu bước ngoặt phát triển mới của ngành công nghiệp khí. Ngành công nghiệp khí chủ yếu là tự cung tự cấp, sự tham gia vào thị trường thế giới vẫn còn hạn chế và chịu sự kiểm soát của PVN cả về giá bán và sản lượng cung cấp.

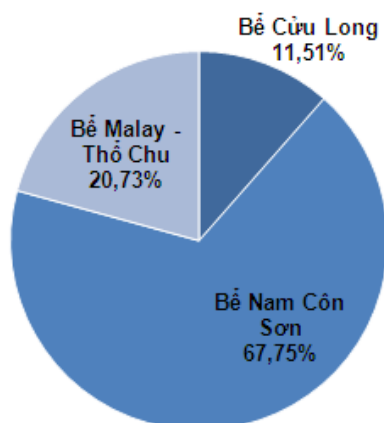
**Sản lượng tiêu thụ khí tại Việt Nam qua các năm**


Nguồn: GAS

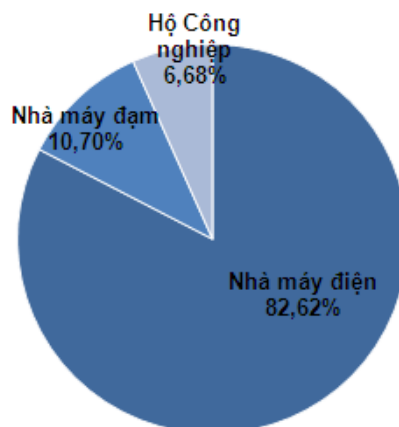
**Các dự án khí ở khâu thăm dò và khai thác khí**

Các dự án đang khai thác khí tại Việt Nam	Mô tả
<b>Bể Cửu Long</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các lô đang khai thác: mỏ Bạch Hổ (09.1), Rạng Đông/Phương Đông (15.2), Cá Ngừ Vàng (09.2), Sư tử Đen/Sư tử Vàng/Sư tử trắng (15.1), Rồng/Đồi Mồi (09.1&amp;09.3),...</li> <li>- Sản phẩm khí: Khí đồng hành hay còn gọi là khí đi cùng với dầu trong quá trình khai thác</li> <li>- Chủ mỏ chỉ có PVN</li> </ul>
<b>Bể Nam Côn Sơn</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các lô đang khai thác: Lan Tây/ Lan Đỏ (06.1), Rồng Đồi/Rồng Tây (11.2), Hải Thạch - Mộc Tinh (5.2/5.3), Chim Sáo (12W) – Khí đồng hành.</li> <li>- Sản phẩm khí: Khí tự nhiên</li> <li>- Chủ mỏ gồm PVN, ONGC Videsh Ltd., BP Exploration Operating Company Ltd (nay là TNK)</li> </ul>
<b>Bể Malay - Thổ Chu</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Các lô đang khai thác: PM3 – CAA.</li> <li>- Sản phẩm khí: khí tự nhiên</li> <li>- Chủ mỏ khí gồm PVN và Talisman VN Limited</li> </ul>

Nguồn: GAS

**Cơ cấu nguồn khí cung cấp năm 2012**


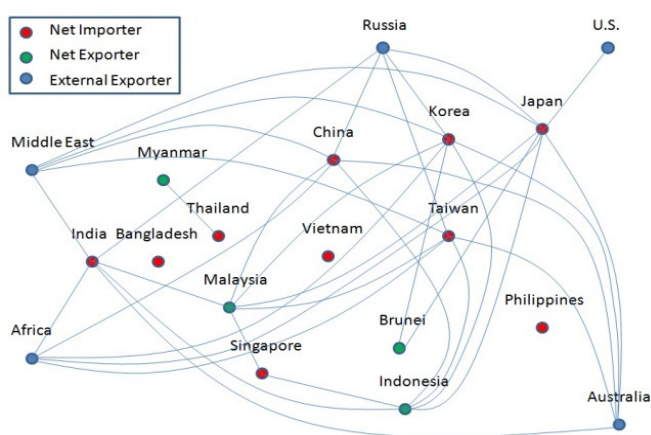
Nguồn: GAS

**Cơ cấu khách hàng theo sản lượng tiêu thụ năm 2012**


Nguồn: GAS

Giá khí của thị trường khí Việt Nam chịu sự chi phối bởi PVN. 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 PVN và các đơn vị liên doanh nước ngoài. So với mặt bằng thế giới, giá khí tại thị trường Việt Nam đang ở mức thấp hơn so mặt bằng thế giới do được sự hỗ trợ từ nhà nước. Giá khí đầu vào cũng như đầu ra của GAS đang được cam kết theo lộ trình và tùy thuộc vào bề khí cũng như đối tượng khách hàng. Cùng với việc phát triển các nguồn khí trong nước, GAS đang triển khai dự án nhập khẩu khí LNG từ các quốc gia như Qatar, Úc... để bổ sung thêm nguồn khí trong nước. Theo kế hoạch của GAS thì đầu năm 2016, sản lượng khí LNG nhập khẩu là 0,69 tỷ m<sup>3</sup>. Tuy giá LNG thấp hơn từ 80 - 85% 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 khá thấp so với giá nhập khẩu. Mặc dù còn nhiều khó khăn nhưng đây sẽ là hướng đi mới và có ý nghĩa quyết định trong việc tham gia vào thị trường khí thế giới của Việt Nam trong tương lai.

### Hoạt động giao dịch khí của Việt Nam



Nguồn: Asia Pacific Energy Research Centre (APERC)

### Giá khí tại quốc gia trên thế giới



Nguồn: Waterborne Energy, Inc. July 2013, US\$/MMBtu, Giá khí tại Việt Nam là giá khí bán cho ngành điện trung bình

## 2. Tình hình hoạt động của GAS

GAS đã công bố KQKD Q.1/2013 với 5.100 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế, bao gồm cả hoàn nhập từ Quỹ nghiên cứu khoa học khoảng 1.100 tỷ đồng. Doanh thu hợp nhất Q.1/2013 của GAS đạt 16.052 tỷ đồng, bằng 32,02% kế hoạch, giảm 12,98% so với năm 2012, lợi nhuận sau thuế nếu tính cả thu nhập bất thường là 4.374 tỷ đồng, tương ứng đạt 57,38% kế hoạch năm 2013, tăng 82,76% so với cùng kỳ 2012, nếu không tính thu nhập bất thường thì lợi nhuận sau thuế đạt 45,23% kế hoạch và tăng 49,47% so với cùng kỳ Q.1 năm trước. Mặc dù doanh thu giảm so với cùng kỳ nhưng không làm ảnh hưởng đến lợi nhuận của GAS vì từ Q.3/2012, doanh thu bán khí tại bể PM3 được ghi nhận về Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN), GAS chỉ ghi nhận doanh thu từ hoạt động vận chuyển. Như vậy so với cùng kỳ lợi nhuận của GAS đạt được kết quả vẫn rất khả quan do: (1). Tổng sản lượng khí cung cấp trong Q.1/2013 đạt 2,50 tỷ m<sup>3</sup>, tăng nhẹ 6,38% so với cùng kỳ năm 2012; (2). Lộ trình tăng giá bán ở hầu hết các mảng hoạt động, đã giúp tăng tỷ suất lợi nhuận gộp của GAS từ 19,31% Q.1/2012 lên 30,23% Q.1/2013; (3). Khoản thu nhập bất thường từ việc hoàn nhập 1.146 tỷ đồng từ Quỹ phát triển khoa học công nghệ chưa sử dụng.



**Kết quả kinh doanh hợp nhất Q.1/2013 của GAS**

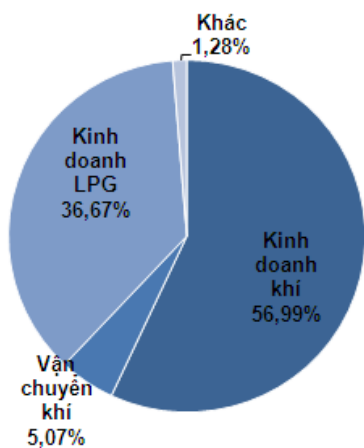
Chỉ tiêu	Q.1/2012	Q.1/2013	KH 2013	+/- %QoQ	%KH
<b>Tổng sản lượng khí phân phối</b>	<b>2,35</b>	<b>2,50</b>	<b>9,01</b>	<b>6,38%</b>	<b>27,75%</b>
Bể Cửu Long	0,26	0,30	1,079	15,38%	27,80%
Bể Nam Côn Sơn	1,60	1,70	6,231	6,25%	27,28%
Bể Malay - Thổ Chu	0,50	0,50	1,7	0,00%	29,41%
<b>Tổng nhu cầu khí tiêu thụ</b>	<b>2,35</b>	<b>2,50</b>	—	<b>6,38%</b>	—
Nhà máy điện + đạm	2,14	2,27	—	6,14%	—
Hộ công nghiệp	0,21	0,23	—	8,93%	—
<b>Tổng sản lượng LPG</b>	<b>230.000</b>	<b>246.000</b>	<b>920.000</b>	<b>6,96%</b>	<b>26,74%</b>
Dinh Cố	61.000	69.000	216.000	13,11%	31,94%
Dung Quất	34.000	42.000	102.000	23,53%	41,18%
Nhập khẩu	135.000	135.000	602.000	0,00%	22,43%
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>18.447.361</b>	<b>16.052.052</b>	<b>50.137.000</b>	<b>-12,98%</b>	<b>32,02%</b>
Giá vốn hàng bán	14.884.420	11.199.496	—	-24,76%	—
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>3.562.941</b>	<b>4.852.556</b>	—	<b>36,20%</b>	—
<b>Tỷ suất lợi nhuận gộp</b>	<b>19,31%</b>	<b>30,23%</b>	—	<b>56,52%</b>	—
Thu nhập tài chính	258.622	263.043	—	1,71%	—
Chi phí tài chính	173.026	132.770	—	-23,27%	—
Trong đó: Chi phí lãi vay	148.533	89.773	—	-39,56%	—
Chi phí bán hàng	311.593	331.784	—	6,48%	—
Chi phí quản lý doanh nghiệp	395.550	394.234	—	-0,33%	—
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>2.941.394</b>	<b>4.256.811</b>	—	<b>44,72%</b>	—
<i>Tỷ suất lợi nhuận HĐKD</i>	<i>15,94%</i>	<i>26,52%</i>	—	<i>66,32%</i>	—
Lợi nhuận khác	6.425	1.125.688	—	17420,44%	—
Lợi nhuận từ công ty liên kết	-1.416	361	—	-125,49%	—
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.946.403</b>	<b>5.382.860</b>	<b>9.365.000</b>	<b>82,69%</b>	<b>57,48%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>2.393.749</b>	<b>4.374.888</b>	<b>7.624.000</b>	<b>82,76%</b>	<b>57,38%</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ</b>	<b>2.306.820</b>	<b>4.292.336</b>	—	<b>86,07%</b>	—
<b>Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ không tính thu nhập bất thường</b>	<b>2.306.820</b>	<b>3.448.070</b>	<b>7.624.000</b>	<b>49,47%</b>	<b>45,23%</b>
<b>EPS</b>	<b>1.217</b>	<b>2.265</b>	<b>5.040</b>	<b>86,07%</b>	—
<b>EPS không tính thu nhập bất thường</b>	<b>1.217</b>	<b>1.820</b>	—	<b>49,47%</b>	—

Nguồn: BCTC hợp nhất Q.1/2013 của GAS

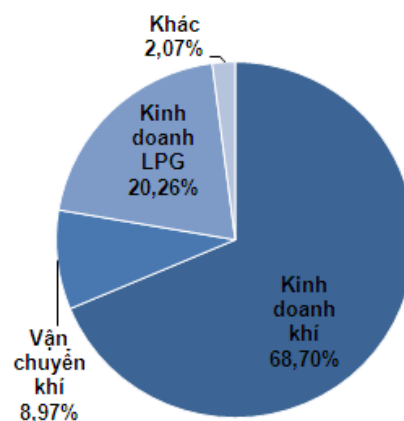
**+ Kinh doanh khí khô:** Trong Q.1/2013, sản lượng khí phân phối của GAS tăng khoảng 6,38% so với cùng kỳ do: **1.** Điều kiện thời tiết khô hạn nên EVN huy động các nhà máy nhiệt điện nhiều hơn, làm nhu cầu sử dụng khí của các nhà máy điện cao hơn đáng kể; **2.** Sản lượng khí bán cho nhà máy đạm tăng mạnh do có thêm lượng khí tiêu thụ ổn định của nhà máy đạm Cà Mau; **3.** Bên cạnh đó, giá bán khí tại GAS khá linh hoạt áp dụng theo những biểu giá khác nhau đối với từng bể cho từng đối tượng khách hàng trong khi chính sách giá mua đầu vào cố định theo dài hạn, giúp GAS liên tục cải thiện mức tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh khí.

Hiện giá bán khí đối các nhà máy điện được tăng theo lộ trình (theo Chính phủ phê duyệt) tăng trưởng trung bình 4% mỗi năm từ 2012 – 2015 đối với sản lượng trên bao tiêu, sau đó tiếp tục tăng 2% mỗi năm; các nhà máy đạm tăng 2%/năm từ 2012 đến 2015, trong khi đó giá khí bán cho hộ công nghiệp sẽ được GAS tự do đàm phán (năm 2013, giá khí bán cho các hộ công nghiệp tiếp tục tăng 15% - 20%), mang lại tỷ suất lợi nhuận gộp cao cho GAS.

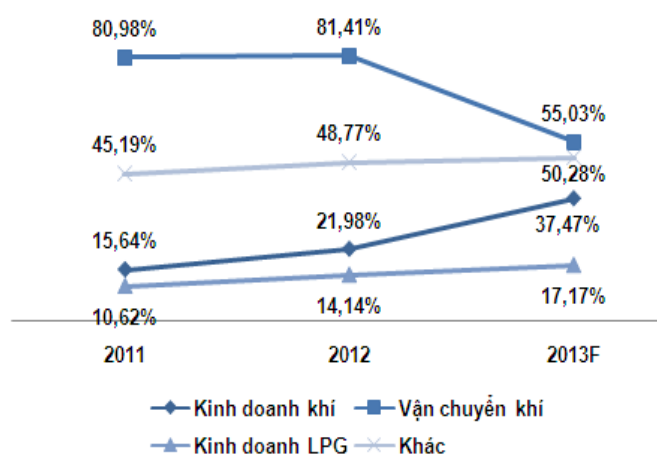
Lợi thế của GAS là giá khí đầu vào ít biến động do giá được ấn định bởi hợp đồng mua bán khí dài hạn, cố định trong giai đoạn 2011 – 2015 đối với bể Cửu Long, tại bể Nam Côn Sơn mức giá tăng trung bình mỗi năm khoảng 2%/năm từ 2011 đến 2015.

**Cơ cấu doanh thu các mảng hoạt động tại GAS**


Nguồn: GAS

**Cơ cấu lợi nhuận gộp các mảng hoạt động tại GAS**


Nguồn: GAS

**Tỷ suất lợi nhuận gộp các mảng hoạt động kinh doanh chính tại GAS**


Nguồn: BCTC công ty mẹ qua các năm của GAS

**Bảng giá mua và bán khí năm 2013 của GAS**

Chỉ tiêu (USD/MMBTU)	2012	2013	+/- %YoY
<b>Giá mua khí</b>			
Bể Cửu Long	4,16	4,32	4%
Bể Nam Côn Sơn	3,19	3,26	2%
<b>Giá bán khí và vận chuyển khí</b>			
<b>Nhà máy điện</b>			
- Trong bao tiêu	3,68	3,75	2%
- Trên bao tiêu	4,99	5,19	4%
<b>Nhà máy đạm</b>			
Hộ công nghiệp (PGD)	10,55	12,24	16%
PGS	8	9,24	16%
CNG	8	9,24	16%
Vận chuyển khí Nam Côn Sơn	1,09	1,11	2%
Vận chuyển khí Malay - Thổ Chu	9,1	1,17	-87%

Nguồn: GAS và FPTs thu thập

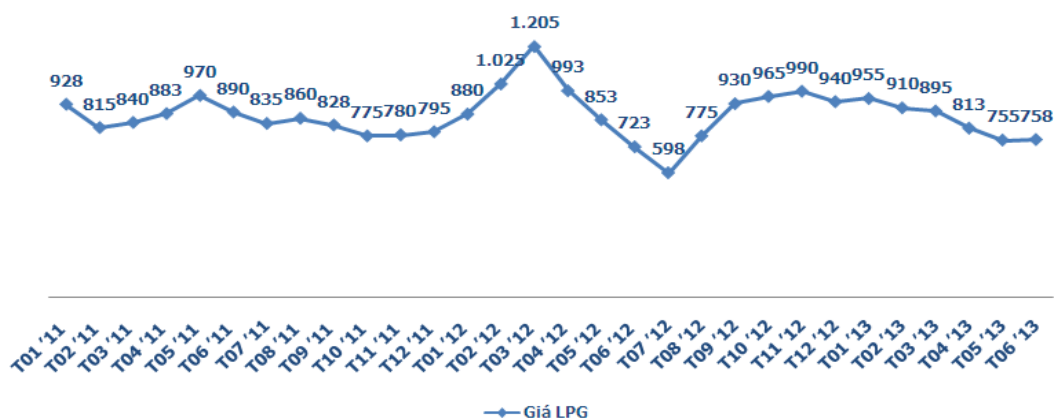
**+ Mảng vận chuyển khí:** là mảng có ý nghĩa quan trọng, phản ánh đặc thù hoạt động của GAS là vận chuyển và phân phối khí. Mặc dù doanh thu vận chuyển khí chỉ chiếm hơn 5% trên tổng doanh thu của công ty mẹ nhưng do biên lợi nhuận gộp khá cao, trung bình trên 80% nên hoạt động này đóng góp gần 9% cơ cấu lợi nhuận gộp của GAS. Hiện việc ghi nhận doanh thu hoạt động này chủ yếu do sản lượng tiêu thụ khí tại bể Nam Côn Sơn, với mức phí vận chuyển hiện nay đang áp dụng là 1,11 USD/MMBTU.

**+ Kinh doanh LPG:** là mảng kinh doanh quan trọng thứ 2 của GAS đóng góp doanh thu và lợi nhuận gộp chỉ đứng sau kinh doanh khí. Hiện GAS là nhà phân phối LPG lớn nhất Việt Nam với 70% thị trường bán buôn (GAS cung cấp nguồn LPG cho hầu hết các doanh nghiệp LPG Việt Nam: Petrolimex, Saigon Petro, Total Gaz Vietnam, Shell Gas Vietnam, Sopet Gas, Hồng

Mộc Gas, PGS, PVG,...) và 30% thị phần bán lẻ (thông qua 2 công ty con là PGS và PVG). Với việc đưa kho LPG lạnh Thị Vải (có sức chứa 60.000 tấn) đi vào hoạt động tháng 03/2013, tổng sức chứa các kho hiện tại của GAS được tăng lên đáng kể vào khoảng 92.900 tấn. Hàng năm, 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 (công suất là 300.000 tấn LPG/năm), nhà máy lọc dầu Dung Quất khoảng 100.000 tấn mỗi năm (công suất là 350.000 tấn LPG/năm) và phần còn lại là nhập khẩu từ Trung Đông, Đông Nam Á, Trung Quốc.

Trong Q.1/2013, sản lượng kinh doanh LPG đạt 246.000 tấn, tăng gần 7% so với cùng kỳ. Trong khi đó, so với cùng kỳ giá LPG trên thị trường thế giới không giảm nhiều giúp giá bán LPG trong Q.1/2013 có nhiều thuận lợi hơn. Xu hướng giá LPG thế giới tăng sẽ có lợi đối đối với các công ty kinh doanh LPG, như GAS.

**Diễn biến giá LPG thế giới**



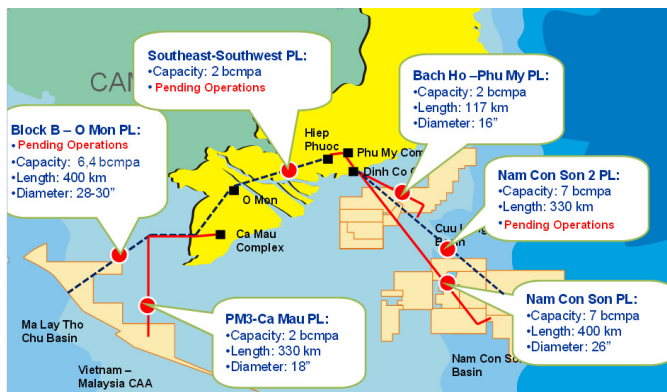
Nguồn: FPTs tổng hợp

### 3. Cập nhật dự án đang vận hành và chuẩn bị đầu tư

Trong thời gian trước, GAS đã có kế hoạch: **(1)**. Xây dựng hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 công suất 7 tỷ m<sup>3</sup>/năm để vận chuyển khí từ các mỏ Hải Thạch - Mộc Tinh, mỏ Thiên Ưng – Măng Cầu và vận chuyển khí đốt nhập khẩu từ các nước láng giềng để cung cấp khí cho các hộ tiêu thụ tại khu vực Đông Nam Bộ. Dự án dự kiến hoàn thành giai đoạn sau năm 2015; **(2)**. Xây dựng đường ống Lô B - Ô Môn công suất 6,4 tỷ m<sup>3</sup> thuộc Bể Malay - Thổ Chu cung cấp khí cho cụm khí điện đạm Cà Mau và các nhà máy điện tại Ô Môn, Cần Thơ. Dự án dự kiến hoàn thành sau năm 2015; **(3)**. Sau khi 2 dự án này hoàn thành, GAS sẽ tiếp tục 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; **(4)**. Tăng cường thu gom ở các mỏ lân cận đầu nối vào hệ thống khí Cửu Long, duy trì sản lượng khí bể Cửu Long đưa vào bờ. Hai dự án thu gom khí mỏ Rồng giai đoạn 1 và Thăng Long - Đông Đô dự kiến lần lượt hoàn thành vào Q.4/2013 và năm 2015.



### Sơ đồ vị trí các bể khí và đường ống dẫn khí hiện hữu và trong tương lai ngoài khơi của GAS



Nguồn: GAS

### Các đường ống dẫn khí ngoài khơi do GAS đang sở hữu, quản lý và vận hành

Tên đường ống	Bể khí	Công suất	Sản lượng sản xuất thực tế 2012	Hiệu suất
Bạch Hổ	Cửu Long	2 tỷ	1,25 tỷ	62,50%
Nam Côn Sơn 1	Nam Côn Sơn	7 tỷ	6,215 tỷ	88,79%
PM3-Cà Mau	Malay - Thổ Chu	2 tỷ	1,902 tỷ	95,10%

Nguồn: GAS

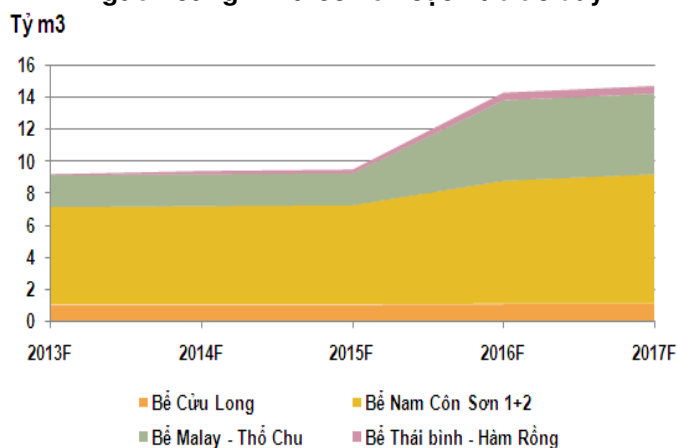
Tuy nhiên, hiện 2 dự án chính của GAS đang bị trì hoãn do vậy, nhằm gia tăng nguồn cung cấp khí trong giai đoạn 2013 – 2017 khi chưa có dự án mới đi vào hoạt động, GAS đã có kế hoạch:

- Nâng công suất của đường ống PM3 Cà Mau lên từ 2 lên 2,2 tỷ m<sup>3</sup> khí/năm. Dự kiến đưa vào vận hành vào cuối Q.3/2013.

- Để thay thế cho dự án Nam Côn Sơn 2 đang tạm hoãn, GAS sẽ triển khai các dự án thay thế, bằng việc: **(1).** Triển khai dự án thu gom khí của mỏ Đại Hùng và mỏ Thiên Ưng, sắp tới có thể là mỏ Đại Nguyệt, lân cận khu vực Nam Côn Sơn sẽ được nối khí và đưa về đường ống Cửu Long, làm tăng hiệu suất hoạt động đường ống Cửu Long; **(2).** Theo kế hoạch mới, nguồn khí tại Hải Thạch – Mộc Tinh giai đoạn 1 (dự kiến đi vào khai thác từ Q.4/2013) sẽ kéo dài thời gian tiếp nhận khí qua đường ống Nam Côn Sơn 1 cho đến khi triển khai được dự án Nam Côn Sơn 2; **(3).** Để tiếp nhận thêm nguồn khí mới tại Hải Thạch – Mộc Tinh, GAS dự kiến sẽ nâng công suất đường ống Nam Côn Sơn 1 từ 7 tỷ m<sup>3</sup> hiện nay lên 7,5 tỷ m<sup>3</sup> vào năm 2014 vì công suất hiện hữu của Nam Côn Sơn 1 không đủ đáp ứng nếu khai thác ổn định thì khả năng thu gom khí tại Hải Thạch – Mộc Tinh có thể cung cấp gần 2 tỷ m<sup>3</sup>/năm.

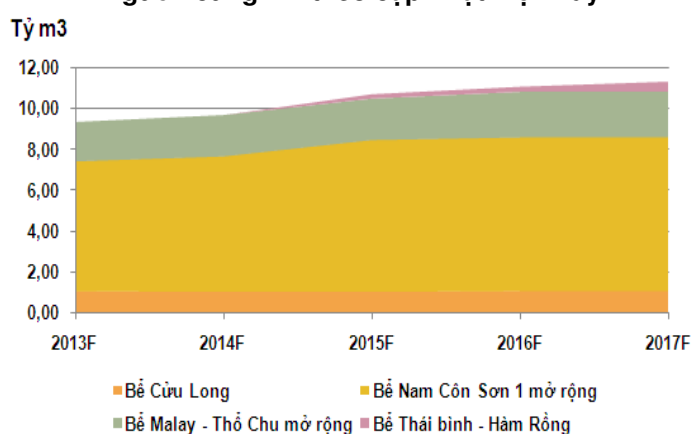
Với kế hoạch đầu tư điều chỉnh của GAS thì khả năng cung cấp khí trong nước tối đa đạt 11,27 tỷ m<sup>3</sup> vào năm 2017 (bao gồm một phần sản lượng nhỏ của mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình tại phía Bắc). Trong khi đó, theo GAS dự báo, nếu chỉ dựa vào nguồn khí trong nước, nhu cầu tiêu thụ khí sẽ lớn hơn khả năng cung cấp. Lượng khí thiếu hụt tại khu vực Nam Bộ vào năm 2016 vào khoảng 1,83 tỷ m<sup>3</sup>.

**Nguồn cung khí theo kế hoạch trước đây**



Nguồn: GAS và FPTs thu thập

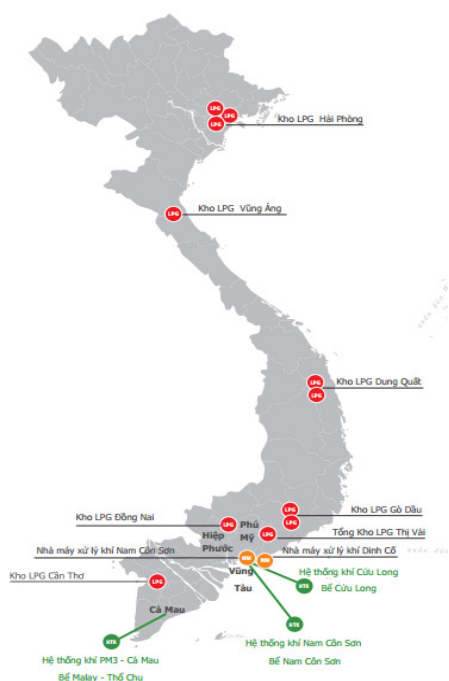
**Nguồn cung khí theo cập nhật hiện nay**



Nguồn: GAS và FPTs thu thập

GAS đã hoàn thành và đưa vào sử dụng dự án kho chứa LPG lạnh 60.000 tấn vào cuối Q.1/2013 vừa qua. Đây là kho chứa LPG lạnh hiện đại nhất, lớn nhất và duy nhất tại Việt Nam hiện nay, đây là dự án nằm trong hạng mục đầu tư chung của dự án kho chứa LNG có công suất 1 triệu tấn/năm tại Thị Vải đang được triển khai. GAS tiếp tục thực đầu tư thêm 1 nhà máy xử lý khí tại Cà Mau, hiện đã hoàn thành được 4% khối lượng công việc. Dự án này sử dụng nguồn khí PM3 đã có hiện nay và nguồn khí lô B – Ô Môn trong tương lai để sản xuất khí khô, LPG và Condensate, tăng thêm giá trị sử dụng của khí. Dự kiến hoàn thành sau khi đường ống Lô B – Ô Môn đã hoàn thiện, đây sẽ trở thành nhà máy xử lý khí thứ 3 của GAS. Với các công trình quan trọng này, GAS có thể tự tin mở rộng thị trường, chủ động trong sản xuất kinh doanh và nắm giữ thị phần để điều phối nguồn hàng LPG tại Việt Nam.

### Cơ sở hạ tầng của GAS



### Hệ thống kho chứa LPG do GAS sở hữu

Hệ thống kho	Công suất kho
<b>I. Bắc bộ</b>	
1. Kho Hải Phòng	5.600
<b>II. Bắc Trung bộ</b>	
1. Kho Thanh Hóa	8.100
2. Kho Hà Tĩnh	3.500
<b>III. Nam Trung Bộ</b>	
1. Kho Hà Tĩnh	1.800
2. Kho Dung Quất	3.500
3. Kho Đà Nẵng	1.500 - dự kiến hoàn thành trong năm 2013
<b>IV. Nam bộ</b>	
1. Tổng kho LPG lạnh Thị Vải	60.000
2. Kho Đồng Nai	1.000
3. Kho Gò Dầu	8.200
4. Kho Cần Thơ	1.200
<b>Tổng</b>	<b>92.900</b>

Nguồn: GAS

Nguồn: GAS

## 4. Dự báo kết quả kinh doanh năm 2013 và các năm kế tiếp của GAS

### ▪ Kinh doanh khí:

**+ Về nhu cầu tiêu thụ:** Hoạt động phân phối khí khô của GAS tập trung vào 3 nhóm khách hàng là nhà máy điện, nhà máy đạm và khách hàng tiêu thụ khí thấp áp, trong đó khu vực Đông Nam Bộ có đủ 3 nhóm khách hàng, khu vực Tây Nam Bộ chưa có khách hàng tiêu thụ khí thấp áp. Với năng lực cung cấp khí hiện nay, GAS đã cung cấp khí cho 11 nhà máy điện, 2 nhà máy đạm và nhiều hộ công nghiệp.

### Cung và cầu khí tại Việt Nam

Chi tiêu (Tỷ m3)	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Nguồn cung khí</b>	<b>9,336</b>	<b>9,673</b>	<b>10,673</b>	<b>11,030</b>	<b>11,270</b>
Bể Cửu Long	1,079	1,048	1,048	1,090	1,090
Bể Nam Côn Sơn	6,355	6,625	7,415	7,500	7,500
Bể Malay - Thổ Chu	1,902	2,000	2,000	2,200	2,200
Tiền Hải - Thái bình	0,000	0,000	0,210	0,240	0,480
<b>Nhu cầu khí</b>	<b>11,342</b>	<b>11,342</b>	<b>11,552</b>	<b>11,582</b>	<b>11,822</b>

Nhà máy điện (tương ứng hiệu suất hoạt động tối đa)	9,647	9,647	9,647	9,647	9,647
Nhà máy đập	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075
Hệ Công nghiệp	0,620	0,620	0,830	0,860	1,100
<b>Thiếu hụt</b>	<b>-2,01</b>	<b>-1,67</b>	<b>-0,88</b>	<b>-0,55</b>	<b>-0,55</b>

*Ghi chú: chỉ ước tính nhu cầu khí tối đa của 11 nhà máy điện hiện hữu, Nguồn: FPTS thu thập*

- **Đối với nhà máy điện:** Khả năng thiếu hụt nguồn khí cho điện ngày càng cao do **1.** Khả năng huy động các nhà máy nhiệt điện khí sẽ cao hơn thực tế diễn ra hiện nay; **2.** Định hướng đầu tư thêm các nhà máy nhiệt điện khí dẫn đến sản lượng khí tiêu thụ tăng lên đáng kể. Ước tính tổng nhu cầu khí tăng thêm trong dài hạn từ các nhà máy điện sẽ tăng gấp đôi so với trung bình tiêu thụ hiện nay là 7,58 tỷ m<sup>3</sup>.

#### Dự báo nhu cầu điện và nhu cầu khí cho phát điện

Chỉ tiêu	2012	2020	2030
Sản lượng điện tiêu thụ (Tỷ KWh)	105,33	362	695
Nhu cầu khí cho điện (Tỷ m <sup>3</sup> )	7,58	15,70	18,17

*Ghi chú: nhu cầu khí cho điện năm 2012 được thống kê theo sản lượng thực tế, Nguồn: Theo báo cáo Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011 - 2020 có xét đến năm 2030*

#### Cơ cấu nguồn điện

Cơ cấu nguồn điện	2012	2020	2030
Nhiệt điện than	35%	46,80%	56,40%
Thủy điện	38%	19,60%	9,30%
Nhiệt điện chạy khí	21%	20,00%	10,50%
Nhiệt điện chạy khí LNG	0%	4,00%	3,90%
Năng lượng tái tạo	2%	4,50%	6,00%
Năng lượng nguyên tử	0%	2,10%	10,10%
Nhập khẩu	4%	3,00%	3,80%

*Nguồn: Theo báo cáo Quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2011 - 2020 có xét đến năm 2030*

- **Đối với nhà máy đập:** Sản lượng khí bán cho nhà máy đập tăng lên đáng kể khi có thêm nhà máy Đập Cà Mau đi vào hoạt động năm 2012. Từ năm 2013 khi hoạt động của nhà máy này đi vào ổn định và đạt công suất tối đa, cùng với nhà máy Đập Phú Mỹ, sẽ giúp cho lượng khí tiêu thụ ổn định và tổng mức tiêu thụ khoảng 1,075 tỷ m<sup>3</sup> mỗi năm.

- **Đối với hệ công nghiệp:** Nhu cầu tiêu thụ khí từ các hệ công nghiệp đã tăng mạnh mẽ khoảng 15,7% mỗi năm, chủ yếu tập trung tại khu vực Đồng Nai, Bình Dương, Tp.HCM và Bà Rịa - Vũng Tàu. Các ngành công nghiệp có nhu cầu lớn đối với khí là chế biến thực phẩm, luyện thép, sản xuất gạch nung, gạch ngói... Các khách hàng mới trước mắt sẽ là các khách hàng tiêu thụ khí thấp áp tại KCN Tiền Hải - Thái Bình và các tỉnh lân cận khi đường ống khí Hàm Rồng - Thái Bình hoàn thành giúp GAS duy trì tỷ lệ tăng trưởng khả quan với trong cơ cấu phân phối khí cho hệ công nghiệp, sản lượng tiêu thụ dự kiến khi dự án đi vào hoạt động tăng lên thêm từ 210 triệu m<sup>3</sup> năm 2015 lên 480 triệu m<sup>3</sup> vào 2017.

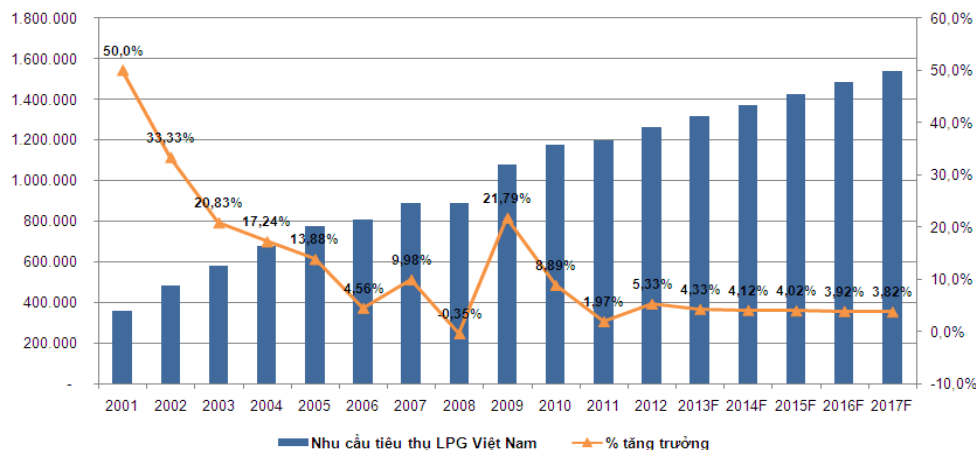
+ **Về cung khí:** Năm 2013, sản lượng khí vào bờ của GAS có thể sẽ tăng thêm 400 triệu m<sup>3</sup> nhờ có thêm nguồn khí Hải Thạch – Mộc Tinh đi vào khai thác từ Q.4/2013. Tổng sản lượng khí cung cấp dự báo trong năm 2013 đạt 9,336 tỷ m<sup>3</sup> tăng nhẹ 2% so với năm 2012 là 9,173 tỷ m<sup>3</sup>. Sau năm 2013 đến năm 2017, GAS có thể tăng khả năng tiếp nhận khí thêm 20,71% so với dự báo của năm 2013 tương ứng đạt 11,27 tỷ m<sup>3</sup> vào năm 2017.

#### Kinh doanh LPG:

Thị trường LPG tại Việt Nam tăng trưởng rất nhanh trong giai đoạn 2001 - 2011, đây là giai đoạn người dân nhanh chóng đón nhận do những ưu điểm về kinh tế và khả năng ứng dụng rộng rãi của mặt hàng này nên tốc độ tăng trưởng duy trì ở mức cao. Hiện nhu cầu LPG trong nước có mức tăng trưởng tương đối thấp đạt từ 3 - 4% so với giai đoạn trước đây, do nhu cầu tiêu thụ LPG đã đi vào ổn định.

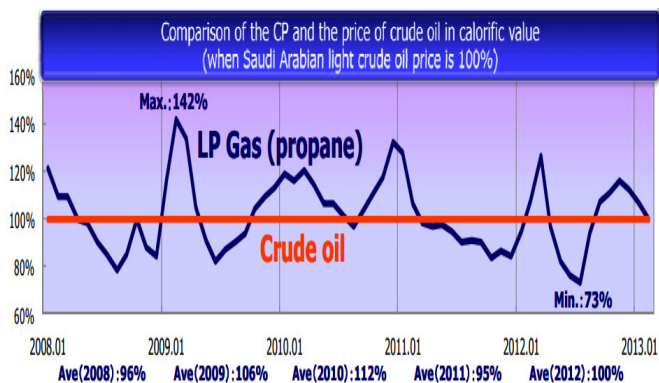
Cơ chế giá bán LPG của GAS được tham chiếu theo giá LPG trên thị trường thế giới cộng với mức phụ phí (premium) bao gồm: cước vận chuyển, bảo hiểm quốc tế, thuế nhập khẩu và một phần lợi nhuận của GAS. Theo Worldbank dự báo, thì khả năng giá dầu sẽ giảm nhẹ trong giai đoạn 2013 - 2017 khi sản lượng khai thác của các nước ngoài nhóm OPEC tăng mạnh, giá dầu giảm kéo theo giá LPG giảm, dự báo giá LPG trong năm 2013 có thể đạt 850 USD/tấn tại thị trường thế giới so với giá giao dịch năm 2012 đã giảm hơn 7,2%.

### Tổng hợp nhu cầu LPG tại Việt Nam



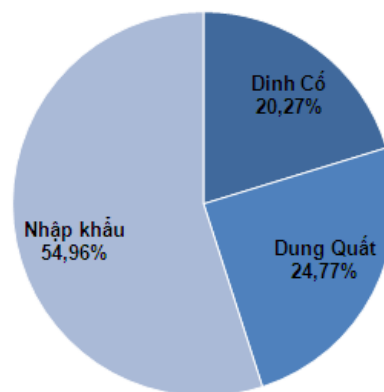
Nguồn: PGS

### So sánh tương quan giữa giá LPG so với giá dầu thô tại Trung Đông



Nguồn: Japan LP Gas Association

### Cơ cấu các nguồn cung cấp LPG tại Việt Nam

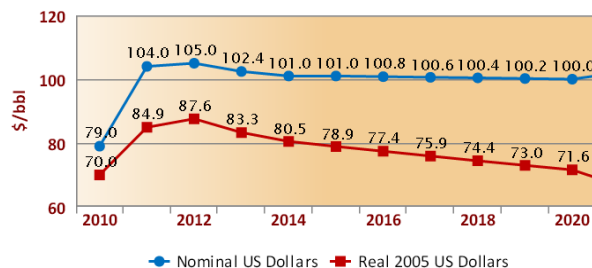


Nguồn: PGS

### Dự báo giá dầu thô

World Bank: Crude oil, \$/barrel

avg. spot price (Brent, Dubai, WTI)



Source: World Bank Commodity Forecast Price data, May 2013

Nguồn: Worldbank

### Dự báo giá LPG

Năm	Dự báo giá dầu thô thị trường Trung Đông (USD/thùng)	Dự báo giá CP (USD)	Giá LPG giao dịch tại Việt Nam
2013	102,4	850	982
2014	101,0	840	971
2015	101,0	840	971
2016	100,8	838	969
2017	100,6	837	968

Nguồn: Worldbank và FPTTS tổng hợp

**Dự phóng kết quả kinh doanh 2013F – 2017F**

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Sản lượng kinh doanh khí (Tỷ m<sup>3</sup>)</b>	<b>9,173</b>	<b>9,336</b>	<b>9,673</b>	<b>10,673</b>	<b>11,030</b>	<b>11,270</b>
Bể Cửu Long	1,06	1,08	1,05	1,05	1,09	1,09
Bể Nam Côn Sơn 1	6,22	6,36	6,63	7,42	7,50	7,50
Bể Malay-Thổ Chu	1,90	1,90	2,00	2,00	2,20	2,20
Bể Thái bình-Hàm Rồng			0,00	0,21	0,24	0,48
<b>Sản lượng kinh doanh LPG (Tấn)</b>	<b>1.027.000</b>	<b>1.052.575</b>	<b>1.070.591</b>	<b>1.093.359</b>	<b>1.125.192</b>	<b>1.148.215</b>
Dinh Cố	257.500	269.675	265.085	265.085	274.010	274.010
Nhập khẩu	664.300	680.900	700.561	720.299	740.089	759.904
Dung Quất	105.200	102.000	104.945	107.975	111.093	114.301
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>68.301.359</b>	<b>63.516.572</b>	<b>66.424.088</b>	<b>71.614.947</b>	<b>74.672.743</b>	<b>76.797.565</b>
- Giá vốn hàng bán	53.394.663	46.628.519	48.173.316	51.379.656	52.862.727	53.810.605
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>14.906.695</b>	<b>16.888.054</b>	<b>18.250.772</b>	<b>20.235.291</b>	<b>21.810.016</b>	<b>22.986.960</b>
- Chi phí bán hàng	1.272.657	1.311.659	1.371.701	1.478.895	1.542.041	1.585.920
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	1.926.597	2.241.726	2.344.343	2.527.547	2.635.467	2.710.460
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>11.707.442</b>	<b>13.334.669</b>	<b>14.534.728</b>	<b>16.228.849</b>	<b>17.632.508</b>	<b>18.690.581</b>
- Thu nhập từ hoạt động tài chính	1.036.721	1.020.247	1.590.384	2.214.070	3.012.108	3.974.474
- Thu nhập từ công ty liên kết và khác	53.412	1.131.050	5.183	5.183	5.183	5.183
<b>Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)</b>	<b>12.797.576</b>	<b>15.485.966</b>	<b>16.130.296</b>	<b>18.448.102</b>	<b>20.649.800</b>	<b>22.670.238</b>
- Chi phí lãi vay	449.624	406.147	395.147	393.240	419.160	283.138
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>12.347.952</b>	<b>15.079.819</b>	<b>15.735.148</b>	<b>18.054.862</b>	<b>20.230.640</b>	<b>22.387.100</b>
- Thuế thu nhập doanh nghiệp	2.246.761	2.862.948	3.147.030	3.610.972	4.046.128	4.477.420
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>10.101.191</b>	<b>12.216.871</b>	<b>12.588.119</b>	<b>14.443.889</b>	<b>16.184.512</b>	<b>17.909.680</b>
- Lợi ích cổ đông thiểu số	294.623	293.205	302.115	346.653	388.428	429.832
<b>Lợi nhuận sau thuế riêng công ty mẹ</b>	<b>9.807.336</b>	<b>11.923.666</b>	<b>12.286.004</b>	<b>14.097.236</b>	<b>15.796.084</b>	<b>17.479.847</b>
<b>EPS</b>	<b>5.175</b>	<b>6.292</b>	<b>6.483</b>	<b>7.439</b>	<b>8.336</b>	<b>9.224</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế không tính thu nhập bất thường</b>		<b>13.953.952</b>				
<b>Lợi nhuận sau thuế không tính thu nhập bất thường (công ty mẹ)</b>		<b>11.079.266</b>				
<b>EPS không tính thu nhập bất thường</b>		<b>5.847</b>				

Nguồn: FPTIS dự báo



#### 4. Định giá

Chúng tôi tiến hành định giá cập nhật cổ phiếu GAS dựa trên việc sử dụng 2 phương pháp định giá thông dụng là phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và so sánh tương đối (P/E) như báo cáo lần đầu trước đây trước đã ước tính. Các ước tính theo số liệu cập nhật bên dưới, đưa ra kết quả với giá mục tiêu là 65.800 đồng/cp. Giá mục tiêu trong lần cập nhật này cao hơn 8,05% so với giá hiện tại là 60.500 đồng/cp. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu này.

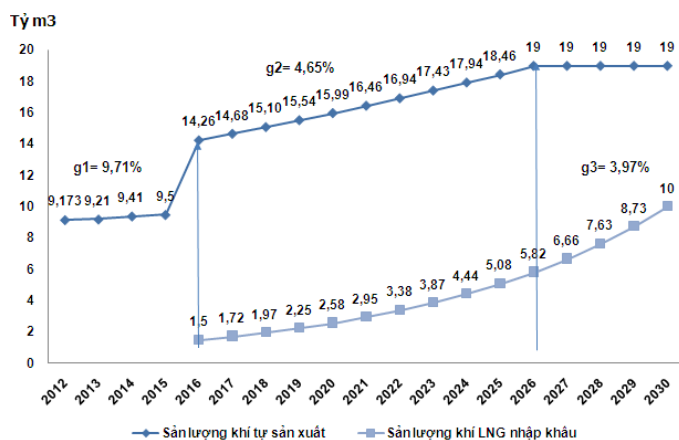
##### Tỷ trọng từng phương pháp định giá

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân giá quyền
FCFF	64.995	50%	32.498
P/E	66.632	50%	33.316
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>65.813</b>

Nguồn: FPTS dự phóng

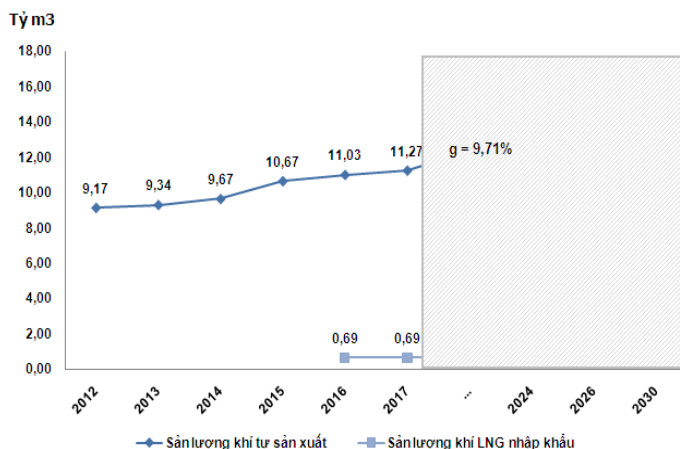
Trong lần báo cáo này chúng tôi cập nhật lại các giai đoạn chiết khấu và tốc độ tăng trưởng (g). So với cách tính trong báo cáo lần đầu đã có những thay đổi nhất định về đánh giá lại giai đoạn tăng trưởng trong giai đoạn đầu. Chúng tôi chỉ giữ lại 1 giai đoạn so với 3 giai đoạn tăng trưởng khác nhau của báo cáo trước, với tốc độ tăng trưởng sau năm 2017 vẫn giữ nguyên như báo cáo lần đầu là 9,71%.

##### Ước tính sản lượng khí cung cấp giai đoạn 2013 – 2030 theo mô hình cũ



Nguồn: FPTS tính toán

##### Ước tính sản lượng khí cung cấp giai đoạn 2013 – 2017 theo mô hình mới



Nguồn: FPTS tính toán

##### Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Đơn vị: Triệu đồng

FCFF	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
FCFF	8.551.500	8.452.477	10.230.593	12.040.329	13.680.255
Thời gian dự phóng	4				
Suất chiết khấu (WACC)	17,07%	17,16%	17,13%	17,04%	16,93%
Hiện giá của dòng tiền	7.304.819	6.162.612	6.368.161	6.403.554	6.222.269
Tổng hiện giá của dòng tiền (4 năm)	32.461.416				
Hiện giá giá trị dòng tiền cuối (Năm 2017)	94.552.164				
Giá trị công ty	127.013.580				
Cộng: Tiền và các chứng khoán ngắn hạn	12.821.985				
Trừ: Nợ	9.230.619				
Giá trị vốn chủ sở hữu	149.066.183				

Lợi ích cổ đông thiểu số	7.439.394
Giá trị vốn chủ sở hữu công ty mẹ	123.165.552
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP)	1.895.000
<b>Giá trị nội tại</b>	<b>64.995</b>

Nguồn: FPTTS dự phóng

- **Sử dụng phương pháp so sánh với P/E:** Trong lần cập nhật này, chúng tôi liệt kê thêm các chỉ số tài chính và chỉ số định giá theo phương pháp so sánh của các doanh nghiệp đầu ngành phân phối khí. Các doanh nghiệp được chọn là những doanh nghiệp có quy mô lớn hơn hoặc bằng GAS với hiệu quả hoạt động ROE đạt trung bình trên 15%. Theo đó, P/E ngành khí tại các nước trong khu vực Châu Á năm 2013 dao động ở mức trung bình 14,61 lần, tại Việt Nam do có rủi ro hệ thống liên quan đến đầu tư vào thị trường Việt Nam, sự bất ổn của môi trường kinh tế nói chung như tỷ giá biến động, lãi suất cao, tốc độ lạm phát thay đổi... Những biến đổi này tác động đến sự dao động giá của các chứng khoán trên thị trường, nên mức P/E tại Việt Nam được chiết khấu thấp hơn so với P/E trung bình trong khu vực. Do vậy, giá cổ phiếu GAS nếu dựa trên định giá theo so sánh P/E là 11,4 lần, tương ứng với mức giá 66.600 đồng/cp, mức giá này tương ứng với EPS dự phóng 2013 đã loại trừ thu nhập bất thường từ Quỹ khoa học công nghệ là 5.947 đồng/cp so với EPS chưa loại trừ là 6.292 đồng/cp.

#### Các chỉ tiêu so sánh với các doanh nghiệp phân bón hàng đầu trong khu vực

STT	Tên	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (Tỷ USD)	P/E	ROE
1	China Resources Gas Group Ltd (1193)	Hồng Kông	5,75	24,44	15,71%
2	CNOOC, Ltd	Hồng Kông	77,90	7,52	22,24%
3	ENN Energy Holdings Ltd (2688)	Hồng Kông	6,20	25,26	18,88%
4	GAIL India Ltd (GAIL)	Ấn Độ	6,55	8,69	18,70%
5	Hong Kong & China Gas Co Ltd (3)	Hồng Kông	23,43	23,53	17,79%
6	Kunlun Energy Co Ltd	Hồng Kông	14,33	16,47	17,43%
7	Oil and Natural Gas Corporation	Ấn Độ	45,95	11,00	22,00%
8	Perusahaan Gas Negara Persero Tbk PT (PGAS)	Indonesia	13,17	14,53	45,34%
9	Petronas Chemicals Group Bhd	Malaysia	16,79	14,69	17,79%
10	PTT Exploration and Production Public	Thái Lan	19,88	9,28	22,57%
<b>Trung vị</b>			<b>15,56</b>	<b>14,61</b>	<b>18,79%</b>
Petrovietnam GAS			5,47		38,71%

Nguồn: Bloomberg

#### Tóm tắt định giá theo phương pháp so sánh tương đối

P/E	Thông số
EPS không tính thu nhập bất thường	5.847
P/E trung bình ngành	14,61
P/E trung bình ngành chiết khấu	11,40
<b>Giá trên một cổ phần (VND)</b>	<b>66.632</b>

Nguồn: FPTTS dự phóng

#### Các thông số vĩ mô về độ ổn định từ Thấp/Cao so với trung bình trong 5 năm qua

Quốc gia	Tiền tệ <sup>1</sup>		Lãi suất <sup>2</sup>		Lạm phát <sup>3</sup>	
	Thấp	Cao	Thấp	Cao	Thấp	Cao
Trung Quốc	-11%	14%	-64%	125%	5%	5%
Ấn Độ	-13%	17%	-93%	293%	-23%	29%

Thái Lan	-11%	16%	-58%	69%	9%	8%
Indonexia	-9%	32%	-50%	63%	-17%	17%
Philippines	-12%	15%	-69%	105%	-13%	13%
<b>Mức độ rủi ro các quốc qua đang xem xét</b>	<b>1,49 lần</b>					
Việt Nam	-14%	14%	-62%	108%	-30%	42%
<b>Mức độ rủi ro của Việt Nam</b>	<b>1,91 lần</b>					

1. Sự thiếu ổn định của tiền tệ so với USD (1996 -2011)

2. Lãi suất cho vay hàng năm (1996 -2011)

3. CPI (2006-2011)

Nguồn: Bloomberg

**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 <b>cao hơn</b> giá thị trường 25%
4/5	Mua - Nếu giá mục tiêu <b>cao hơn</b> giá thị trường 15% đến 25%
3/5	Nắm giữ - Nếu giá mục tiêu <b>trong biên độ</b> +/-15% giá thị trường
2/5	Bán - Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường 15% đến 25%
1/5	Bán mạnh - Nếu giá mục tiêu <b>thấp hơn</b> giá thị trường 25%

- **Lịch sử khuyến nghị:**

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
01/08/2012	<b>NẮM GIỮ</b>	39.000	41.200
29/08/2012	<b>MUA</b>	39.900	48.300
13/11/2012	<b>MUA</b>	39.000	50.400
28/06/2013	<b>NẮM GIỮ</b>	59.000	65.800

**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.

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.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, CTCP Chứng khoán FPT nắm giữ 27 cổ phiếu và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://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**

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, 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