

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM - CTCP

Tháng 5, 2014

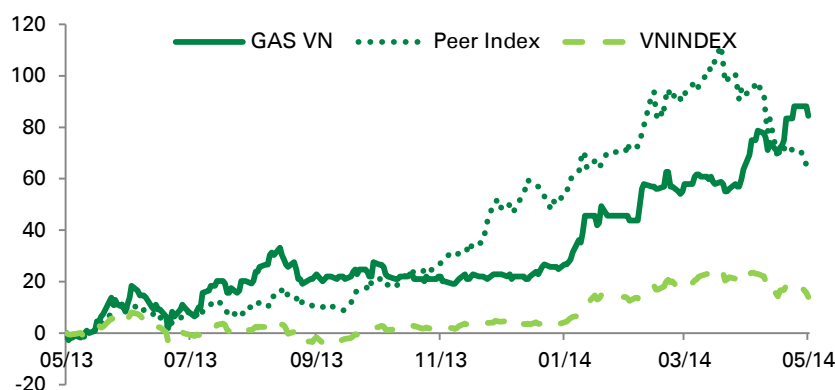
Báo cáo công ty lần đầu: MUA



Giá hiện tại (7.5.2014):	(đồng)	98.500
Giá mục tiêu:	(đồng)	119.000
Mã Bloomberg: GAS VN	Sàn:	HSX
Ngành:	Dầu khí	
Beta:	1,33	
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	86.000-47.576	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	1.895.000	
Vốn hóa (tỷ đồng)	188.553	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)		
KLGDBQ 12 tháng	556.181	
Sở hữu nước ngoài (%)	2,52%	
Năm	Lợi suất cổ tức	EPS (TTM)
2013		6.530
2012		6.530
2011		5.167
Chỉ số tài chính	GAS	Cùng ngành VNI
P/E	14,03	15,5
PEG	0,5	1,2
P/B	5,73	1,49
EBIT/I	25,72	4,36
EV/EBITDA	8,72	5,72
ROE	40,8%	14,9%

PV Gas được thành lập vào năm 1990, từ việc tái cơ cấu lại Ban Điều hành dự án Dầu khí Vũng Tàu, chủ yếu tham gia vào hoạt động mua bán khí và các sản phẩm khí, thu gom và phân phối khí và các dịch vụ kỹ thuật khác. Tổng công ty là công ty con của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam và được chính thức chuyển đổi thành Tổng công ty khí Việt Nam - Công ty cổ phần vào tháng 5/2011 với vốn điều lệ 18.950 tỷ đồng.

Tại ngày 31.12.2013, tổng tài sản của công ty đã lên đến 50,5 nghìn tỷ và doanh thu thuần đạt 65,4 nghìn tỷ.



Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu của Tổng Công ty Khí Việt Nam - CTCP với khuyến nghị MUA dài hạn vì các lý do sau:

- ◆ Việt Nam có tỷ lệ Dự trữ/Sản xuất khí tự nhiên cao nhất và tăng trưởng tiêu thụ nhanh nhất Đông Nam Á với khoảng 85% nhu cầu tiêu thụ đến từ ngành điện, 10% từ phân bón và 5% còn lại từ hộ công nghiệp. Nhu cầu tiêu thụ khí khô và LPG sẽ tiếp tục tăng trưởng và thiếu hụt sẽ được bù đắp bằng nhập khẩu LNG, LPG. GAS chiếm lĩnh 100% thị trường khí khô với tư cách là người bán /nhà phân phối duy nhất tại Việt Nam, đồng thời nắm giữ 50% thị trường LPG bán buôn.
- ◆ Tăng trưởng doanh thu của GAS đã chứng lại trong năm năm qua và đến 2013 chỉ còn 4% nhưng lợi nhuận ròng đã tăng vọt lên mức 12,4 nghìn tỷ trong năm 2013 (+26% cùng kỳ). Sự tăng trưởng của giá bán khí khô và phí thu gom khí mỗi năm theo lộ trình, cùng với nhu cầu tiêu thụ lớn của ngành điện và nhu cầu tăng dần của ngành công nghiệp, sẽ đảm bảo tăng trưởng bền vững cho công ty.
- ◆ GAS đang đầu tư mạnh vào hệ thống nhập khẩu LNG (Thị Vải, Sơn Mỹ) để đảm bảo nhu cầu nội địa, với hợp đồng mới nhất ký với Gazprom M&T Singapore vào tháng 3/2014. Các đường ống dẫn khí mới (Nam Côn Sơn 2, Tây Nam Đông Nam) dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong tương lai gần để tăng sản lượng thu gom khí.
- ◆ Giá GAS đã tăng 70% trong 2013 nhờ mức tăng lợi nhuận đột biến. Chúng tôi tin rằng GAS sẽ tiếp tục tăng mạnh đến mức giá mục tiêu được tính bằng phương pháp DCF, PE, EV/EBITDA khoảng 119.000 đồng /cổ phiếu.

Nội Dung

THỊ TRƯỜNG KHÍ QUỐC TẾ.....	3
Một xu hướng mới được hình thành trong cơ chế định giá	3
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM- VỊ TRÍ CHỦ LỰC CỦA PV GAS	5
Nhập khẩu LNG bù đắp thiếu hụt – Chỉ một nhà nhập khẩu duy nhất.....	5
Chuỗi thị trường khí Việt Nam – một người mua -người phân phối lại duy nhất.....	7
Chiếm lĩnh thị trường các sản phẩm khí.....	8
GIỚI THIỆU VỀ TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM	11
Ban quản trị và cơ cấu cổ đông	12
TÀI SẢN CỦA PV GAS.....	14
Hệ thống đường ống và trạm LNG	14
Hệ thống kho chứa LPG.....	16
HOẠT ĐỘNG KINH DOANH.....	17
Bán và vận chuyển khí.....	17
Các dịch vụ khác	21
Chiến lược phát triển kinh doanh	22
PHÂN TÍCH SWOT.....	23
TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH	24
Tăng trưởng – chứng lại do doanh thu LPG	24
Chi phí & lợi nhuận	25
Đòn bẩy tài chính	27
Khả năng thanh khoản.....	27
EPS và tỷ lệ chia cổ tức.....	27
Kết luận	27
GIẢ ĐỊNH & DỰ BÁO	28
Các giả định chủ yếu	28
Kết quả dự báo	29
Dòng tiền	31
Lãi cơ bản và cổ tức trên cổ phiếu	31
Kết luận	32
ĐỊNH GIÁ	33
So sánh với các công ty cùng ngành	33
EV/EBITDA	34
Chiết khấu dòng tiền (DCF)	34
KẾT LUẬN	37

THỊ TRƯỜNG KHÍ QUỐC TẾ

Một xu hướng mới được hình thành trong cơ chế định giá

Trên toàn cầu, có ba thị trường khí đốt khu vực chính là Bắc Mỹ, Châu Âu, và gần đây nhất là Châu Á. Khí ở hai thị trường đầu tiên chủ yếu được cung cấp theo phương pháp truyền thống, qua hệ thống đường ống dẫn khí và giá cả được thiết lập thông qua hợp đồng dài hạn, và neo chặt theo giá dầu. Tại khu vực phát triển nhanh là Châu Á, các bể hiện được khai thác đang cạn kiệt dần trong khi các bể tiềm năng lại có vị trí kém thuận lợi so với các trung tâm tiêu thụ. Do đó, nhu cầu trong vùng phải được đáp ứng bằng việc nhập khẩu LNG, đắt hơn đáng kể so với khí tự nhiên thông thường.

Trong quá khứ, quy luật của thị trường khí thiên nhiên đó là các mỏ khí sẽ không được phát triển trừ khi khí khai thác đã được bán trước. Trong khi đó, LNG đòi hỏi nguồn vốn đầu tư cực lớn với hợp đồng dài hạn đã được ký trước và phụ thuộc chặt chẽ vào giá dầu. Tuy nhiên, sự phát triển nhanh chóng của khí phi truyền thống tại Mỹ do sự ra đời của khí đá phiến đã dẫn đến giá khí đốt thấp hơn tại Mỹ và thị trường nhập khí nhập khẩu tại Châu Á trong tương lai có thể sẽ chuyển dần sang neo với chỉ số Henry Hub¹ thay vì neo với giá dầu đắt đỏ theo truyền thống. Quy luật thị trường cũ đang xảy ra một vài thay đổi do các yếu tố sau:

- Thứ nhất, nguồn cung khí đốt được chứng minh là khá dồi dào với các phát hiện mới ở ngoài khơi Đông Phi và phía Đông khu vực Địa Trung Hải. Khí đốt từ biển Caspian và Trung Á cũng đang được đưa ra thị trường quốc tế.
- Thứ hai, thị phần của khí đốt đang suy giảm. Nhu cầu khí đốt cho sản xuất điện ở Châu Âu đang lung lay, theo Cơ quan Năng lượng quốc tế IEA. Nguồn than đốt không được sử dụng ở Mỹ đã và đang được xuất khẩu sang Châu Âu, Anh và Châu Á trong khi Liên minh Châu Âu đang cắt giảm kế hoạch sử dụng năng lượng tái tạo bắt buộc cho năm 2030.
- Thứ ba, công nghệ đang mở ra các nguồn tài nguyên khí đốt mới. Gần đây Shell đã xây dựng thành công dàn khoan nổi khí thiên nhiên hóa lỏng (FLNG) ở ngoài khơi bờ biển Tây Bắc của Úc. Công nghệ này dự kiến sẽ giúp cắt giảm chi phí xây dựng đường ống và nhà máy xử lý và giúp việc vận chuyển khí dễ dàng hơn trước đây.

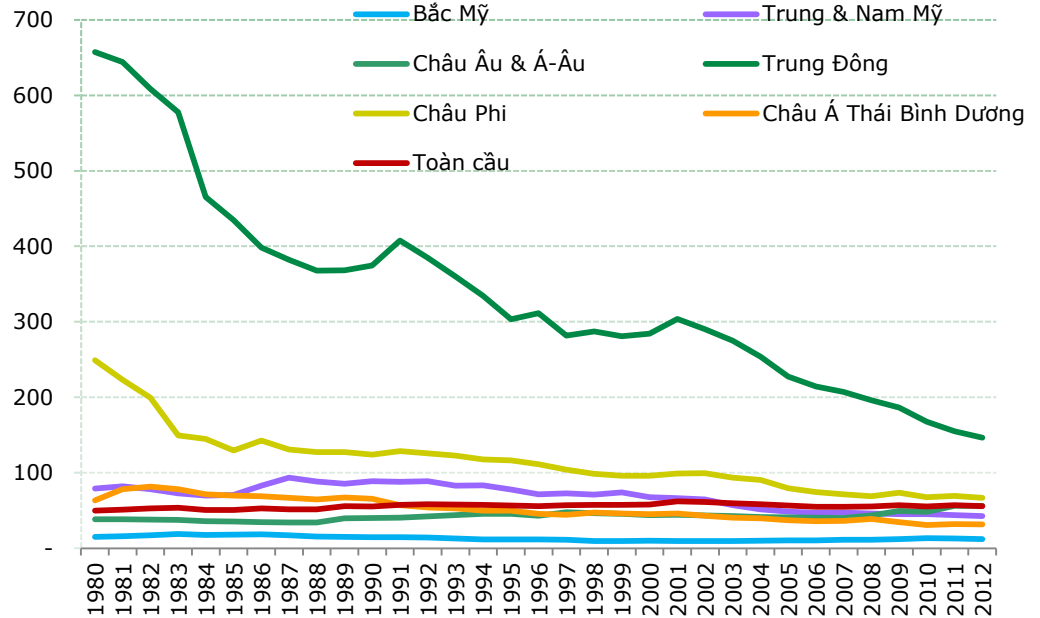
Trong giai đoạn 1980-2012, tổng trữ lượng khí chứng minh toàn cầu có mức tăng trưởng kép CAGR là 3,1% và đạt mức 187 tỷ mét khối (tcm) vào cuối năm 2012, đủ cung cấp cho 55,7 năm sản xuất. Trữ lượng khí chứng minh của Đông Nam Á chỉ vào khoảng 7,5 tcm, chiếm 3,5% toàn cầu trong khi dự trữ toàn cầu tập trung lớn nhất ở khu vực Trung Đông với 43%, theo sau đó là 31% ở Khu vực Á Âu. Mặc dù được hỗ trợ bởi nguồn dự trữ dồi dào, sản xuất ở Trung Đông chỉ đóng góp vào 16% sản lượng toàn cầu vì hoạt động thăm dò và phát triển khí tự nhiên bị tụt hậu so với ngành công nghiệp dầu trong khu vực này. Điều này lý giải cho tỷ lệ Dự trữ/Sản xuất (R/P) của khu vực này luôn ở mức cao nhất thế giới trong hàng thập kỷ qua, dù đã có xu

Một xu hướng mới trong cơ chế định giá đang được hình thành và bắt đầu chuyển sang hướng có lợi cho người mua, với Châu Á dần trở thành sân chơi mới cho ngành công nghiệp khí.

¹ Một hệ thống đường ống dẫn khí quan trọng ở Louisiana, Mỹ, thuộc sở hữu bởi Sabine Pipeline LLC, công ty con của Chevron. Giá khí thiên nhiên giao ngay và giá kì hạn của nó được xem như là hệ thống giá quy chuẩn cho thị trường khí thiên nhiên Bắc Mỹ.

hướng giảm đáng kể thời gian gần đây do nỗ lực mở rộng sản xuất của Khối Tiểu Vương Quốc Ả Rập Thống Nhất trong 20 năm qua. Vị trí nhà sản xuất khí lớn nhất có sự soán ngôi liên tục giữa Châu Mỹ và khu vực Á-Âu với thị phần khoảng 31% toàn cầu. Gần đây, sản xuất khí thiên nhiên ở Châu Mỹ (bao gồm Bắc Mỹ và Nam Mỹ) có xu hướng tăng nhanh hơn khu vực Á-Âu, điều này sẽ giúp Châu Mỹ chiếm vị trí hàng đầu trong lĩnh vực sản xuất khí thiên nhiên vào cuối thập kỷ này.

Tỷ lệ Dự trữ/Sản xuất (R/P)



Nguồn: Thống kê năng lượng thế giới 2013 của BP

Mặc dù việc định giá khí thường phụ thuộc vào các nhà cung cấp và nhu cầu ở Châu Á sẽ tiếp tục tăng mạnh, bên mua đã có những bước đi chủ động. Vào tháng 9/2013, Nhật Bản và Ấn Độ đã đồng ý thành lập một liên minh đa phương các nhà nhập khẩu LNG và đang vận động các quốc gia khác tham gia để đẩy giá khí xuống. Tuy nhiên, cuộc khủng hoảng mới nhất ở Ukraine và sắc lệnh trừng phạt của Châu Âu đối với hành động can thiệp quân sự của Nga vào khoảng đầu năm 2014 đã một lần nữa đẩy giá LNG vào nguy cơ leo thang khi nguồn cung khí cho Châu Âu bị cắt đứt. Một phần ba nguồn cung khí Châu Âu đến từ Nga - nước có trữ lượng khí đốt lớn nhất thế giới, và 40% trong số này được vận chuyển qua hệ thống đường ống của Ukraine. Ngược lại, 76% khí thiên nhiên xuất khẩu của Nga được xuất sang Tây Âu và 25% GDP của nước này đến từ việc bán năng lượng cho Châu Âu. Cổ phiếu của các công ty LNG đang nằm trong sự chú ý.

Với tất cả các yếu tố trên, ngành khí được dự kiến sẽ trở thành một ngành công nghiệp năng lượng chủ đạo nhờ việc định hình lại cán cân cung - cầu từ sự hoạt động của một thị trường hiệu quả và sự phát triển mạnh mẽ của thị trường giao ngay. Ngành công nghiệp này dự kiến sẽ có nhiều thay đổi sôi động với những sự kiện và diễn biến chính trị gần đây. Châu Á Thái Bình Dương nhìn chung sẽ trở thành sân chơi mới cho ngành công nghiệp khí.

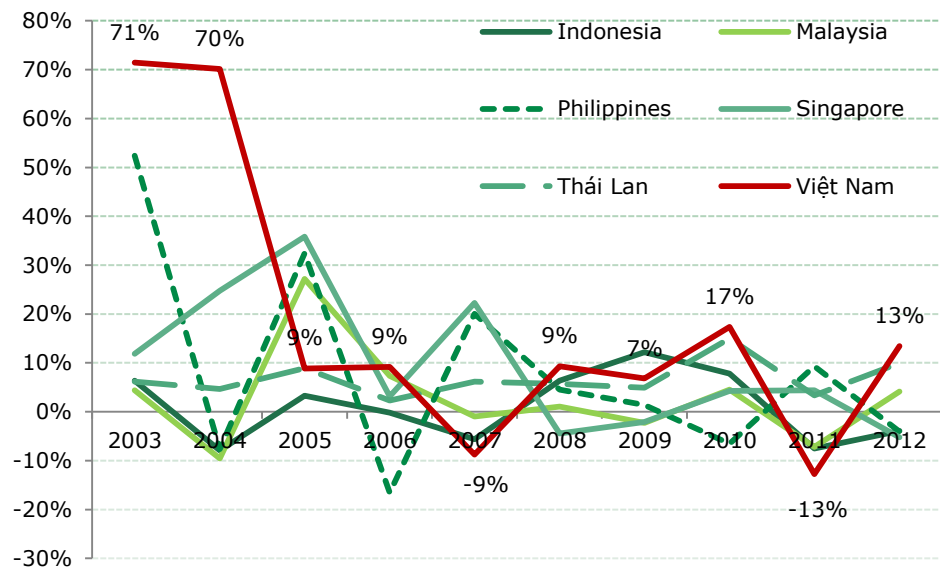
TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG VIỆT NAM- VỊ TRÍ CHỦ LỰC CỦA PV GAS

Nhập khẩu LNG bù đắp thiếu hụt – Chỉ một nhà nhập khẩu duy nhất

Khí thiên nhiên là nguồn năng lượng sạch và đang dần chiếm thị phần lớn hơn trong khối năng lượng cơ bản ở Việt Nam. Từ năm 1980, khoảng 300 tỷ mét khối khí đã được sản xuất tại Việt Nam và quốc gia đã thu hút được 5 tỷ USD đầu tư nước ngoài vào hoạt động thăm dò khai thác. Tăng trưởng tiêu thụ đặc biệt cao trong giai đoạn 2003-2004 nhờ hoạt động thăm dò khai thác bắt đầu phát triển mạnh. Việt Nam đứng thứ 3 trong ASEAN về dự trữ dầu khí, tuy nhiên lại có độ tăng trưởng tiêu thụ nhanh nhất trong khu vực.

Tốc độ tăng trưởng CAGR của nhu cầu khí tự nhiên tại Việt Nam cho giai đoạn 2014-2015 được ước tính khoảng 4,5% trong khi sản xuất là -2%

Tốc độ phát triển tiêu thụ khí tự nhiên

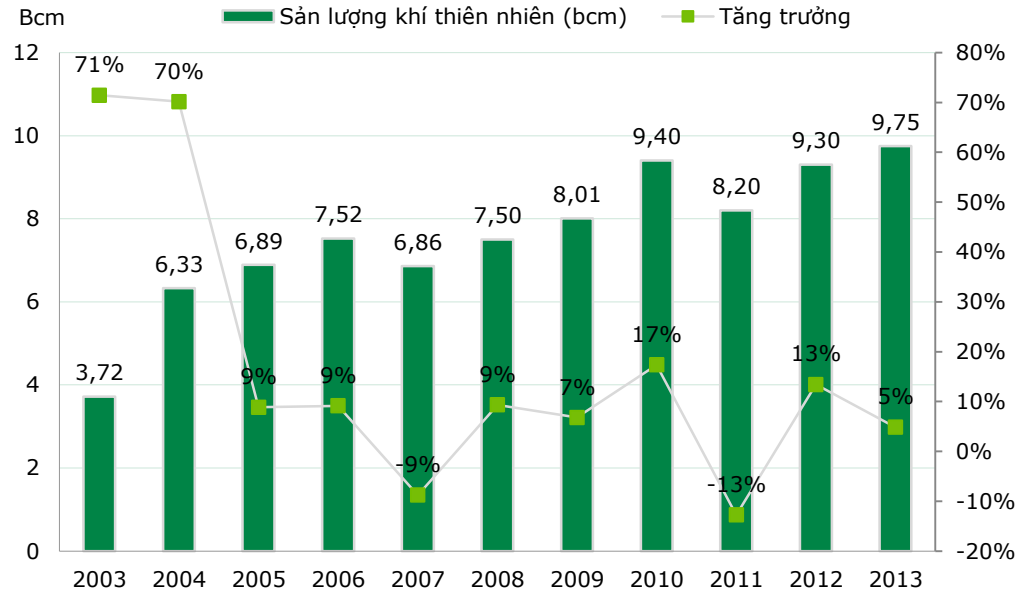


Nguồn: Thống kê năng lượng thế giới 2013 của BP

Nguồn tài nguyên khí quốc gia chủ yếu tập trung ở miền Nam với hệ thống đường ống dẫn khí phát triển tương đối đầy đủ. Tiềm năng khí cũng tồn tại ở khu vực miền Bắc và miền Trung. Tuy nhiên, tính khả thi và triển vọng thương mại của các nguồn khí này không có độ chắc chắn cao. Trong năm năm qua, sản xuất khí nội địa đạt trung bình khoảng 9 tỷ mét khối mỗi năm, phản ánh tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) xấp xỉ 5%. Tuy nhiên con số này dự kiến sẽ giảm nhanh chóng trong 10 năm tới do sự suy yếu của mỏ Bạch Hổ và bể Nam Côn Sơn.

Khoảng 85% nhu cầu khí thiên nhiên tại Việt Nam xuất phát từ ngành điện, 10% từ sản xuất phân bón và 5% còn lại từ các khách hàng công nghiệp (dưới dạng khí thấp áp). Nhu cầu sẽ còn tiếp tục tăng mạnh nhờ sự phát triển kinh tế và dân số. Theo Quy hoạch điện VII, tổng công suất lắp đặt năm 2025 sẽ đạt 97.424 MW (tăng 280% so với năm 2012) kéo theo lượng khí đầu vào tăng 90% so với năm 2012. Khí tự nhiên là một sản phẩm không thể lưu trữ, do đó phải được tiêu thụ ngay sau khi sản xuất. Với lượng cung vượt xa cầu, có thể kết luận rằng trong một tương lai gần, sản xuất khí tại Việt Nam không phụ thuộc vào nhu cầu, mà phụ thuộc vào khả năng khai thác và vận chuyển.

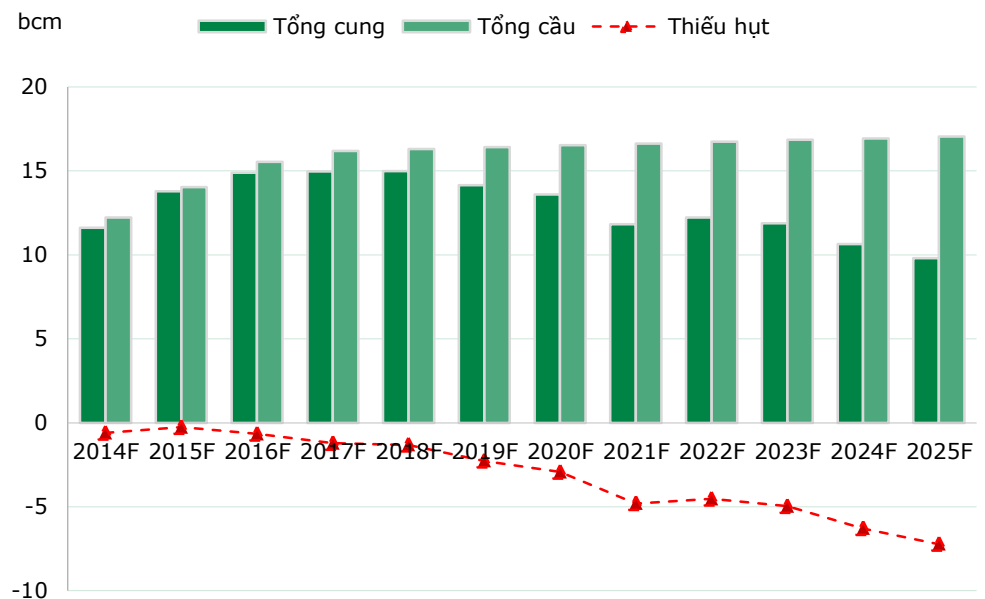
Sản lượng khí thiên nhiên của Việt Nam



Nguồn: PV Gas

Tốc độ tăng trưởng kép CAGR của nhu cầu khí tự nhiên cho giai đoạn 2014-2015 được ước tính khoảng 4,5% trong khi đối với sản xuất là -2%. Đến năm 2015, thiếu hụt khí tự nhiên sẽ tăng lên 1,2 bcm và 5,9 bcm vào năm năm sau đó do trữ lượng bể Cửu Long giảm mạnh. Mặc dù sẽ có các mỏ khí mới được phát triển, sản lượng khí sẽ sụt giảm mạnh từ sau 2017. Nhập khẩu LNG là cần thiết để đáp ứng nhu cầu nội địa. Và nhà nhập khẩu duy nhất được phép nhập khẩu là PVN/PV Gas.

Cân bằng cung - cầu khí thiên nhiên của Việt Nam

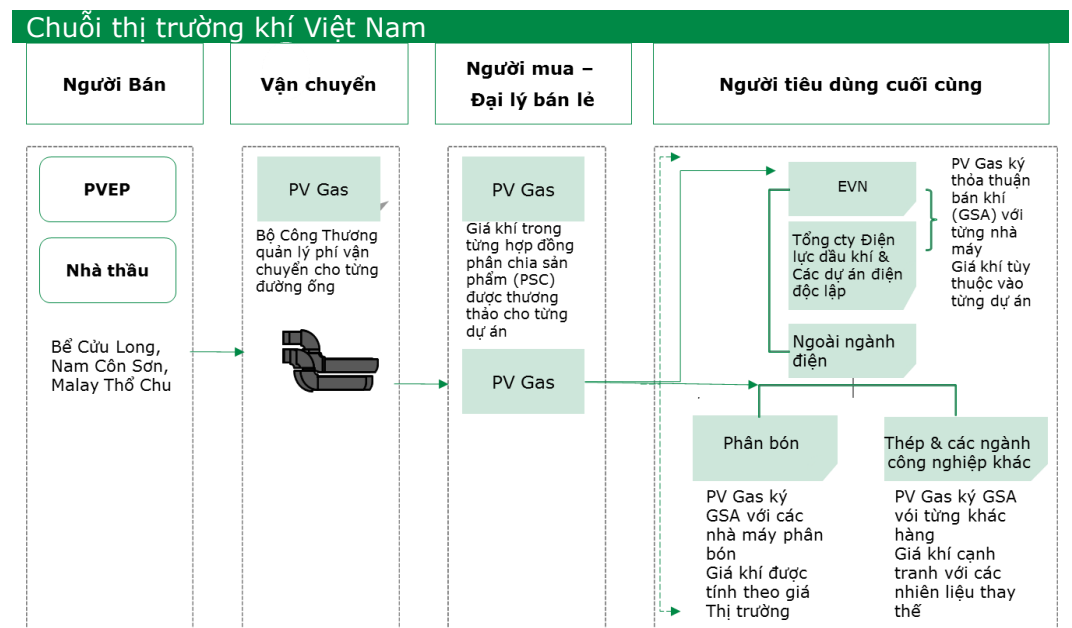


Nguồn: PV Gas

Chuỗi thị trường khí Việt Nam – một người mua -người phân phối lại duy nhất

Thị trường khí thiên nhiên được vận hành theo mô hình sau: “Nhiều người bán – một người mua – một người phân phối lại”, trong đó, PVN – đại diện bởi PV Gas là người mua và phân phối lại duy nhất. Giá khí thiên nhiên ở Việt Nam nhìn chung được giữ thấp hơn giá thế giới và trong vùng để đảm bảo giá điện bán buôn. Trước năm 2014, trong hầu hết các trường hợp, giá khí được thương lượng riêng cho từng dự án trừ khí PM3 CAA được tính toán căn cứ vào giá trung bình dầu nhiên liệu (“MFO”) do một phần của mỏ khí này được bán cho các nhà máy điện tại Malaysia. Cho đến gần đây, các phương pháp xác định giá không liên hệ chặt chẽ với sự năng động của thị trường điện và chỉ tập trung vào phía cung cấp của chuỗi thị trường. Tuy nhiên, vào đầu tháng 4/2014, Thủ Tướng Nguyễn Tấn Dũng đã phê duyệt Đề trình số 17971/BTC-TCT của Bộ Tài Chính, trong đó kiến nghị thả nổi giá khí (bể Cừu Long) cho Đạm Phú Mỹ lên 46% giá dầu nhiên liệu (MFO). Ngoài ra, giá khí bán cho các nhà máy điện trên mức bao tiêu được tính theo phần trăm MFO, tăng dần từ 70% trong Q2/2014 lên 80% trong Q3, 90% trong Q4 và ngang với giá MFO năm 2015, cộng thêm phí vận chuyển. Giá khí cung cấp cho sản xuất điện (sản lượng dưới mức bao tiêu) được quy định bởi Nhà Nước. Giá khí cho các khách hàng công nghiệp được tính dựa theo giá của các nhiên liệu thay thế.

Hiện tại, giá bán sỉ khí thiên nhiên tại Việt Nam đã được thả nổi một phần. Ngành điện vẫn được trợ cấp một phần bởi Chính Phủ.



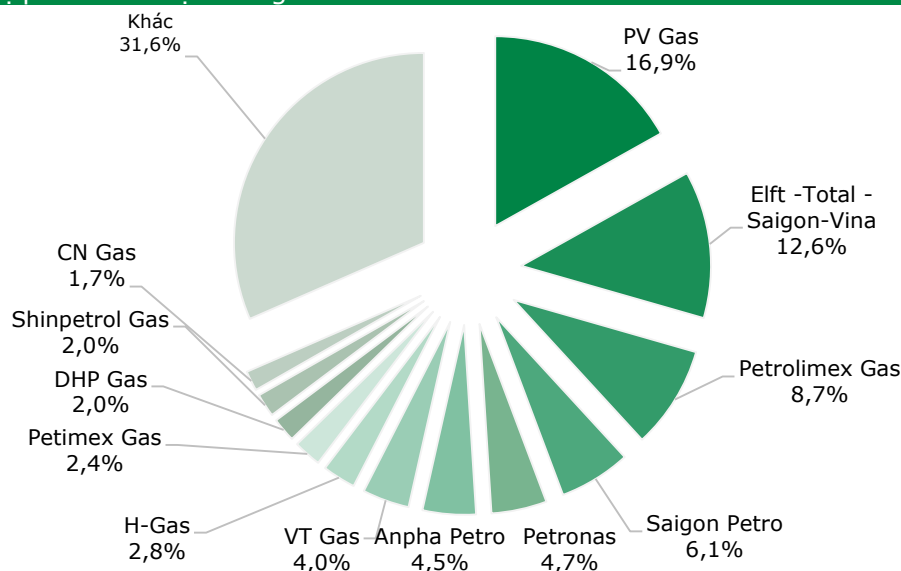
Nguồn: PVN, VPBS

Cơ chế định giá trên hỗ trợ một phần cho ngành điện nhưng không hỗ trợ cho sản xuất phân bón như cơ chế định giá cũ. Điều này nhằm khuyến khích việc đầu tư vào mảng thăm dò khai thác, đặc biệt ở các khu vực nước sâu. Khi thị trường phát triển, việc PVN thả nổi hoàn toàn giá khí theo giá thị trường là không thể tránh khỏi. Tuy nhiên, nền kinh tế Việt Nam cần thời gian để có thể thích ứng được với việc thả nổi giá khí, đặc biệt là các hộ tiêu thụ điện. Nguồn cung nhiên liệu cho điện có thể được đa dạng hóa. PV Gas cũng được hưởng lợi vì khi nhu cầu tăng cao, giá bán và doanh thu phân phối vận chuyển cũng tăng mạnh.

Chiếm lĩnh thị trường các sản phẩm khí

Thị trường LPG chịu sự kiểm soát đa Bộ và các công ty kinh doanh LPG phải được sự chấp thuận của tất cả các Bộ này trước khi được phép tham gia thị trường. Hiện tại, có khoảng 53 công ty kinh doanh trên thị trường LPG Việt Nam, trong đó có 23 công ty được phép xuất nhập khẩu và số còn lại tham gia vào mảng phân phối. Các công ty Nhà Nước cùng với các công ty liên doanh chiếm hơn 50% thị phần. Tuy nhiên, trong các năm qua, trật tự này đang dần thay đổi. Các công ty tư nhân và cổ phần hóa với mức tăng trưởng cao từ 25-30%/năm đã thâm nhập thị trường và giảm bớt đáng kể tác động của các công ty Nhà Nước và liên doanh.

Thị phần của thị trường LPG bán lẻ



Nguồn: PV Gas

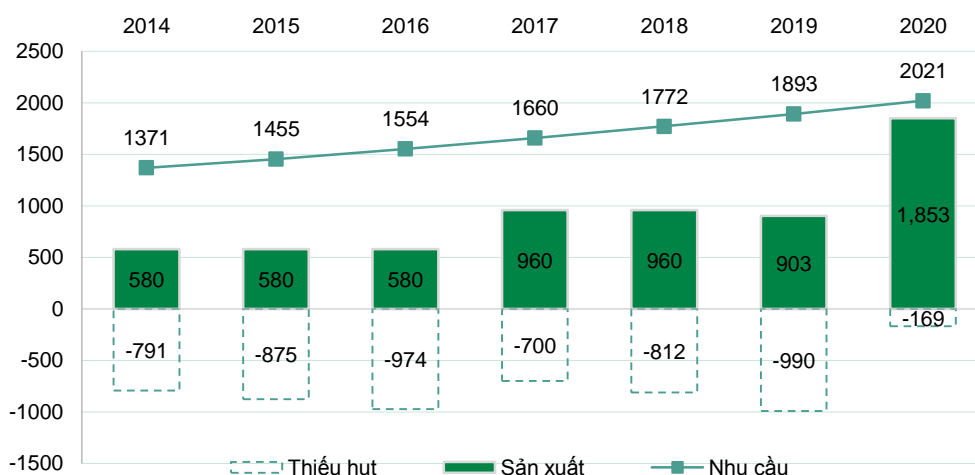
Các công ty LPG Việt Nam chỉ có khả năng tiếp nhận tại chỗ tàu LPG cỡ vừa và nhỏ vì công suất kho chứa nhỏ. Điều này lý giải cho giá LPG nội địa không ổn định vì các công ty với vòng quay hàng tồn kho nhỏ không có khả năng lưu trữ lượng LPG lớn khi giá giảm. Tổng công suất chứa LPG của Việt Nam vào khoảng 129,2 nghìn tấn (kt), với miền Nam chiếm 79,4%. PV Gas sở hữu các hệ thống kho chứa lớn nhất vào khoảng 70,6 kt.

LPG tại Việt Nam chủ yếu được dùng làm nguyên liệu nấu nướng, trong khu vực thương mại và công nghiệp. Hiện tại, miền Nam tiêu thụ khoảng 66% tổng nhu cầu LPG, miền Bắc 30% và miền Trung 4%. Ngành công nghiệp là nguồn tiêu thụ LPG lớn nhất, chiếm khoảng 65% tổng cầu, khu vực nhà ở và thương mại chiếm khoảng 32%. Chúng tôi ước tính rằng nhu cầu sẽ tăng trưởng với tốc độ trung bình từ 6% đến 7% hằng năm cho đến năm 2020 và sẽ đạt mức 2 triệu tấn (Mt) vào năm 2020 nhờ sự phát triển của khu vực nhà ở và thương mại.

Về phía cung, LPG được cung cấp bởi hai nhà sản xuất nội địa - nhà máy Dinh Cố và nhà máy lọc dầu Dung Quất, và nhập khẩu. Nhà máy Dinh Cố được vận hành bởi PV Gas, đặt ở miền Nam và sử dụng khí thiên nhiên từ mỏ Bạch Hổ (bể Cửu Long) và bể Nam Côn Sơn để sản xuất LPG. Dinh Cố đáp ứng trung bình từ 20 đến 25% nhu cầu của cả nước. Dung Quất đi vào sản xuất sau Dinh Cố 10 năm, nhưng vai trò của nhà máy này như một nguồn cung nội địa chủ chốt đã ngày càng trở nên quan trọng, với công suất tăng đều qua các năm. Tuy vậy, sản xuất nội địa vẫn thiếu hụt, và 50%-

55% nhu cầu phải được đáp ứng thông qua nhập khẩu, chủ yếu từ Singapore, Malaysia, Trung Đông và một nửa từ Trung Quốc. Theo Viện Dầu Khí Việt Nam (VPI), bắt đầu từ năm 2017, khu kinh tế Nghi Sơn với công suất tối đa, sẽ cung cấp 380kt LPG hằng năm, tương đương với 30% nhu cầu hiện tại. Vào năm 2020, sẽ có thêm ba nhà máy lọc dầu – Long Sơn, Vũng Rô, và nhà máy lọc dầu thứ năm – dự kiến sẽ đi vào hoạt động và cung cấp thêm khoảng 950kt LPG hằng năm, đáp ứng 91% tổng cầu. Điều này có nghĩa là thiếu hụt LPG sẽ được thu hẹp lại chỉ còn 9% so với 40-50% của thập kỷ trước đó. Tuy nhiên, nếu các dự án hóa dầu mới, đồng thời cũng là nguồn tiêu thụ LPG lớn, như nhà máy Polypropylene (PP), polyethylene (PE) và methyltert-butyl ether (MBTE) đi vào hoạt động sau năm 2020, thiếu hụt LPG của Việt Nam sẽ càng lớn. Việt Nam vẫn sẽ tiếp tục nhập khẩu LPG.

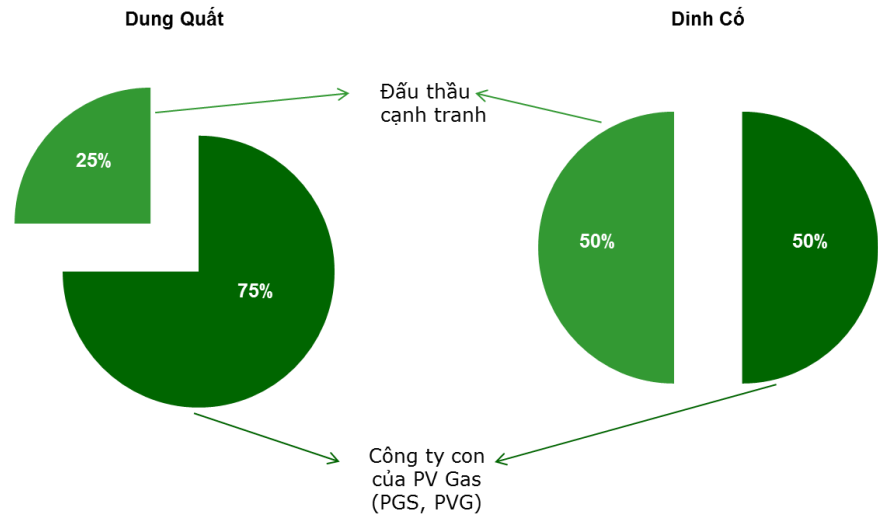
Cân bằng cung – cầu LPG Việt Nam (nghìn tấn)



Nguồn: VPBS ước tính

Giá bán lẻ LPG tại Việt Nam được thả nổi theo giá thế giới và không phụ thuộc vào cân bằng cung-cầu. Hiện tại, PV Gas chiếm lĩnh thị trường LPG Việt Nam nhờ hai công ty con là Công ty cổ phần kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam (PGS) và Công ty cổ phần kinh doanh khí hóa lỏng miền Bắc (PVG). Tiêu thụ LPG ở Việt Nam được đáp ứng bằng nhập khẩu và sản xuất trong nước từ nhà máy Dinh Cố và nhà máy lọc dầu Dung Quất. PV Gas phân phối 100% sản lượng của Dinh Cố và 75% sản lượng của nhà máy Dung Quất.

Sản phẩm khí khác hiện đang được kinh doanh trên thị trường Việt Nam là khí nén thiên nhiên (CNG), được phân phối bởi CNG Việt Nam và Công ty cổ phần Khí hóa lỏng miền Nam (công ty con của PV Gas). CNG được sử dụng chủ yếu trong lĩnh vực sản xuất công nghiệp và giao thông vận tải. Thị phần của CNG trong nhiên liệu giao thông vận tải khá khiêm tốn nhưng có tiềm năng phát triển cao do thuộc tính sạch và tiết kiệm của loại nhiên liệu này. Hiện tại, có 28 xe bus chạy bằng CNG đang được vận hành bởi Công ty TNHH xe khách Sài Gòn và Liên hiệp hợp tác xã vận tải. Khi cơ sở hạ tầng và giao thông công cộng tại Việt Nam được phát triển, nhu cầu CNG sẽ tăng mạnh hơn nữa. Ở thời điểm hiện tại, PV Gas là đơn vị duy nhất cung cấp dịch vụ chuyển đổi động cơ chạy bằng xăng dầu sang động cơ chạy khí và cung cấp CNG làm nhiên liệu giao thông vận tải ở Việt Nam.



Nguồn: PV Gas

Ngoài ra một sản phẩm khác ở thị trường Việt Nam là khí thấp áp, về cơ bản là khí tự nhiên ở áp suất thấp, chủ yếu bao gồm hydrocarbon. Khí thấp áp có trị nhiệt cao và hiệu suất đốt cao, khiến cho loại khí này có ưu thế vượt trội về mặt công nghệ, môi trường và tính kinh tế. PV Gas cung cấp khí thiên nhiên cho PV GAS D sau đó công ty này giảm áp sau đó phân phối đến các khu công nghiệp Phú Mỹ - Mỹ Xuân - Gò Dầu, Nhơn Trạch và Hiệp Phước.

Như vậy, có thể nói PV Gas là cánh tay phân phối chủ lực của Petro Vietnam trên thị trường khí và các sản phẩm khí. Trên thực tế đây là công ty duy nhất bán và phân phối khí khô, CNG. Như đã nói ở trên, công ty nắm giữ hơn 50% thị trường bán buôn khí hóa lỏng (LPG) nội địa. Khí khô và LPG chiếm khoảng 90% tổng doanh thu của PV Gas.

GIỚI THIỆU VỀ TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM

Tổng Công ty khí Việt Nam được thành lập vào ngày 20.9.1990 từ sự cơ cấu lại của Ban điều hành Dự án Dầu khí Vũng Tàu, chủ yếu tham gia vào các hoạt động thu gom, nhập khẩu, vận chuyển, lưu trữ, xử lý, phân phối và kinh doanh khí và các sản phẩm khí. Tổng Công ty là một công ty con của Tập đoàn Dầu Khí Việt Nam và chính thức chuyển đổi thành Tổng Công ty Khí – Công ty cổ phần vào tháng 5/2011 với vốn điều lệ 18.950 tỷ đồng. Cổ phiếu của PV Gas được niêm yết trên Sàn Giao dịch chứng khoán Hồ Chí Minh với mã “GAS” và là công ty có mức vốn hóa lớn nhất trên thị trường. Ngay sau khi được thành lập, PV Gas đã đưa nhiều dự án đầu tư quan trọng vào vận hành.

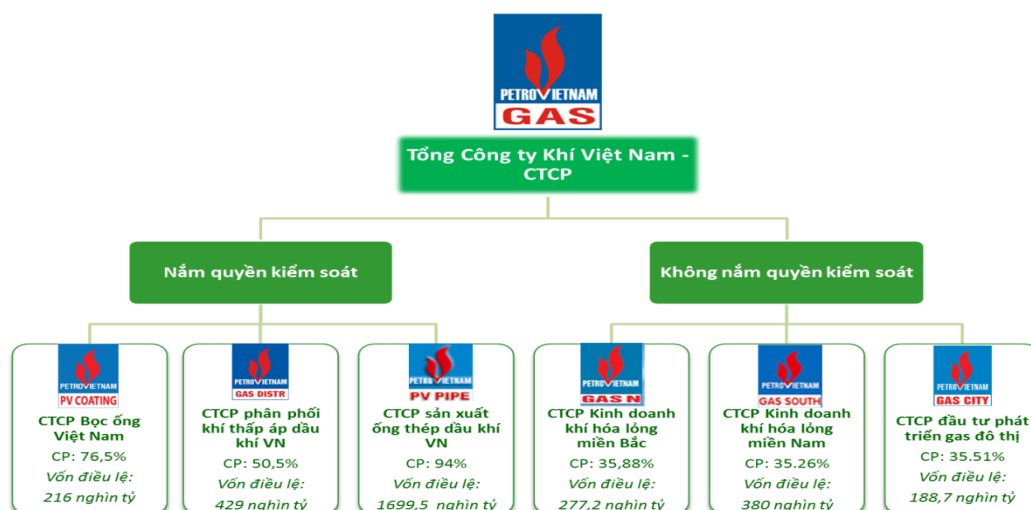
- Từ năm 1993 đến 1997: vận chuyển thành công khí lên bờ qua hệ thống ống dẫn khí Cửu Long
- Từ năm 1997 đến 2001: hoàn tất nhà máy xử lý khí Dinh Cố, cảng Thị Vải
- Từ năm 2002 đến 2011: hoàn tất dự án Nam Côn Sơn và PM3-Cà Mau

PV Gas hiện đang đầu tư thêm một số dự án khí khác, dự kiến sẽ hoàn tất trong tương lai gần như:

- Dự án Lô B – Ô Môn, Nam Côn Sơn 2
- Dự án nhập khẩu LNG, nhà máy xử lý khí Cà Mau,
- Dự án đường ống nối liền miền Tây Nam và Đông Nam Bộ

Tính đến thời điểm hiện tại, PV Gas có sáu công ty thành viên, trong đó có ba công ty chịu sự kiểm soát của PV Gas. PV Gas hiện đang phân phối các sản phẩm của mình thông qua các công ty này.

PV Gas và các công ty thành viên



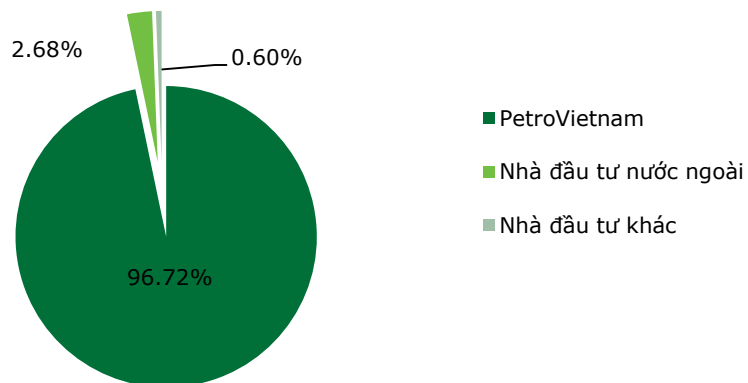
Nguồn: PV Gas

Ban quản trị và cơ cấu cổ đông

Mặc dù đã được niêm yết từ năm 2011, PV Gas trên thực tế vẫn chịu sự kiểm soát của Chính Phủ - đại diện bởi PetroVietnam với 96,72% cổ phần sở hữu. Hiện tại chỉ có 3,28% cổ phiếu tự do giao dịch được nắm giữ bởi các nhà đầu tư trong nước và nước ngoài. Sự quan tâm của các nhà đầu tư nước ngoài đã gia tăng trong với khối ngoại mua ròng liên tiếp dẫn đến tỷ lệ sở hữu của nước ngoài tăng lên gần gấp đôi từ 1,39% trong năm 2012 lên 2,68% tại thời điểm 5.5.2014. Các đầu tư nước ngoài chủ chốt bao gồm J.P.Morgan Asset Management (Singapore), Norges Bank Investment Management, Korea IM, Schorder IM, Mirae Assets Global Investment. Goldman Sachs Asset Management (US) cũng đã bắt đầu mua vào 1 triệu cổ phiếu PV Gas trong đầu năm 2014. Từ 2012 đến đầu năm 2013, đã có vài hoạt động thẩm định doanh nghiệp (due diligence) được thực hiện nhưng PetroVietnam vẫn chưa thành công trong việc tìm kiếm đối tác chiến lược.

Hiện tại, PetroVietnam đang có ý định bán lại hơn 20% cổ phần của mình tại GAS với mục đích mua lại cổ phần của Chevron trong Lô B – Ô Môn. Trong đó có 2-5% sẽ được bán ra thị trường và 16,7-19,7% bán cho đối tác chiến lược. Việc này dự kiến sẽ được thực hiện trong 2014 hoặc 2015.

Cơ cấu cổ đông của PV Gas tại ngày 7.5.2014



Nguồn: PV Gas

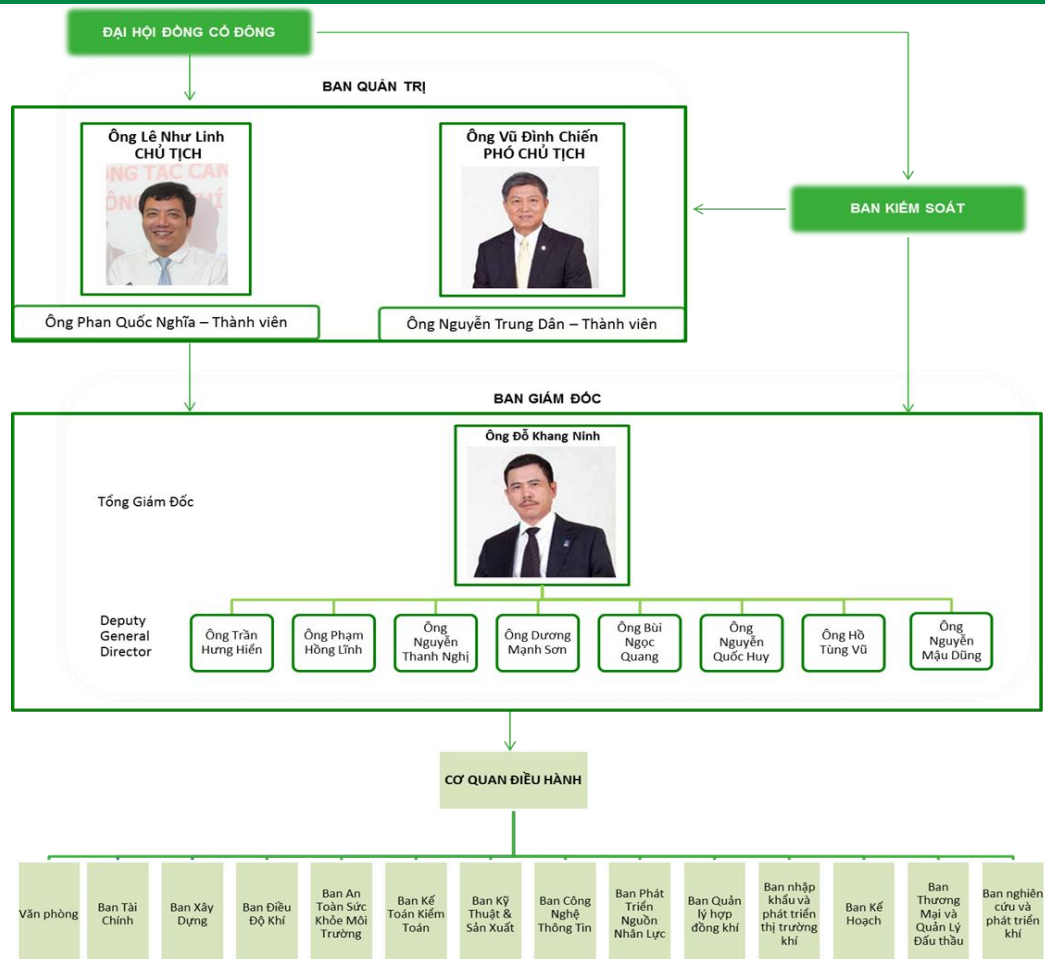
Về mặt cơ cấu tổ chức của công ty, có sự thay đổi lớn trong ban quản trị của PV Gas với việc Bà Nguyễn Thị Lan thôi giữ chức chủ tịch hội đồng quản trị vào tháng 4/2013 và Ông Lê Như Linh được bổ nhiệm làm chủ tịch vào tháng 12/2013.

Ông Lê Như Linh sinh năm 1967, là con của một giáo sư trường Đại Học Mỏ Địa Chất. Ông đã được đào tạo chính quy và có kinh nghiệm giảng dạy chuyên ngành Kinh tế Địa chất Dầu khí. Là một Tiến sĩ, ông Linh đã có nhiều đóng góp cho ngành Dầu khí Việt Nam trong thời gian nắm giữ nhiều cương vị như:

- Giảng viên môn Kinh tế Địa chất, trường Đại học Mỏ- Địa chất Hà Nội
- Phó trưởng Ban Kế hoạch Đầu tư, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam

- Trưởng Ban Đầu tư Phát triển, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam
- Chủ tịch Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ Dầu khí (PV Drilling)
- Từ tháng 4/2010 đến nay, ông Lê Như Linh giữ chức vụ Bí thư Đảng ủy, Chủ tịch Hội đồng Thành viên Tổng công ty Dầu Việt Nam.

Cơ cấu tổ chức của PV Gas



Nguồn: PV Gas

TÀI SẢN CỦA PV GAS

Hệ thống đường ống và trạm LNG

Khí thiên nhiên khai thác từ mỏ lên, theo truyền thống được vận chuyển từ xe bồn/bể chứa đến các nhà máy xử lý và khách hàng thông qua hệ thống đường ống dẫn khí. PV Gas nắm quyền kiểm soát toàn bộ hệ thống ống dẫn ở Việt Nam với tỷ lệ sở hữu từ 51% đến 100%. Điều này đã mang đến vị trí dẫn đầu thị trường nội địa với dòng tiền mạnh và ổn định cho công ty qua các năm.



Hiện tại, PV Gas đang sở hữu hệ thống đường ống với tổng giá trị đầu tư khoảng 23 nghìn tỷ đồng bao gồm:

- Hệ thống đường ống dẫn khí Bạch Hổ-Phú Mỹ: PV Gas sở hữu 100%. Đường ống này vận chuyển khí đồng hành từ các mỏ Rạng Đông, Bạch Hổ ở bể trầm tích Cừu Long vào bờ cung cấp khí cho nhà máy xử lý khí Dinh Cố, các nhà máy điện Bà Rịa, Phú Mỹ, nhà máy đạm Phú Mỹ. Hệ thống đường ống được hoàn thành giai đoạn một năm 1995, giai đoạn hai năm 2002, công suất 2 tỷ m³/năm, có chiều dài 220 km, đường kính 16". Hệ thống đường ống Bạch Hổ đã khấu hao gần hết.
- Hệ thống đường ống Nam Côn Sơn: PV Gas sở hữu 51%. Đường ống vận chuyển khí từ các mỏ Lan Tây, Rồng Đồi, Rồng Đồi Tây ở bể

Nam Côn Sơn, cung cấp khí cho các nhà máy điện Phú Mỹ. Hoàn thành giai đoạn một vào ngày 01.01.2002, giai đoạn hai ngày 16.10.2008, công suất 7 tỷ m³/năm, chiều dài 400 km, đường kính ống 26".

- Hệ thống đường ống PM3-CAA: PV Gas sở hữu 100% bởi PV Gas. Đường ống dẫn khí từ các mỏ ở khu vực PM3-CAA về cung cấp khí cho Tổ hợp Điện – Đạm Cà Mau. Đường ống được hoàn thành vào tháng 5/2007 với công suất 2 tỷ m³/năm, có chiều dài 330 km.
- Hệ thống đường ống từ Lô B về Ô Môn: công suất dự kiến 7 tỷ m³/năm, cung cấp khí cho các nhà máy điện Ô Môn. Dự án đường ống dài nhất Việt Nam có tổng vốn đầu tư 1,3 tỷ USD, trong đó, PV GAS nắm giữ 51% cổ phần, trong khi Chevron của Mỹ, MOECO của Nhật Bản và PTTEP của Thái Lan sở hữu 49%.

Trong giai đoạn năm 2014 – 2015, sẽ có thêm hệ thống dẫn khí dự kiến sẽ đi vào hoạt động: Nam Côn Sơn 2 và Đông Nam Tây Nam với tổng công suất 16 tỷ mét khối khí/năm (bcm/a). Dự án Lô B – Ô Môn đã được tạm ngừng do bất đồng trong thỏa thuận về giá giữa PV Gas và đối tác Chevron. Tuy nhiên có khả năng PVN đang lên kế hoạch bán hơn 20% cổ phần trong PV Gas để lấy vốn mua lại phần sở hữu của Chevron trong dự án Lô B – Ô Môn. Nếu điều này xảy ra, dự án sẽ được đưa vào hoạt động sớm hơn và doanh thu của PV Gas sẽ gia tăng đáng kể nhờ lượng khí tự nhiên mới từ lô khí này.

LNG là khí thiên nhiên hóa lỏng đã loại bỏ tạp chất, chủ yếu bao gồm methane, với thể tích chỉ bằng 1/600 khí thiên nhiên ở điều kiện tiêu chuẩn. Tại các trạm tiếp nhận khí, LNG được chuyển trở lại trạng thái khí và phân phối cho các khách hàng thông qua hệ thống đường ống. Có tính chất tương tự như khí thiên nhiên, tuy nhiên, khí thiên nhiên là một sản phẩm mang tính khu vực, LNG là một sản phẩm mang tính toàn cầu vì nó có thể được vận chuyển đến những nơi không có hoặc thiếu nguồn cung khí thiên nhiên.

Do sản xuất nội địa không đủ đáp ứng nhu cầu và thiếu hụt khí sẽ tăng nhanh từ sau 2016, PV Gas đang phát triển hai trạm tiếp nhận chuyển đổi khí LNG đầu tiên tại Việt Nam với tổng giá trị đầu tư 1,55 tỷ USD:

- Thị Vải LNG (tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu): dự án có công suất 1 triệu tấn/năm (mmtpa) này nhằm cung cấp LNG cho PV Gas D, các khu công nghiệp và các nhà máy điện, dự kiến đi vào hoạt động vào năm 2017. Vào đầu tháng 3/2014, PV Gas đã ký hợp đồng nhập khẩu LNG cho trạm này với nhà cung cấp là Gazprom M&T Singapore.
- Sơn Mỹ LNG (tỉnh Bình Thuận): công suất dự kiến ban đầu là 3 mmtpa, dự định đi vào hoạt động vào năm 2018 để cung cấp cho các nhà máy điện độc lập ở khu vực Sơn Mỹ. Công suất của trạm này dự kiến sẽ tăng lên 6-10 mmtpa sau năm 2020 để cung cấp khí cho miền Nam và Trung Nam Bộ.

Hệ thống kho chứa LPG

Đến cuối năm 2013, trên toàn lãnh thổ Việt Nam có 50 kho chứa LPG với tổng công suất 129,2 nghìn tấn (Kt). Tại thời điểm hiện tại PV Gas đang sở hữu 3 kho chứa LPG với tổng công suất là 70,6 nghìn tấn bao gồm kho lạnh LPG thị Vải (60Kt), kho LPG Thị Vải (8,6Kt) và kho LPG Dung Quất (2Kt). Điều này cho phép PV Gas có vòng quay hàng tồn kho lớn hơn để bình ổn giá LPG đầu vào khi giá quốc tế biến động.

Hệ thống kho chứa LPG của PV GAS

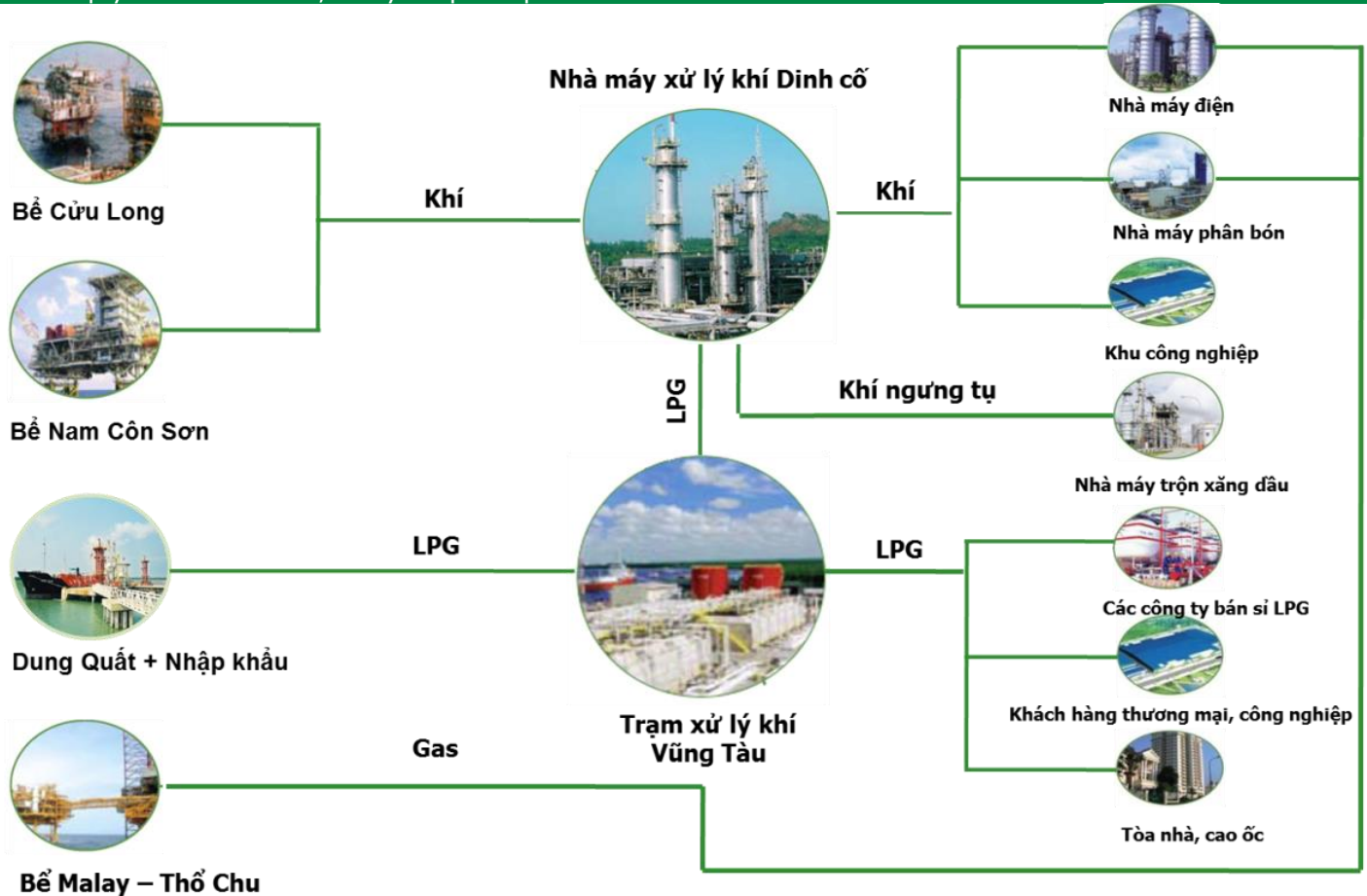


Nguồn: PV Gas

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Hoạt động kinh doanh của PV Gas rất cụ thể và chuyên biệt. Hoạt động chính của công ty bao gồm sản xuất khí thiên nhiên; thu gom, vận chuyển, lưu trữ khí và các sản phẩm khí; phân phối nhiên liệu khí thông qua hệ thống ống dẫn; nhập khẩu và kinh doanh khí khô, khí hóa lỏng (LPG), khí ngưng tụ, khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG), khí thiên nhiên nén (CNG) và chuyển đổi động cơ chạy bằng khí. Có thể tóm tắt hoạt động chủ đạo của PV Gas trong đồ thị dưới đây.

Chuỗi quy trình sản xuất, xử lý và phân phối khí



Nguồn: PV Gas

Các hoạt động này có thể đưa vào bốn nhóm chính: kinh doanh khí và các sản phẩm khí, thu gom khí và các dịch vụ khác.

Bán và vận chuyển khí

Khí khô: là khí tự nhiên hoặc khí đồng hành được xử lý khi phân tách nước, bupro, khí ngưng tụ. Khí khô là một nhiên liệu sạch được sử dụng chủ yếu cho sản xuất điện, phân đạm, khu công nghiệp và nguyên liệu cho khu phức hợp hóa dầu.

PV Gas hiện đang thu gom và vận chuyển khí từ bể Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay – Thổ Chu để cung cấp cho các nhà máy điện, nhà máy phân bón và khu công nghiệp dưới dạng khí thấp áp và khí nén thiên nhiên thông qua hệ thống phân phối của CTCP Phân phối Khí thấp áp Việt Nam (PV Gas

D/PGD), CTCP CNG Việt Nam (CNG) và CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam (PGS). Quyết định mới thả nổi giá khí bán cho Đạm Phú Mỹ sẽ không ảnh hưởng đến doanh thu của PV Gas vì khoản chênh lệch giữa giá mới và giá cũ sẽ được ghi nhận vào doanh thu của PVN, không phải PV Gas. Đối với giá khí bán cho các nhà máy điện trên mức bao tiêu, chỉ có doanh thu từ Nam Côn Sơn 1 (Lô 6.1 và 11.2) sẽ bị ảnh hưởng bởi phương thức tính giá mới này vì đây là khu vực duy nhất có sản lượng khí trên mức bao tiêu 3.55 bcm.

- *Bể Nam Côn Sơn:* Khí từ Lô 6.1, 11.2, Hải Thạch Mộc Tinh và Chim Sáo được bán theo bốn hợp đồng riêng biệt giữa PV Gas và các chủ mỏ. Trong khi giá khí từ các mỏ khác khá tương đồng, giá Hải Thạch Mộc Tinh là cao nhất, trên 5 USD cho một triệu đơn vị nhiệt lượng Anh (mbtu), sau đó sẽ được thêm ít nhất 1 USD phí vận chuyển (tăng 1-2% mỗi năm) và 0,15 USD thuế quan đến tay người mua hàng. Phí vận chuyển là để bù đắp cho khoản đầu tư của công ty ở Phú Mỹ GDC. PV Gas tuân thủ theo giá khí trong hợp đồng nếu lượng khí ở dưới mức bao tiêu (take or pay). Nếu lượng khí ở trên mức bao tiêu², giá khí sẽ được ước tính dựa trên giá FO như dưới đây.

Giá khí Nam Côn Sơn (USD/mbtu)			
Lô 06.1, 11.2, Chim Sáo - Dưa	2013	2014	2015
ĐIỆN & ĐẠM			
<i>Giá mua vào</i>	3,58	3,66	3,73
Dưới mức 3,8 tỷ m3	5,19	5,36	5,46
Trên 3,8 tỷ m3			
<i>Giá bán ra</i>	3,58	3,81	3,88
Dưới mức 3,8 tỷ m3		11,63	15,72
Trên 3,8 tỷ m3	0,15	0,15	0,15
Thuế quan	1,12	1,14	1,16
Phí vận chuyển			
Hải Thạch Mộc Tinh			
ĐIỆN & ĐẠM			
<i>Giá mua vào</i>	5,36	5,54	5,66
<i>Giá bán ra</i>	5,36	5,54	5,66
Giá khí	1,12	1,14	1,16
Phí vận chuyển			
CÔNG NGHIỆP			
CNG		9,17	9,40
PV Gas D		13,73	14,00

Nguồn: PV Gas

Đầu ra tiêu thụ của khí Nam Côn Sơn là các nhà máy điện, phân bón, PV Gas D, PGS và CNG Việt Nam. Giá bán được quy định bởi PVN nhưng CNG được hưởng mức giá ưu đãi vì PV Gas muốn thông qua công ty này để thâm nhập thị trường các khách hàng ở xa hệ thống ống dẫn và khuyến khích sử dụng nhiên liệu thân thiện với môi trường. Khí bán cho PV Gas D ở mức giá cao nhất vì đây không phải là khách hàng bao tiêu, sau đó là PGS. Như vậy, doanh thu ở Bể Nam Côn Sơn đến chủ yếu từ các hộ tiêu thụ công nghiệp. Đối với các khách hàng điện và phân bón, PV Gas chỉ có doanh thu từ phí thu gom và vận chuyển.

² Là một loại hợp đồng phổ biến trong ngành khí trong đó người mua hoặc (1) nhận và thanh toán một lượng hàng hóa đối thiếu mỗi năm; hoặc (2) thanh toán một khoản tiền phạt nếu không nhận hàng trong thời gian quy định.

- **Bể Cửu Long:** PV Gas mua khí theo mức giá đã được định sẵn cho năm 2014 và 2015. Giá cho khoảng thời gian sau đó chưa được xác lập. Giá khí bán cho các nhà máy điện tương tự như giá khí lô 6.1 và 11.2 và thấp hơn giá bán cho các nhà máy sản xuất phân bón và khách hàng công nghiệp

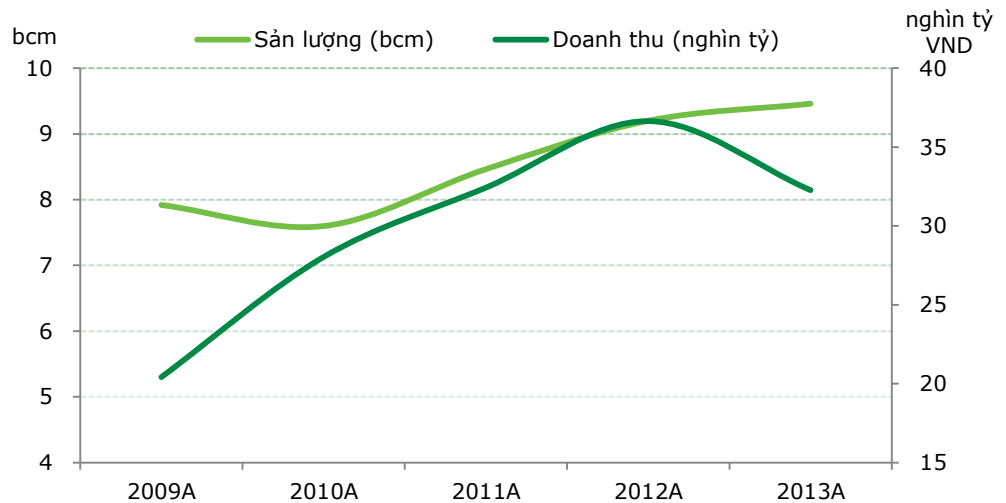
Giá khí Cửu Long (USD/mbtu)			
	2013	2014	2015
<i>Giá mua</i>	3,13	3,19	3,26
<i>Giá bán</i>			
Cho nhà máy điện	5,16	5,36	5,58
Cho nhà máy phân bón	6,56	6,69	6,83
Cho khách hàng công nghiệp	6,63	7,29	8,02

Nguồn: PV Gas

Biên lợi nhuận khí khô từ bể Cửu Long nhìn chung là khá lớn do chênh lệch giá mua và giá bán khá cao. Tuy nhiên doanh thu từ bể này sẽ sụt giảm do khí trong bể đang dần cạn kiệt.

- **Bể Malay Thổ Chu:** Đối với khí từ bể này, PV Gas đóng vai trò là người vận chuyển khí từ lô PM3 tới các hộ kinh doanh. Doanh thu tính trên phí thu gom và vận chuyển, gần như cố định cho các năm, vào khoảng 0,97 USD/mbtu. Vì vậy doanh thu từ PM3 phụ thuộc chủ yếu vào sản lượng thu gom và vận chuyển. Ngoài ra, PV Gas còn tham gia thu gom và vận chuyển khí từ lô B- Ô Môn, tuy nhiên đường ống này vẫn chưa đi vào hoạt động do bất đồng giá khí giữa PVN và các nhà thầu như đã nói ở trên.
- **Bể Sông Hồng:** Dự án đầu tư xây dựng "Hệ thống thu gom và phân phối khí mỏ Hàm Rồng và mỏ Hàm Rồng và Thái Bình – Lô 102 và 106" cũng đã được khoán cho PV Gas. Đây là một dự án rất quan trọng đối với tổng công ty vì dự án này sẽ mở đầu cho việc thu gom khí và phát triển thị trường cung cấp khí cho miền Bắc. Sau khi tiến hành nghiên cứu, khảo sát và đánh giá sơ bộ sự cần thiết và tính khả thi của việc phát triển ngành khí ở tỉnh Quảng Trị, PV Gas đang đề xuất kế hoạch đầu tư xây dựng hệ thống thu gom khí từ các mỏ Báo Vàng, Báo Đen thuộc lô 113 và 112 của bể Sông Hồng, vận chuyển, xử lý và phân phối khí tới các nhà máy điện và các khu công nghiệp ở Quảng Trị và khu vực lân cận.

Sản lượng và doanh thu khí khô

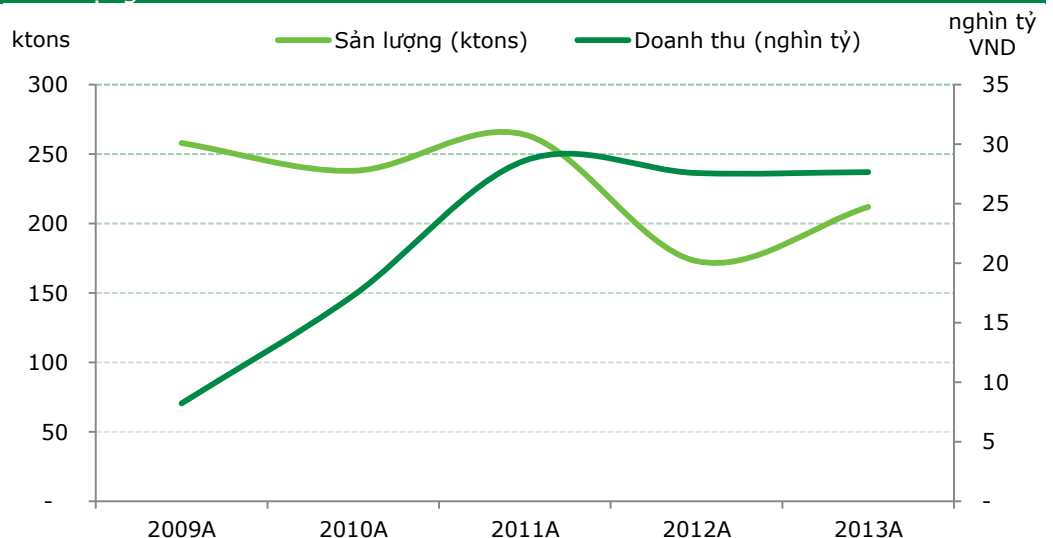


Nguồn: PV Gas

LPG: là sản phẩm dầu khí dạng lỏng chủ yếu bao gồm hydrocarbons, chủ yếu được sử dụng làm nhiên liệu nấu nướng trong hộ gia đình và công nghiệp, cũng như vận tải và nguyên liệu thô cho các nhà máy hóa dầu.

Hiện tại PV Gas đang phân phối LPG thông qua công ty con là Công ty kinh doanh sản phẩm khí (PV Gas Trading), chịu trách nhiệm cho việc tiêu thụ LPG từ Dinh Cố. Với 100% sở hữu nhà máy Dinh Cố và khả năng nhập khẩu của mình, PV Gas hiện nắm giữ 50% thị trường LPG bán buôn. Là đơn vị duy nhất ở Việt Nam có khả năng kinh doanh LPG lạnh nhập khẩu số lượng lớn từ Trung Á, PV Gas chịu trách nhiệm đảm bảo dự trữ LPG theo như chỉ đạo của Chính Phủ. LPG bán sỉ được bán và cung cấp qua xe bồn đến kho của khách hàng trong khi mạng lưới phân phối bán lẻ LPG được phát triển bởi các công ty thành viên của PV Gas là PVG và PGS, thông qua hệ thống đại lý của các công ty này. Doanh thu LPG của PV Gas chủ yếu đến từ hoạt động bán sỉ, do đó phụ thuộc rất lớn vào giá Contract Price toàn cầu (CP). Trong giai đoạn 2009-2012, doanh thu LPG đã tăng mạnh bất chấp sự biến động trong tiêu thụ nhờ sự leo thang của CP trong giai đoạn này.

Sản lượng và doanh thu LPG



Nguồn: PV Gas

Giá LPG bị ảnh hưởng bởi giá hợp đồng (contract price) được công bố bởi Saudi Aramco:

- LPG từ Dinh Cố được bán theo cơ chế giá: hai đợt đấu thầu được tổ chức hằng năm và người trúng thầu là người mua với premium cao nhất. Lợi nhuận sẽ bao gồm premium và sự khác biệt giữa giá contract price và chi phí sản xuất. Có hai loại premium cho Đồng Nai và Cần Thơ, vẫn luôn được giữ ổn định nhưng có khả năng sẽ giảm trong tương lai, và không phụ thuộc vào chi phí sản xuất.
- LPG từ Dung Quất và nhập khẩu: PV Gas mua/nhập khẩu LPG và bán lại cho các công ty LPG. Lợi nhuận chính là dựa trên premium.

Khí ngưng tụ: là một sản phẩm thu được bằng quá trình chưng cất phân đoạn trong các nhà máy xử lý khí. Thành phần của khí ngưng tụ chủ yếu bao gồm C5+ hydrocarbon. Khí ngưng tụ được sử dụng chủ yếu để pha chế xăng và làm dung môi trong sơn trộn, dung môi công nghiệp, DO, FO.

Trong năm 2013, PV Gas đã sản xuất gần 51.000 tấn khí ngưng tụ. Khí này được vận chuyển đến nhà máy xử lý khí ngưng tụ trực thuộc PV Oil trong cảng Thị Vải, theo hợp đồng sản xuất xăng A92 giữa PV Gas và PV Oil.

CNG: Khí thiên nhiên nén được xử lý và nén tại áp suất cao xuống thể tích 1/2000 khí thiên nhiên thông thường, khiến việc lưu trữ và vận chuyển đường dài với số lượng lớn trở nên khả thi. CNG giảm thiểu lượng khí thải độc hại và do đó được sử dụng rộng rãi toàn cầu như một nhiên liệu thay thế cho xăng.

Hiện tại, hai nhà máy CNG tại Việt Nam thuộc công ty con của PV Gas đang sản xuất 110 nghìn tấn CNG (120 triệu mét khối khí tương đương) hằng năm cho vận tải và các khách hàng công nghiệp. Giá khí bán cho CNG Việt Nam hiện đang được lên kế hoạch khoảng 9,17USD/mbtu.

Các dịch vụ khác

Ngoài các hoạt động trên, PV Gas còn cung cấp các dịch vụ sau:

- Thực hiện các dịch vụ kỹ thuật, kiến trúc và xây dựng liên quan: tư vấn đầu tư thiết kế và các công trình kỹ thuật cơ khí xây dựng, sửa chữa các công trình khí và các dự án khí
- Giám sát xây dựng và hoàn thành các công trình công nghiệp và dân dụng
- Đầu tư vào cơ sở hạ tầng cho hệ thống phân phối khí và khí lỏng
- Cung cấp khí và các sản phẩm đồng hành cho dịch vụ vận chuyển (khí khô và khí ngưng tụ được vận chuyển bằng hệ thống đường ống, LPG được vận chuyển bằng tàu)
- Cung cấp dịch vụ kỹ thuật như cải tạo, bảo trì và sửa chữa thiết bị khí, lắp đặt thiết bị chuyển đổi cho xe cộ được sử dụng trong nông nghiệp, lâm nghiệp và ngư nghiệp

Chiến lược phát triển kinh doanh

PV Gas có kế hoạch phát triển ngành khí thành ngành công nghiệp kỹ thuật chủ đạo trên phạm vi toàn quốc với tăng trưởng doanh thu hàng năm trung bình khoảng 6,6% cho đến 2015, và bản thân tổng công ty trở thành nhân tố chính đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia và nguồn cung khí và sản phẩm khí ổn định về dài hạn. Theo kế hoạch đầu tư của PV Gas, đến năm 2020, PV GAS sẽ đầu tư vào các dự án sau:

- Hệ thống nhập khẩu LNG: dự kiến sẽ nhập khẩu 0,5 triệu tấn LNG vào năm 2017, đáp ứng 70% nhu cầu LNG nội địa. Hai dự án trạm tiếp nhận LNG ở Thị Vải và Bình Thuận có vốn đầu tư khoảng 1,55 tỷ USD.
- Tối đa hóa việc thu gom khí để đạt mức tiêu thụ từ 9,5 tỷ mét khối khí trong năm 2013 lên 10,2 tỷ trong năm 2015
- Phát triển mạng lưới ống dẫn trên bờ đồng thời với các hoạt động thu gom: dự án Nam Côn Sơn 2 (giai đoạn 1) và dự án Lô B – Ô Môn với chi phí vốn 1,52 tỷ USD với công suất ban đầu là 7,5 tỷ mét khối/năm; đảm bảo tiêu thụ khí đốt hiệu quả với 9,5-9,8 tỷ mét khối khí khô, 185-212 nghìn tấn LPG và 47-71 nghìn tấn khí ngưng tụ hàng năm cho giai đoạn 2014-2015.

Các dự án đầu tư nổi bật				
Dự án	1.Nam Côn Sơn 2	2.Lô B-Ô Môn	3.LNG (cấp tốc)	4.LNG (đất liền)
	Giai đoạn đầu			
Công suất	0,5 BCMA	7 BCMA	1 MMTA	3-5 MMTA
Địa điểm	Bể Nam Côn Sơn + Cừ Long	Bể Malay-Thổ Chu	Thị Vải	Tỉnh Bình Thuận
	Đông Nam	Tây Nam	Đông Nam	Miền Trung
Sản phẩm	Khí, LPG, khí ngưng tụ	Khí, LPG, khí ngưng tụ	LNG	LNG
Chi phí vốn	0,4 tỷ USD	1,12 tỷ USD	0,25 tỷ USD	1,3 tỷ USD
Tiến độ	Chuẩn bị đấu thầu EPC	Tạm ngưng do bất đồng về giá	Chuẩn bị đấu thầu EPC	Đề trình nguồn cung LNG, lộ trình giá chờ phê duyệt
Dòng khí đầu tiên	QII/2015		2017	2020&2023

Nguồn: PV Gas

- Đầu tư vào hệ thống lưu trữ để duy trì ít nhất 70% thị phần LPG nội địa, trong đó ít nhất 50% thị phần LPG bán buôn và 27% thị trường LPG bán lẻ với mạng lưới đại lý phát triển.
- Phấn đấu trở thành nhà cung cấp dịch vụ hàng đầu trong ngành khí, cụ thể là dịch vụ vận chuyển, sản xuất đường ống, bọc đường ống, lưu trữ, cung cấp khí thấp áp, CNG/LNG cho giao thông vận tải và khu vực đô thị, với tăng trưởng hàng năm trung bình là 12,6% cho đến 2015.
- Tiếp tục hoàn thiện tiềm năng khoa học và công nghệ, chất lượng và hiệu quả của nghiên cứu khoa học, giữ liên hệ chặt chẽ với giữa các trung tâm nghiên cứu, trường đại học và đơn vị sản xuất của PV Gas; đầu tư và nghiên cứu và phát triển sản phẩm khí mới, công nghệ khai thác và xử lý khí có hàm lượng CO₂ cao, xây dựng đội ngũ nhân viên có trình độ nghiên cứu và khả năng ứng dụng, làm chủ công nghệ hiện đại tiên tiến ở cấp độ khu vực và quốc tế.

PHÂN TÍCH SWOT

ĐIỂM MẠNH

- Vị trí thống lĩnh trong thị trường Việt Nam và không có đối thủ trực tiếp
- Tất cả hệ thống đường ống tại Việt Nam đều thuộc quyền kiểm soát của PV Gas, do đó dòng tiền ổn định hơn và sự phụ thuộc vào giá thế giới được giảm nhẹ
- Rào cản cao đối với những doanh nghiệp muốn hoạt động trong lĩnh vực thượng nguồn càng củng cố vị trí của PV Gas

ĐIỂM YẾU

- Hoạt động kinh doanh dựa trên tài nguyên thiên nhiên, và tài nguyên sẽ cạn kiệt sau một thời gian khai thác nhất định
- Vốn đầu tư đầu vào lớn
- Biên lợi nhuận của hoạt động nhập khẩu thấp hơn sản xuất nội địa

CƠ HỘI

- Nhu cầu khí khô đang gia tăng nhờ công suất của các nhà máy điện và phân bón được cải thiện
- Nhu cầu đối với nhiên liệu sạch gia tăng do lo ngại biến đổi khí hậu
- Sự ra đời của khí đá phiến ở Mỹ đã cải thiện triển vọng của việc nhập khẩu LNG vì LNG có khả năng trở nên rẻ hơn
- Các phát hiện mỏ khí mới ở miền Trung Việt Nam với tiềm năng thương mại

NGUY CƠ

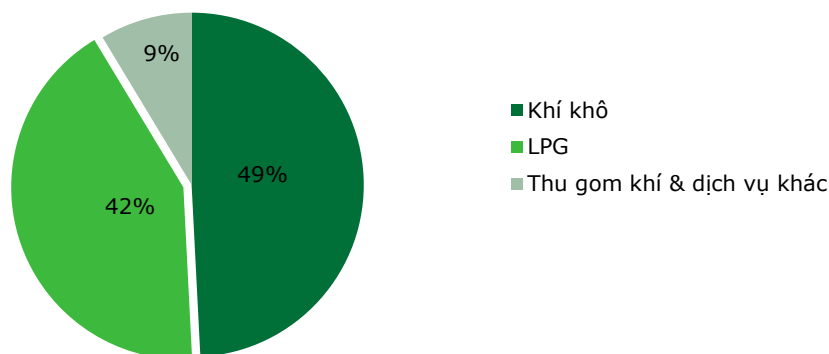
- Tranh chấp lãnh thổ và chính trị ở vùng biển Đông có thể ảnh hưởng trọng yếu đến hoạt động khai thác và dự trữ khí
- Sự thâm nhập thị trường cạnh tranh của các công ty tư nhân ở mảng hạ nguồn
- Nạn chiết xuất gas lậu nguy hiểm vẫn đang xảy ra, có tác động gián tiếp nhưng tiêu cực đối với các công ty thành viên trong thị trường bán lẻ và phát sinh thêm chi phí sản xuất bình khí.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Tăng trưởng – chứng lại do doanh thu LPG

Phân tích doanh thu của PV Gas dễ dàng cho thấy, doanh thu từ khí khô và LPG chiếm hơn 90% tổng doanh thu của công ty này với tỷ trọng đóng góp lần lượt là 49% và 42%. Phần còn lại đến từ thu gom khí, xây dựng và các hoạt động khác.

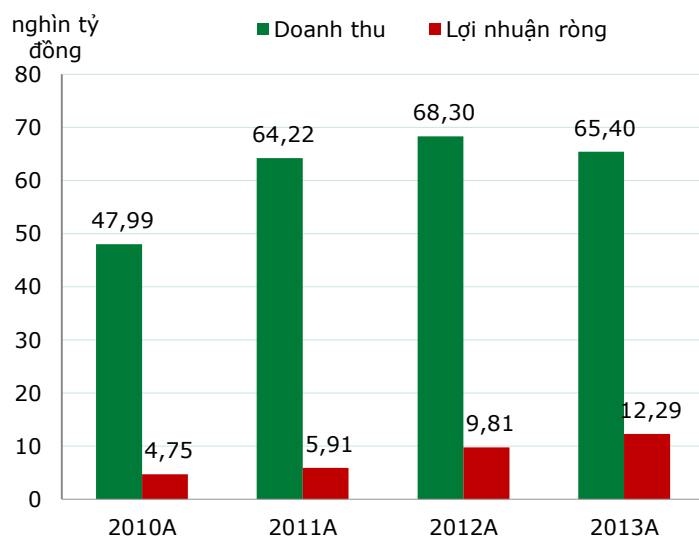
Doanh thu của PV Gas năm 2013 theo sản phẩm



Nguồn: PV Gas

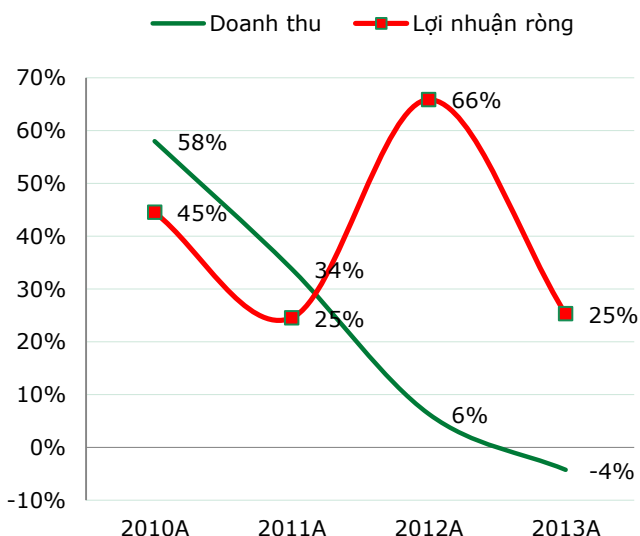
Trong giai đoạn 2010-2013, doanh thu của GAS có xu hướng chung là đi lên, với CAGR là 10.9%. Tổng doanh thu năm 2013 là 65,4 nghìn tỷ, giảm 4% so với năm 2012. Doanh thu khí khô trong 2013 giảm 12% chủ yếu do doanh thu từ mỏ PM3 được chuyển về PVN. Dù vậy, lợi nhuận ròng của PV Gas đã có mức tăng ấn tượng 159% từ 4,75 nghìn tỷ trong năm 2010 lên 12,29 nghìn tỷ trong năm 2013 nhờ kiểm soát chi phí tích cực trong mảng khí khô và LPG.

Doanh thu và lợi nhuận của PV Gas trong 2010-2013



Nguồn: PV Gas

Tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận PV Gas trong 2010-2013

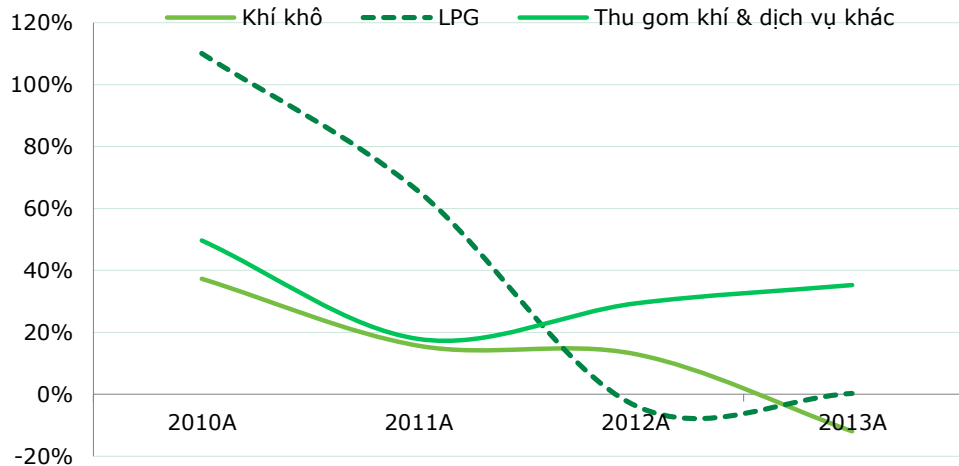


Nguồn: PV Gas

Nhân tố chính khiến tăng trưởng doanh thu giảm dần có thể thấy ở mảng kinh doanh LPG, với mức tăng trưởng rơi mạnh từ 110% trong năm 2010

xuống 0% trong năm 2013. Doanh thu LPG của PV Gas có liên hệ chặt chẽ với sự biến đổi của giá Contract Price (CP) thế giới. Trong giai đoạn 2011-2012, giá trung bình năm CP đã tăng mạnh lần lượt khoảng 19% và 6% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, CP trung bình đã giảm 3% từ 901,25USD/tấn trong năm 2012 xuống 871,25 USD/tấn trong 2013. Việc này giải thích cho sự sụt giảm tăng trưởng doanh thu LPG của PV Gas trong năm vừa qua.

Tăng trưởng doanh thu theo sản phẩm



Nguồn: PV Gas

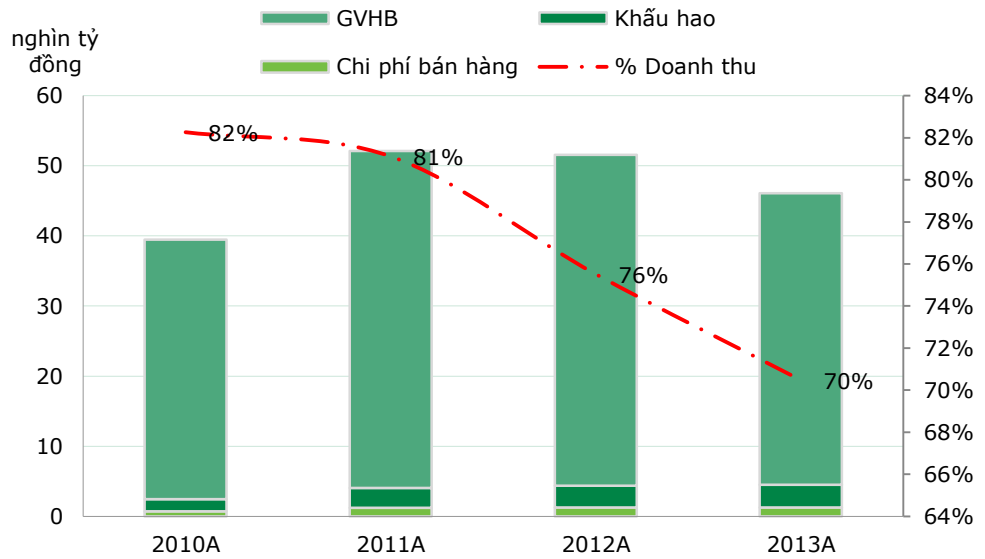
Sản lượng khí tự nhiên trong nước phần lớn được cung cấp cho các hộ tiêu thụ điện (gần 85%), trong khi đó giá khí bán ra cho các hộ này do nhà nước quyết định, PV GAS chỉ hưởng chênh lệch trong phần phụ thu phí vận chuyển và phân phối. Vì vậy doanh thu từ mảng bán khí khô phần lớn đến từ các hộ tiêu thụ công nghiệp, CNG và khí thấp áp (PV Gas mua lại khí giá rẻ và bán lại theo giá thị trường). Khi sản lượng khí giảm, doanh thu từ mảng khí khô giảm theo do sản lượng cung cấp cho các hộ công nghiệp giảm. Việc suy giảm tăng trưởng doanh thu khí cho thấy sự suy giảm của mỏ Bạch Hổ thuộc bể Cửu Long sau 23 năm khai thác.

Doanh thu từ mảng thu gom vận chuyển khí và từ các hoạt động khác có độ tăng trưởng ổn định nhất. Năm 2013, doanh thu từ các hoạt động này tăng 35% so với năm 2012.

Chi phí & lợi nhuận

Mặc dù doanh thu giảm, PV Gas dường như có sự kiểm soát tốt hơn đối với sản xuất và giá đầu vào, dẫn đến việc nới rộng biên độ giữa giá mua khí và giá bán khí. Phần trăm tổng chi phí hoạt động và sản xuất trên doanh thu đã giảm hơn 10% từ mức 82% trong năm 2010 xuống 70% trong năm 2013. Trong đó, chi phí mua khí là thành phần chủ đạo của giá vốn hàng bán, chiếm tỷ trọng lớn nhất trong cơ cấu chi phí, tiếp đó là chi phí khấu hao và chi phí bán hàng. Chi phí khấu hao là một khoản mục khá trọng yếu trên bảng kết quả hoạt động kinh doanh của PV Gas, chiếm khoảng 4-5% doanh thu vì tài sản cố định của công ty này đã chiếm hơn 30% tổng tài sản.

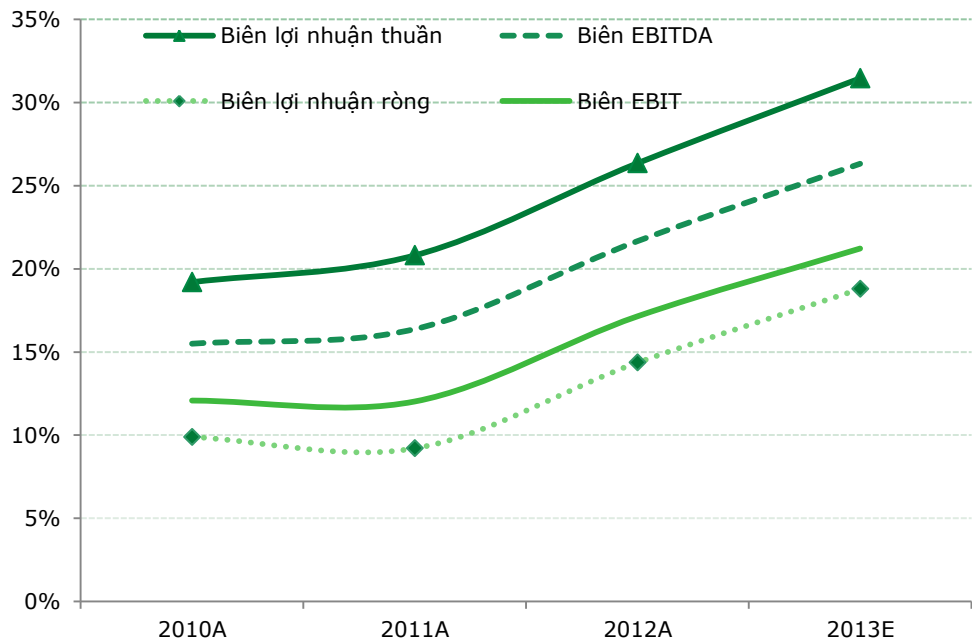
Cơ cấu chi phí của PV Gas



Nguồn: PV Gas

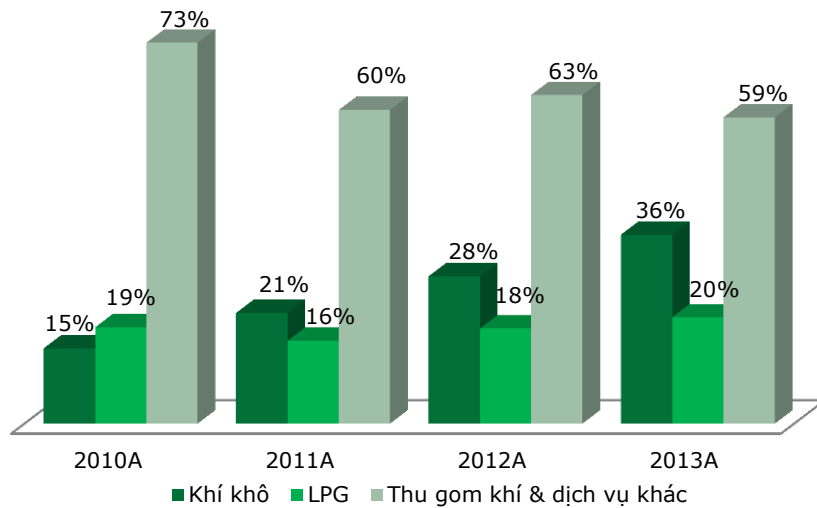
Tất cả các chỉ số lợi nhuận đều có xu hướng rất tích cực với các chỉ số biên lợi nhuận tăng đều đặn, đặc biệt là ROA và ROE. Biên lợi nhuận thuần và biên lợi nhuận ròng liên tục được cải thiện và đạt mức cao nhất trong năm 2013 lần lượt là 31,5% và 18,8%.

Khả năng sinh lời của PV Gas



Nguồn: PV Gas

Lưu ý rằng mặc dù không chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu, mảng thu gom khí và các hoạt động khác mới là mảng có khả năng sinh lời cao nhất với biên lợi nhuận thuần 59% trong khi con số này chỉ ở mức 36% cho khí khô và 20% cho LPG. Phí thu gom khí được cố định theo hợp đồng, vì vậy doanh thu của mảng này phụ thuộc nhiều vào sản xuất và khai thác khí.



Nguồn: PV Gas, VPBS ước tính

Đòn bẩy tài chính

Đến cuối năm 2013, PV Gas có tỷ số Nợ/Vốn chủ sở hữu rất thấp chỉ vào khoảng 0,22 vì công ty này đã thanh toán một phần lớn nợ dài hạn và các khoản vay khác. Điều này đã khiến công ty gần như phi rủi ro về khả năng thanh toán. Chỉ số khả năng thanh toán lãi vay khoảng 33,01 đảm bảo khả năng trả lãi đối với các chủ nợ trong khi chỉ số EBITDA/(Lãi vay+CAPEX) đạt mức 6,17 cho thấy tiềm năng dồi dào của công ty trong việc tiếp tục đầu tư cơ sở hạ tầng mà không làm chậm trễ việc thanh toán lãi.

Khả năng thanh khoản

PV Gas là một trong những công ty ở Việt Nam nắm giữ lượng tiền mặt lớn nhất trên bản cân đối kế toán, đạt 18,3 nghìn tỷ đồng tại ngày 31.12.2013, dẫn đến chỉ số hiện hành và chỉ số thanh toán nhanh lần lượt đạt mức 2,87 và 2,62 vào cuối năm 2013, do vậy đảm bảo khả năng thanh toán đối với các nghĩa vụ ngắn hạn của công ty này.

EPS và tỷ lệ chia cổ tức

EPS tăng mạnh nhất trong năm 2012 (đạt 5.167 đồng/cp) do bước nhảy vọt của lợi nhuận ròng. EPS cho năm 2013 đạt mức 6.545 đồng/cổ phiếu. Tỷ lệ chia cổ tức năm thứ hai sau khi lên sàn (2012) khá khiêm tốn ở mức 12% mệnh giá. Tuy nhiên, tỷ lệ này đã tăng lên 42% trong năm 2013. Chúng tôi cho rằng lý do của việc này là PVN, cổ đông lớn nhất của GAS cần huy động vốn để đầu tư và các dự án khác.

Kết luận

Nhìn chung, mặc dù hoạt động kinh doanh của PV Gas bị ảnh hưởng bởi sự biến động của thị trường LPG quốc tế và sự hạn chế tài nguyên thiên nhiên, công ty đã liên tục cải thiện kết quả kinh doanh cũng như chuẩn bị tốt cho sự thay đổi của thị trường khí sắp tới. Với lợi thế tuyệt đối là nhà kinh doanh khí khô duy nhất, nhà phân phối LPG lớn nhất tại Việt Nam và sự hậu thuẫn mạnh mẽ của Chính Phủ, chúng tôi tin rằng khả năng sinh lời của PV Gas được đảm bảo về dài hạn.

GIÁ ĐỊNH & DỰ BÁO

Các giả định chủ yếu

- **Doanh thu**

Khí khô và LPG: Mặc dù tham gia vào hoạt động phân phối và vận chuyển khí khô trên quy mô toàn quốc nhưng PV Gas chỉ ghi nhận doanh thu khí khô từ khu vực Đông Nam Bộ vì doanh thu khí khô từ PM3 (khu vực Tây Nam Bộ) sẽ được ghi nhận bởi PetroVietnam. Nhu cầu khí khô đã vượt quá nguồn cung; do đó, doanh thu sẽ được ước tính dựa trên sản lượng khí khô và sản lượng phân phối sẽ được ước tính dựa theo kế hoạch tiêu thụ của các nhà máy điện, đạm và các khu công nghiệp. Doanh thu khí khô cho từng bể được tính bằng cách nhân sản lượng của từng bể với mức giá đã được định sẵn trong lộ trình giá. Đối với doanh thu trên mức bao tiêu, giá khí khô được ước tính dựa trên giá MFO. Để tính giá MFO, chúng tôi sử dụng giá dầu thô NYMEX WTI theo như dự báo của Bloomberg làm cơ sở tham khảo.

LPG: Doanh thu LPG phụ thuộc vào sản lượng nội địa và nhập khẩu, được ước tính bằng tổng của 100% sản lượng từ Dinh Cố, 25% Dung Quất, 50% Nghi Sơn và 80% nhập khẩu. Giá LPG được ước tính dựa theo xu hướng giá toàn cầu.

Thu gom khí: Doanh thu thu gom khí phụ thuộc vào sản lượng khí khai thác tại các dự án mà PV Gas là nhà thu gom vận chuyển khí. Sản lượng khí khai thác được ước tính dựa trên kế hoạch sản xuất và giá đi theo lộ trình giá định sẵn. Khí từ bể Cửu Long là khí đồng hành, được khai thác lên cùng với dầu, do đó không có phí thu gom phát sinh cho khí khai thác từ bể này. PV Gas sở hữu 51% dự án Nam Côn Sơn và 100% dự án PM3. Do đó, sản lượng dùng để ước tính doanh thu thu gom khí sẽ được tính theo phần trăm sở hữu tương ứng.

Khí ngưng tụ: Doanh thu khí ngưng tụ được ước tính bằng cách nhân sản lượng kế hoạch với giá mục tiêu 550 USD/ tấn.

Doanh thu khác: Được giả định sẽ giữ nguyên ở mức 1.172 tỷ đồng trong giai đoạn dự báo.

- **Chi phí**

Giá vốn hàng bán cho khí khô và LPG được ước tính tương tự như doanh thu. Sản lượng hàng năm được tính dựa trên kế hoạch tiêu thụ, điều chỉnh bởi lượng cung khả thi từ các bể trong khi giá mua khí là dựa theo lộ trình giá định sẵn.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp được ước tính theo phần trăm của doanh thu và được giả định sẽ giữ ổn định lần lượt ở mức 2% và 9%.

Tỷ lệ khấu hao được giả định sẽ giữ nguyên 10% trong năm 2014 và tăng 1% trong hai năm kế tiếp khi hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 vận chuyển dòng khí đầu tiên và thêm 1% từ 2017 khi cảng Thị Vải đi vào hoạt động.

• Các giả định khác

Tài sản cố định được ước tính dựa theo kế hoạch mua bán tài sản cố định của công ty. Dựa trên kế hoạch đầu tư của PV Gas, chi phí vốn bỏ ra trong năm 2014 và 2015 dự kiến lần lượt là 4,6 nghìn tỷ và 8,4 nghìn tỷ đồng.

Đầu tư trong ngành công nghiệp khí đòi hỏi mức đầu tư vốn lớn, với giá trị ròng tài sản cố định chiếm hơn 30% tổng tài sản. Với lượng tiền mặt dồi dào, chúng tôi giả định các khoản đầu tư này được tài trợ 40% bởi vay nợ dài hạn.

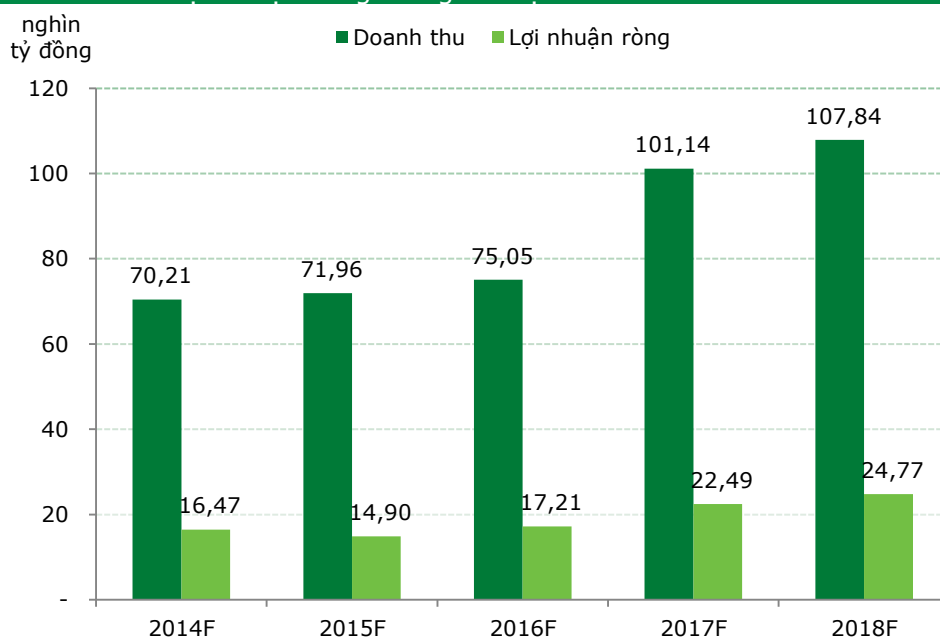
Thu nhập tài chính được giả định là 5% tổng tiền mặt và đầu tư trong khi lãi vay được giả định ở mức 8% tổng nợ vay.

Kết quả dự báo

Doanh thu và lợi nhuận ròng

Với doanh thu và chi phí ước tính theo các giả định trên, doanh thu của PV Gas sẽ có mức tăng trưởng kép CAGR trong giai đoạn 2014-2018 khoảng 11%. Doanh thu và lợi nhuận ròng trong 2014 được ước tính lần lượt ở mức 70,21 nghìn tỷ (tăng 7% so với cùng kỳ) và 16,47 nghìn tỷ (tăng 34% so với cùng kỳ).

Doanh thu và lợi nhuận ròng cho giai đoạn 2014-2018



Nguồn: VPBS ước tính

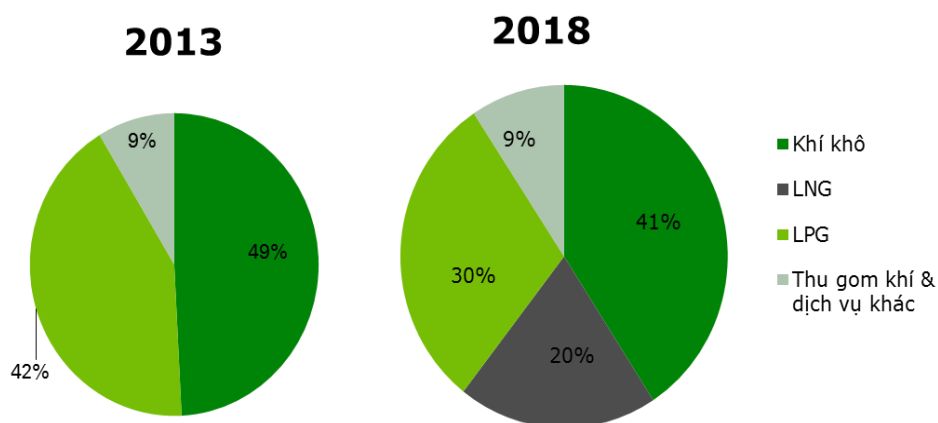
Với phương pháp tính giá mới, doanh thu khí khô trong năm 2014 sẽ tăng 32% nhờ phần doanh thu trên mức bao tiêu (ATOP) của Nam Côn Sơn cho các nhà máy điện. Doanh thu LPG trong năm 2014, ngược lại, giảm 23% vì giá CP giảm. Điều này dẫn đến mức tăng trưởng khiêm tốn 7% của tổng doanh thu. Trong khi đó, giá mua khí đầu vào không có sự thay đổi đáng kể, điều này đã làm gia tăng khoảng cách giữa giá mua và giá bán khí, củng cố lợi nhuận của PV Gas trong 2014.

Trong 2015, doanh thu tiếp tục xu hướng tăng trưởng chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh của mảng LPG và dịch vụ thu gom khí, bất chấp sự sụt giảm - 9% của doanh thu khí khô. Doanh thu khí khô giảm do sự suy yếu của mỏ Lan Tây (Lô 6.1) thuộc bể Nam Côn Sơn, dẫn đến sản lượng khí cung cấp cho điện của lô này suy giảm và kéo theo giảm sản lượng bán trên mức bao tiêu. Mặc dù vậy, nhờ lượng khí gia tăng từ Hải Thạch Mộc Tinh và khí Thiên Ưng vào bờ nên tổng sản lượng cung cấp toàn bể Nam Côn Sơn vẫn được duy trì ổn định. Do giá mua khí đầu vào không biến đổi lớn, giá vốn hàng bán trong năm 2015 hầu như không thay đổi so với 2014. Với doanh thu giảm và giá vốn hàng bán hầu như không đổi, lợi nhuận từ khí khô do đó giảm đáng kể, kéo theo lợi nhuận ròng của PV Gas giảm 9% so với năm 2014.

Trong năm 2017, PV Gas sẽ có một bước nhảy lớn khi cảng LNG Thị Vải đi vào hoạt động và hỗ trợ đáng kể đối với việc mở rộng doanh thu của doanh nghiệp này.

Doanh thu LPG sẽ chiếm tỷ trọng nhỏ hơn trong cơ cấu doanh thu của PV Gas trong khi xu hướng đối với mảng thu gom khí là ngược lại. Khí khô sẽ vẫn giữ vị trí là nguồn thu nhập hàng đầu của PV Gas. Tuy nhiên, với sản xuất nội địa thiếu hụt, LNG sẽ trở thành nhân tố chủ đạo đóng góp và doanh thu của GAS trong tương lai, đặc biệt sau năm 2020 – khi cảng Sơn Mỹ đi vào hoạt động.

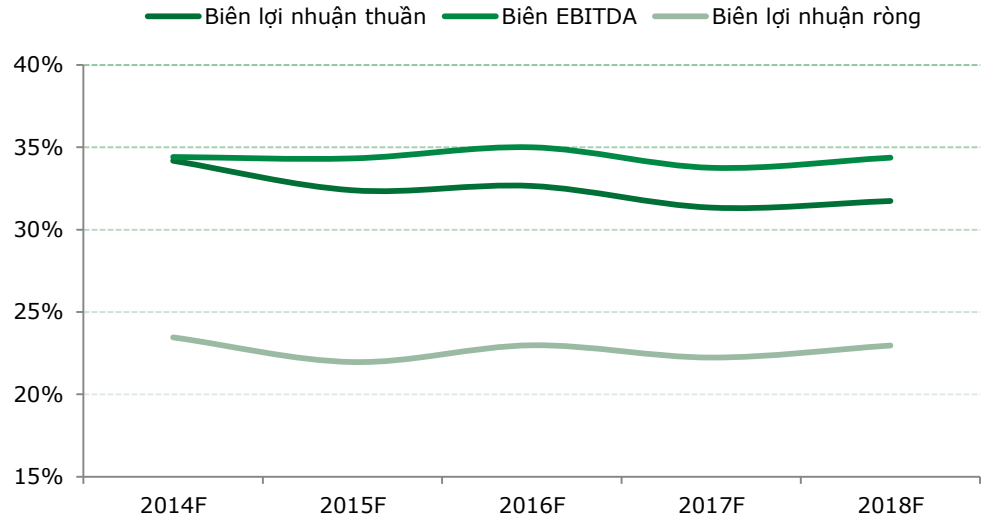
Doanh thu theo sản phẩm của PV Gas



Nguồn: VPBS ước tính

Với mức doanh thu và chi phí giả định như trên, biên lợi nhuận thuần, biên EBITDA và biên lợi nhuận ròng dự kiến sẽ khá ổn định (trừ năm 2015) và dao động trong khoảng 20% đến 33%. Từ năm 2015 trở đi, phần trăm khí khô phân phối cho các nhà máy điện sẽ giảm dần vì khí để phát điện sẽ được thay thế bằng than và thủy điện. Điều này dẫn đến lượng khí cung cấp cho các hộ công nghiệp gia tăng, và tạo ra biên lợi nhuận cao hơn.

Biên lợi nhuận dự kiến



Nguồn: VPBS ước tính

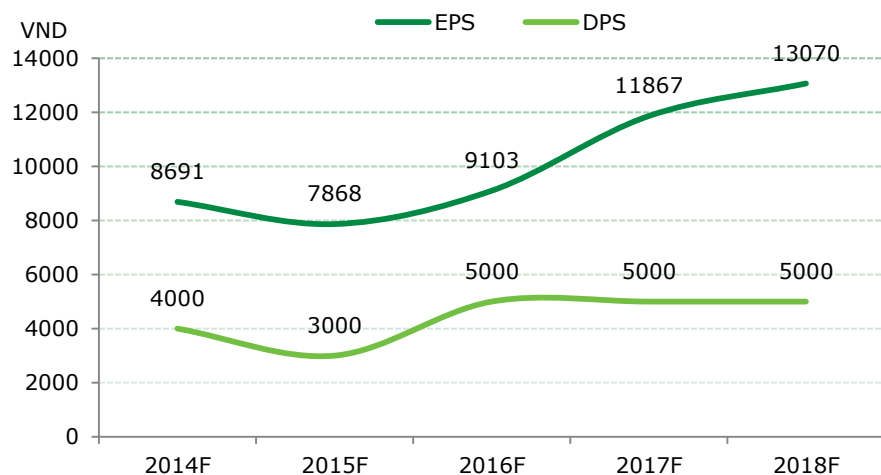
Dòng tiền

Như đã đề cập ở trên, PV Gas có dòng tiền mạnh và ổn định nhờ quyền kiểm soát tất cả các đường ống ở Việt Nam. Với nhiều dự án đường ống dẫn khí sắp đưa vào hoạt động trong tương lai, dòng tiền của PV Gas vào cuối năm 2018 dự kiến sẽ gần tăng gấp đôi 2013.

Lãi cơ bản và cổ tức trên cổ phiếu

Với số lượng cổ phiếu phát hành không đổi và lợi nhuận tăng mạnh như trong dự báo, EPS trong tương lai sẽ tăng trưởng tốt như trong đồ thị dưới đây. Vào cuối năm 2018, EPS có thể đạt mức 13,070 đồng/cổ phiếu, gấp đôi năm 2013. Do đó chúng tôi kỳ vọng rằng, tỷ lệ chi trả cổ tức sẽ ở mức cao hơn các năm trước, vào khoảng 42% mệnh giá từ 2013 đến 2015 và tăng lên 50% mệnh giá trong năm 2018. Ở mức giá hiện tại 98.500 đồng/cp, tỷ suất cổ tức trên thị giá là 4,26%. Với chính sách chia cổ tức như trên, tỷ suất này dự kiến sẽ tăng nhẹ lên 5,08% từ 2016 đến hết giai đoạn dự báo.

EPS và DPS dự kiến (VND)



Nguồn: VPBS ước tính

Kết luận

Trong năm năm tới, chúng ta sẽ thấy bảng cân đối kế toán của PV Gas được mở rộng dần với mức tăng trưởng tổng tài sản trung bình 18% và các khoản vay mới được huy động để tài trợ cho các khoản đầu tư chủ đạo vào hệ thống thu gom khí ngoài khơi (Nam Côn Sơn 2) và hệ thống lưu trữ trên đất liền (kho lưu trữ LNG Thị Vải). Chúng tôi rất tin tưởng vào khả năng sinh lời của công ty với kế quả dự đoán cho thấy lợi nhuận trung bình tăng trưởng khoảng 17%, nhanh hơn tốc độ tăng của nợ. Mặc dù tua bin khí không được định hướng là nguồn cung chủ đạo cho việc phát điện, sự phát triển nhanh của nhu cầu tiêu thụ điện vẫn sẽ là một trong những yếu tố thúc đẩy doanh thu và lợi nhuận của PV Gas.

ĐỊNH GIÁ

Ba phương pháp định giá được sử dụng để ước tính giá trị thích hợp cho công ty này đó là: so sánh P/E các công ty cùng ngành, EV/EBITDA và Chiết khấu dòng tiền (DCF)

So sánh với các công ty cùng ngành

Với vị trí thống trị thị trường và tính đặc thù cao của ngành, PV Gas hiện không có đối thủ trực tiếp trong nước. Do đó, các công ty khí trong vùng với hoạt động kinh doanh tương tự được chọn để so sánh. Trong danh sách này đã lược bỏ các công ty có chỉ số tài chính bất thường so với số còn lại.

Công ty TNHH Dầu khí Trung Quốc – PetroChina khai thác, phát triển, sản xuất dầu thô và khí thiên nhiên. Công ty này cũng lọc hóa dầu, phân phối dầu thô, các sản phẩm dầu khí cũng như khí thiên nhiên.

Petronas Gas Berhad (Malaysia) xử lý và phân tách khí thiên nhiên từ các mỏ khí ngoài khơi ở Terengganu. Công ty còn lưu trữ, vận chuyển và phân phối các thành phần được tách ra từ khí thiên nhiên cũng như cung tiện ích đầu vào cho các nhà sản xuất sản phẩm hóa dầu.

Công ty TNHH GAIL India là một công ty Nhà Nước chuyên xử lý và phân phối khí thiên nhiên và LPG.

Inpex Corporation là công ty cổ phần được thành lập từ việc tái cơ cấu Inpex Corp và Teikoku Oil. Các công ty con của công ty này chịu trách nhiệm khai thác, sản xuất, buôn bán dầu và khí thiên nhiên.

Công ty TNHH đại chúng PTT Exploration and Production là công ty con của Cơ quan xăng dầu Thái Lan, chuyên khai thác dầu thô và khí thiên nhiên, phát triển các mỏ để sản xuất dầu khí.

Các công ty trong vùng	P/E công ty	P/E thị trường	PE công ty/ PE thị trường	ROE
PetroChina Co Ltd	9,99	7,54	1,32	10,65%
Petronas Gas Berhad	22,83	17,14	1,33	21,40%
GAIL India Limited	10,77	17,04	0,63	16,29%
Inpex Corporation	12,88	18,96	0,68	7,85%
PTTEP	11,07	15,73	0,70	14,71%
<i>Trung bình vùng</i>	<i>13,51</i>	<i>15,28</i>	<i>0,93</i>	<i>14,71%</i>
PetroVietnam Gas	14,03	14,41	0,97	40,59%
Giá cổ phiếu (VND)	117,024			

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Để tăng độ chính xác của việc so sánh các công ty trong vùng, chỉ số P/E tương đối được sử dụng để điều chỉnh sự khác biệt giữa thị trường các quốc gia khác nhau. Chỉ số P/E công ty và P/E thị trường được thu thập từ Bloomberg. Sau đó hệ số điều chỉnh thị trường 0,97 được tính toán bằng cách chia chỉ số P/E công ty cho P/E thị trường. Nhân hệ số 0,97 này với P/E thị trường Việt Nam, chúng ta thu được chỉ số P/E tương đối cho GAS là 14,03. Nhân chỉ số P/E tương đối này với EPS năm 2014 ước tính 8.692/cổ phiếu, chúng ta tính được giá trị cổ phiếu là 117.038 đồng.

EV/EBITDA

Một phương pháp hiệu quả khác để so sánh xuyên vùng đó là phương pháp EV/EBITDA vì phương pháp này loại bỏ tác động của cơ cấu vốn và thuế trong vùng. Trong bảng dưới đây, chúng ta thấy có mối liên hệ chặt chẽ giữa ROA và hệ số tương đối (EV/EBITDA của công ty/thị trường) – ROA càng cao, hệ số tương đối càng cao. Do GAS có ROA cao nhất nhất (26,5%), gần gấp ba lần trung bình vùng (8,31%), chúng ta áp dụng một hệ số điều chỉnh để tính hệ số EV/EBITDA tương đối của GAS khoảng 11,16. Giá trị doanh nghiệp của GAS được ước tính bằng cách nhân tỷ số EV/EBITDA tương đối với EBITDA 2014 dự kiến của GAS. Lấy giá trị này trừ đi các khoản nợ ngắn và dài hạn, chúng ta thu được giá trị vốn chủ sở hữu của GAS. Giả định công ty không phát hành thêm cổ phiếu, giá trung bình của cổ phiếu GAS theo phương pháp EV/EBITDA là xấp xỉ 151.420 đồng/cổ phiếu.

Các công ty trong vùng	Giá cổ phiếu (USD)	Vốn hóa (USD)	EV/EBITDA 2014	Trung bình thị trường	Công ty/Thị trường	ROA (%)
PetroChina Co Ltd	1,14	224.689,56	5,12	8,87	0,58	5,75
Petronas Gas Berhad	7,39	14.629,66	15,27	10,81	1,41	16,20
GAIL India Limited	6,25	7.928,38	7,90	11,25	0,70	8,12
Inpex Corporation	13,16	19.249,06	2,29	11,32	0,20	4,20
PTTEP	4,86	19.282,50	3,74	10,99	0,34	7,27
<i>Trung bình</i>				10,65	0,65	8,31
PetroVietnam Gas						26,55
Thị trường Việt Nam				10,52		
GAS EBITDA 2014 (triệu VND)		24.159.575				
GAS EV (triệu VND)		269.524.035				
Số cổ phiếu		1.895.000.000				
Giá cổ phiếu (VND)		151.401				

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Chiết khấu dòng tiền (DCF)

Trong khi phương pháp định giá P/E và EV/EBITDA cho thấy giá trị tương đối của PV Gas so với ngành, chúng tôi cho rằng phương pháp DCF chỉ ra giá trị nội tại như một chuẩn mực cho giá cổ phiếu này.

Cơ sở cho lãi suất phi rủi ro được chọn là Trái phiếu năm năm của Chính Phủ Việt Nam do thời gian đáo hạn của trái phiếu này phản ánh giai đoạn thời gian mà dòng tiền được chiết khấu. Lãi suất phi rủi ro tại ngày 5.5.2014 là 7,10%.

Thuế suất được giả định ở mức 18% cho giai đoạn 2014-2015 và sau đó giảm xuống 16% cho giai đoạn còn lại vì Thuế Thu Nhập Doanh Nghiệp được giảm thêm 3% bắt đầu từ năm 2014 và 2% bắt đầu từ năm 2016 theo Thông Tư 218/2013/NĐ-CP.

Với beta trong một năm gần nhất được ước tính bởi Bloomberg, lãi suất kỳ vọng của thị trường 15%, lãi suất vay dài hạn 8%, và các giả định đầu vào

khác như đã nêu trong mục Giả Định Chủ Yếu, chúng tôi đi đến một mức giá vốn bình quân gia quyền là 16,85% cho PV Gas.

Chi phí vốn	
Lợi suất trái phiếu năm năm	7,10%
Beta	1,27
Lãi suất kỳ vọng thị trường	15,00%
Chi phí vốn	17,09%
Chi phí lãi vay	
Lãi vay dài hạn	8,0%
Thuế suất	18%
Chi phí lãi vay sau thuế	6,54%
WACC	
Giá cổ phiếu hiện tại	98.500
Số lượng cổ phiếu niêm yết	1.895
Vốn hóa thị trường	187.605.000
Nợ	4.420.784
WACC	16,85%
Tăng trưởng dài hạn	5%
Giá cổ phiếu (VND)	97.690

Nguồn: Bloomberg, VPBS ước tính

Giá cổ phiếu PV Gas ước tính bằng phương pháp DCF là 97.685 đồng/cp.

Độ nhạy của giá cổ phiếu với WACC và tỷ lệ tăng trưởng dài hạn

Giá cổ phiếu rất nhạy cảm với tỷ lệ tăng trưởng dài hạn và WACC khi chỉ 1% thay đổi của một trong hai yếu tố này có thể dẫn đến ít nhất 10% sự thay đổi giá. Do đó, nếu PV Gas thành công trong việc thương thảo các hợp đồng vay ưu đãi để hạ chi phí WACC hoặc duy trì mức tăng trưởng doanh thu mạnh về dài hạn, giá cổ phiếu của công ty này sẽ có tiềm năng tăng cao.

WACC	Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn					
		3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%
	14,9%	102.925	109.441	117.280	126.891	138.950
	15,9%	94.927	100.257	106.569	114.163	123.473
	16,9%	88.107	92.526	97.690	103.807	111.165
	17,9%	82.227	85.933	90.216	95.221	101.150
	18,9%	77.108	80.247	83.840	87.992	92.845

Nguồn: VPBS

Độ nhạy của giá cổ phiếu với sản lượng của Nam Côn Sơn 1

Với phương pháp tính giá mới cho sản xuất điện, PV Gas sẽ được hưởng lợi từ doanh thu trên bao tiêu, chỉ khả thi đối với Nam Côn Sơn 1 (Lô 6.1, 11.2, Chim Sáo- Dừa) vì đây là khu vực duy nhất có sản lượng trên 3,55 bcm. Tuy nhiên vì giá trị hiện tại của dòng tiền tự do năm 2018 chiếm đến hơn 70% giá trị công ty, giá cổ phiếu tính theo DCF không bị ảnh hưởng trọng yếu bởi sự thay đổi sản lượng đầu vào

Sản lượng Nam Côn Sơn 1 (Lô 6.1, 11.2, Chim Sáo – Dừa) (bcm)	% thay đổi sản lượng	Giá cổ phiếu (VND)	% thay đổi giá
4,34	-20%	95,023	-2.73%
4,88	-10%	96,351	-1.37%
5,15	-5%	97,017	-0.68%
5,42		97,690	
5,69	5%	98,354	0.68%
5,96	10%	99,024	1.37%
6,50	20%	100,367	2.75%

Nguồn: VPBS

Độ nhạy của giá cổ phiếu với giá dầu

Từ năm 2014, giá khí bán cho điện trên mức bao tiêu được thả nổi theo giá dầu nhiên liệu FO và giá FO được ước tính dựa trên giá dầu thô NYMEX WTI. Do đó, chúng tôi cũng đưa ra phân tích độ nhạy của giá cổ phiếu đối với giá dầu. Tương tự như sản lượng khí, giá dầu không gây ra ảnh hưởng lớn đối với giá cổ phiếu theo phương pháp DCF vì nguyên nhân như đã lý giải ở trên.

NYMEX WTI (USD/thùng)	% thay đổi giá dầu	Giá cổ phiếu (VND)	% thay đổi giá
79,43	-20%	96,536	-1.18%
89,36	-10%	97,710	-0.59%
94,33	-5%	97,398	-0.29%
99,29			
104,25	5%	97,972	0.29%
109,22	10%	98,260	0.59%
119,15	20%	98,834	1.18%

Nguồn: VPBS

PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

GAS bắt đầu xu hướng tăng giá trung hạn từ tháng 12/2013 và hiện tại chúng tôi chưa quan sát thấy tín hiệu đảo chiều nào cảnh báo xu hướng tăng giá sẽ kết thúc. Đường giá của GAS được hỗ trợ tốt bởi các đường trung bình động trung hạn như MA20 hay MA50. GAS đã thiết lập mức giá cao nhất kể từ khi niêm yết tại 102.000 đ/cp, tuy vậy, chúng tôi chưa có đủ dữ liệu quá khứ để dự báo ngưỡng kháng cự tiếp theo đối với cổ phiếu này.

Một khi ngưỡng hỗ trợ trung hạn tại vùng 88.000 đ/cp, tạo bởi được MA50 chưa bị phá vỡ, GAS vẫn duy trì được xu hướng tăng giá của mình

Mã chứng khoán	GAS (VND)
Thời gian phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong 3 tháng	102.000
Giá thấp nhất trong 3 tháng	75.500
Đường MA50	88.000
Đường MA100	80.000
Kháng cự trung hạn	n/a
Hỗ trợ trung hạn	88.000
Khuyến nghị	GIỮ

Source: VPBS

Giá cổ phiếu GAS



Nguồn : VPBS

KẾT LUẬN

Kết hợp 40% tỷ trọng cho phương pháp DCF, 30% cho P/E và 30% cho phương pháp EV/EBITDA, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cho GAS là 119.000 đồng/cp, cao hơn giá hiện tại 20%. Do đó chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với mã GAS.

	Giá	Tỷ trọng	Giá mục tiêu
Giá theo phương pháp DCF (VND)	97.690	40%	39.076
Giá theo phương pháp P/E (VND)	117.024	30%	35.107
Giá theo phương pháp NAV (VND)	151.401	30%	45.420
Giá cổ phiếu bình quân (VND)			119.603

Nguồn: VPBS, Bloomberg

Báo cáo thu nhập (tỷ đồng)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Doanh thu	47.994	64.224	68.301	65.400	70.206	67.888	75.062	101.143	107.845
<i>Tốc độ tăng trưởng(%)</i>		34%	6%	-4%	7%	-3%	11%	35%	7%
Giá vốn hàng bán	38.780	50.861	50.306	44.829	46.208	45.897	50.552	69.445	73.616
Lợi nhuận gộp	9.215	13.363	17.995	20.571	23.998	21.990	24.510	31.698	34.229
<i>Tốc độ tăng trưởng(%)</i>		45%	35%	14%	17%	-8%	11%	29%	8%
Chi phí quản lý, bán hàng & tổng hợp	1.072	1.611	1.927	2.095	2.279	2.479	2.696	2.932	3.189
EBITDA	7.439	10.518	14.796	17.212	24.160	23.304	26.272	34.143	37.067
<i>Tốc độ tăng trưởng(%)</i>		41%	41%	16%	40%	-4%	13%	30%	9%
Khấu hao	1.734	2.799	3.089	3.338	3.796	5.103	5.907	7.330	8.110
Doanh thu từ công ty liên kết	93	3	2	5	5	5	5	5	5
EBIT	5.799	7.723	11.710	13.879	20.358	18.195	20.359	26.807	28.951
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>		33%	52%	19%	47%	-11%	12%	32%	8%
Doanh thu tài chính	787	1.341	1.144	1.223	956	1.151	1.519	1.800	2.375
Chi phí tài chính	1.154	1.711	557	649	1.122	1.195	1.246	1.572	1.597
Chi phí lãi vay	286	796	450	420	354	450	429	494	452
Lỗ tỷ giá (Lãi)	855	901	78	162	702	679	751	1.011	1.078
Lỗ hoạt động (Lãi)	12	14	29	67	67	67	67	67	67
Thu nhập trước thuế	5.432	7.353	12.297	14.453	20.191	18.151	20.632	27.036	29.730
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>		35%	67%	18%	40%	-10%	14%	31%	10%
Thuế thu nhập doanh nghiệp	806	1.265	2.248	2.989	3.674	3.303	3.413	4.473	4.919
Thuế thu nhập hoãn lại	(4)	0	1	(2)	-	-	-	-	-
<i>Thuế suất (%)</i>	15%	17%	18%	21%	18%	18%	17%	17%	17%
Lợi nhuận trước những khoản bất thường	4.630	6.087	10.049	11.466	16.517	14.848	17.219	22.563	24.812
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>		31%	65%	14%	44%	-10%	16%	31%	10%
Lỗ bất thường	(294)	(333)	(53)	(1.130)	(366)	(435)	(463)	(490)	(577)
Lợi ích cổ đông thiểu số	176	508	295	308	413	374	433	564	621
Lợi nhuận ròng	4.748	5.913	9.807	12.288	16.470	14.909	17.249	22.488	24.767
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>		25%	66%	25%	34%	-9%	16%	30%	10%
EPS (VND)		2.285	5.167	6.484	8.691	7.868	9.103	11.867	13.070
<i>Tốc độ tăng trưởng (%)</i>			126%	25%	34%	-9%	16%	30%	10%
Cổ tức/cổ phiếu (VND)			1.200	4.200	4.000	3.000	5.000	5.000	5.000
<i>Tỷ lệ thanh toán/mệnh giá</i>			12%	42%	40%	30%	50%	50%	50%

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Tài sản ngắn hạn									
Tiền và tương đương tiền	4.927	10.045	12.753	18.293	21.802	29.448	35.334	46.769	62.941
Đầu tư ngắn hạn	2.202	317	69	818	1.216	924	669	739	873
Phải trả	7.412	6.950	5.374	5.960	6.347	6.138	6.786	9.699	10.341
Tồn kho	868	1.058	1.614	2.461	2.532	2.515	2.770	3.805	4.034
Tài sản ngắn hạn khác	832	857	562	774	774	774	774	774	774
Tổng tài sản ngắn hạn	16.241	19.228	20.372	28.307	32.671	39.799	46.334	61.786	78.963
Tài sản dài hạn									
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	25.538	27.455	28.893	33.380	37.962	46.391	53.703	61.084	67.586
Khấu hao lũy kế	7.791	10.575	13.570	16.813	20.609	25.712	31.620	38.950	47.060
Giá trị ròng TSCĐ hữu hình	17.747	16.880	15.322	16.567	17.353	20.679	22.084	22.134	20.526
Đầu tư dài hạn	1.328	990	868	445	852	897	811	775	756
TSCĐ vô hình	175	266	344	345	319	336	333	329	333
Tài sản dài hạn khác	4.187	8.245	8.239	4.715	4.715	4.715	4.715	4.715	4.715
Tổng tài sản dài hạn	23.438	26.382	24.774	22.072	23.239	26.626	27.942	27.952	26.329
Tổng tài sản	39.679	45.611	45.146	50.379	55.910	66.425	74.276	89.738	105.292
Nợ ngắn hạn									
Phải trả	4.462	4.215	2.374	3.658	3.260	3.269	3.601	5.327	5.647
Chi phí trích trước	409	1.043	1.191	1.565	1.694	1.766	1.932	2.277	2.457
Vay ngắn hạn	2.065	2.867	3.042	2.853	2.106	2.037	2.252	3.034	3.235
Nợ ngắn hạn khác	2.875	2.224	1.449	1.797	1.744	1.756	1.594	1.160	1.095
Tổng nợ ngắn hạn	9.810	10.349	8.056	9.873	8.804	8.828	9.379	11.798	12.434
Nợ dài hạn									
Vay dài hạn	5.383	8.150	6.189	4.604	2.315	3.582	3.108	3.137	2.763
Nợ dài hạn khác	1.820	2.093	2.066	868	868	868	868	868	868
Tổng nợ dài hạn	7.202	10.243	8.255	5.473	3.183	4.450	3.976	4.005	3.632
Vốn chủ sở hữu									
Vốn đầu tư CSH	10.455	18.950	18.950	18.950	18.950	18.950	18.950	18.950	18.950
Lợi nhuận giữ lại	1.658	3.542	5.072	3.036	11.925	21.149	28.924	41.937	57.229
Vốn khác	9.938	991	3.171	11.371	11.371	11.371	11.371	11.371	11.371
Tổng vốn CSH	22.051	23.482	27.193	33.358	42.248	51.472	59.246	72.260	87.552
Lợi ích cổ đông thiểu số	616	1.537	1.642	1.675	1.675	1.675	1.675	1.675	1.675
Tổng nợ và vốn CSH	39.679	45.611	45.146	50.379	55.910	66.425	74.276	89.738	105.292
Giá trị sổ sách/cp (VND)		12.392	14.350	17.603	22.294	27.162	31.264	38.132	46.201

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2010A	2011A	2012A	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Lợi nhuận ròng	4.748	5.913	9.807	12.288	16.470	14.909	17.249	22.488	24.767
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động kinh doanh									
Khấu hao	1.734	2.799	3.089	3.338	3.823	5.086	5.910	7.334	8.107
Thay đổi vốn lưu động	954	330	(1.656)	(883)	(855)	236	(572)	(2.221)	(551)
Chênh lệch các khoản khác	(201)	756	297	(158)	129	72	166	345	180
Tổng	7.234	9.797	11.538	14.585	19.566	20.302	22.753	27.946	32.503
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động đầu tư									
Giảm đầu tư	5.085	4.244	1.665	1.518	-	247	342	-	-
Mua bán tài sản cố định	(4.200)	(5.138)	(2.394)	(2.370)	(4.582)	(8.429)	(7.312)	(7.380)	(6.502)
(Tăng đầu tư)	(4.427)	(2.044)	(176)	(753)					
Tổng	(3.543)	(2.938)	(906)	(1.605)	(805)	-	-	(34)	(115)
					(5.387)	(8.182)	(6.970)	(7.415)	(6.618)
Lưu chuyển tiền thuần từ hoạt động tài chính									
Chi trả cổ tức	(1.400)	(4.441)	(6.043)	(5.704)					
Tăng nợ ngắn hạn	-	-	-	-	(7.580)	(5.685)	(9.475)	(9.475)	(9.475)
Tăng/giảm nợ dài hạn	348	2.699	(1.885)	(1.736)	(746)	(70)	215	782	201
Tăng giảm vốn					(2.290)	1.268	(475)	29	(373)
Các hoạt động tài chính khác	6	1	4	0					
Tổng	(1.046)	(1.741)	(7.925)	(7.439)	-	-	-	-	-
					(54)	12	(162)	(434)	(66)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	2.646	5.118	2.708	5.540	(10.670)	(4.475)	(9.896)	(9.097)	(9.713)
Tiền đầu kỳ	2.281	4.927	10.045	12.753					
Tiền cuối kỳ	4.927	10.045	12.753	18.293	3.509	7.646	5.887	11.434	16.172

Phân tích chỉ số	2010A	2011A	2012A	2013E	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
Chỉ số sinh lời									
Biên lợi nhuận thuần (trừ khấu hao)	19,20%	20,81%	26,35%	31,46%	34,18%	32,39%	32,65%	31,34%	31,74%
Biên EBITDA	15,50%	16,38%	21,66%	26,32%	34,41%	34,33%	35,00%	33,76%	34,37%
Biên lợi nhuận hoạt động	12,08%	12,03%	17,14%	21,38%	29,00%	26,80%	27,12%	26,50%	26,85%
Biên lợi nhuận ròng	9,89%	9,21%	14,36%	18,92%	23,46%	21,96%	22,98%	22,23%	22,97%
Lợi nhuận trên tài sản trung bình	15,99%	15,06%	22,26%	26,55%	31,77%	24,99%	25,13%	28,11%	26,04%
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu trung bình	32,29%	25,97%	38,71%	40,84%	43,57%	31,82%	31,16%	34,20%	31,00%
Tỷ lệ cổ tức/mệnh giá			12,00%	42,00%	40,00%	30,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Chỉ số đòn bẩy									
EBIT/I	20,26	9,71	26,04	33,26	57,56	40,48	47,48	54,30	64,11
EBITDA / (I + Cap Ex)	1,66	1,77	5,20	5,99	4,89	2,62	3,39	4,34	5,33
Tổng nợ/Tổng Vốn	0,25	0,32	0,25	0,18	0,09	0,10	0,08	0,08	0,06
Tổng nợ/Vốn CSH	0,34	0,47	0,34	0,22	0,10	0,11	0,09	0,09	0,07
Chỉ số thanh khoản									
Vòng quay tài sản	1,21	1,41	1,51	1,30	1,26	1,02	1,01	1,13	1,02
Vòng quay phải thu	6,47	9,24	12,71	10,98	11,06	11,06	11,06	10,43	10,43
Vòng quay phải trả	10,76	15,24	28,77	17,87	21,53	20,76	20,85	18,99	19,10
Vòng quay tồn kho	55,28	60,68	42,32	26,49	27,73	26,99	27,10	26,58	26,74
Chỉ số hiện thời	1,66	1,86	2,53	2,88	3,71	4,51	4,94	5,24	6,35
Chỉ số nhanh	1,57	1,76	2,33	2,63	3,42	4,22	4,65	4,91	6,03



Barry David Weisblatt

Giám Đốc Phân Tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Mai Thùy Linh

Giám Đốc – Phân tích cơ bản
linhlm@vpbs.com.vn

Phạm Thị Hải Hà

Trợ lý Phân tích
haph@vpbs.com.vn

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế,
Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội
T - +84 (0) 4 3974 3655
F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi Nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai,
Quận 1, TP Hồ Chí Minh
T - +84 (0) 8 3823 8608
F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi Nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,
Quận Hải Châu, Đà Nẵng
T - +84 (0) 511 356 5419
F - +84 (0) 511 356 5418

Hướng dẫn khuyến nghị

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Thương mại Cổ phần Việt Nam Thịnh Vượng thực hiện tiêu chí khuyến nghị như sau:

Mua: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới lớn hơn +15%

Giữ: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới dao động từ -10% đến +15%

Bán: Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong 12 tháng tới thấp hơn -10%

Khuyến cáo

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng ("VPBS"). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương tư và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông tin này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.