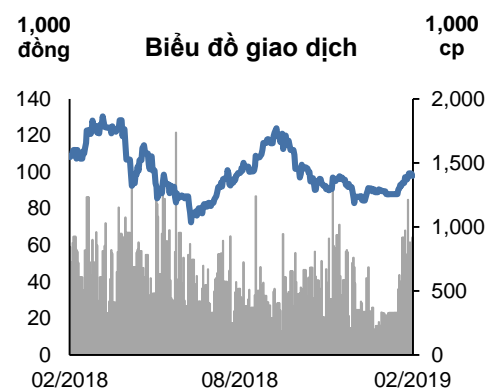


GAS (HOSE) Lợi nhuận kỳ vọng giảm do ảnh hưởng từ giá dầu

Đánh giá TRUNG LẬP Kết quả kinh doanh 2018

	Dầu khí
Giá thị trường (VND)	103,200
Giá mục tiêu 1 năm (VND)	96,300
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-6.8%
Suất sinh lợi cổ tức	3.9%
Suất sinh lợi bình quân năm	-2.8%



Năm 2018, giá dầu Brent rất thuận lợi (trung bình đạt 72 USD/thùng, +31% n/n), dẫn đến giá bán khí bình quân tăng trong khi sản lượng khí xuất bán chỉ đạt 9.7 tỷ m3 (+1% n/n) do không có mỏ khí lớn nào được đưa vào khai thác trong năm ngoái. Đối với mảng khí khô của GAS, chúng tôi ước tính lợi nhuận cho năm 2018 là 9,515 tỷ đồng (+23% n/n). Đối với mảng LPG, tổng khối lượng LPG đạt 1.6 triệu tấn (+19% n/n), mang về lợi nhuận gộp ước tính cho năm 2018 là 3,661 tỷ đồng (+23% n/n).

Tổng kết lại, doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2018 của PVGas lần lượt đạt 75,627 tỷ đồng (+17.2% n/n) và 12,355 tỷ đồng (+24.3% n/n).

Sản lượng khí đi ngang và giá bán bình quân giảm trong 2019

Mỏ Phong Lan Đại chính thức đưa vào khai thác vào tháng 01/2019, đóng góp 0.5 tỷ m3 khí tự nhiên mỗi năm, vừa đủ để bù đắp cho sự suy giảm sản lượng của các mỏ khí hiện hữu. Chúng tôi ước tính khối lượng khí xuất bán của PVGas sẽ đi ngang ở mức 9.8 tỷ m3 (+1.4% n/n) trong 2019. Cuối năm 2020, sẽ có nguồn cung mới từ mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt (+1 tỷ m3/năm), tổng nguồn cung khí ước tính ở mức 10.1 tỷ m3/năm (+1.7% n/n).

Lô 11.2 (đóng góp 11% sản lượng của GAS) đang suy giảm sản lượng nhanh hơn dự kiến do khai thác quá mức và tình trạng ngập nước ngày càng trầm trọng tại các mỏ. Sự suy giảm này có thể dẫn đến lợi nhuận giảm trong tương lai và phát sinh lỗ cho KNOC – nhà thầu khai thác lô 11.2. Để giảm thiểu tổn thất, họ đang đàm phán với PVN để tăng gấp ba lần giá bán khí. Tuy nhiên, đề xuất này có thể không được chấp thuận trong 2019, loại bỏ rủi ro tăng giá dầu vào cho PVGas (nếu được phê duyệt, chi phí mua khí của PVGas ước tính tăng 1,000 tỷ đồng, làm giảm đáng kể lợi nhuận gộp).

Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	20%	18%	8%	-3%
Tương đối	9%	9%	4%	5%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê 06/03/2019

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	72.5k-130.5k
SL lưu hành (triệu cp)	1,914
Vốn hóa (tỷ đồng)	199,051
Vốn hóa (triệu USD)	8,580
% khối ngoại sở hữu	3%
SL cp tự do (triệu cp)	81
KLGD TB 3 tháng (cp)	553,429
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	992/108

Nguồn: Bloomberg

Với giả định giá dầu Brent bình quân trong năm 2019 là 61 USD/thùng (-16% n/n), chúng tôi dự phóng doanh thu và LNST của GAS lần lượt ở mức 75,239 tỷ đồng (-0.5% n/n) và 11,269 tỷ đồng (-8.8% n/n) cho năm 2019.

Dự án đường ống Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2 sẽ khởi công vào 1H2019

Dự án đường ống Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2 dự kiến sẽ khởi công vào nửa đầu 2019, nâng công suất vận chuyển khí của GAS lên 16 tỷ m3/năm (+77%). Giai đoạn xây dựng sẽ bắt đầu từ tháng 09/2019 đến tháng 08/2020 và sau đó sẽ sẵn sàng dẫn khí từ mỏ Sao Vàng. Trong dài hạn, Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 2 được kỳ vọng sẽ thúc đẩy thăm dò và khai thác ở vùng nước sâu của bể Nam Côn Sơn. Từ năm 2021 trở đi, chúng tôi kỳ vọng rằng dự án có thể đóng góp 2,500 tỷ đồng/năm vào lợi nhuận gộp của PVGas.

Duy trì khuyến nghị TRUNG LẬP

Theo quan điểm của KIS, sản lượng khí đi ngang và giá dầu giảm sẽ gây ra những tác động tiêu cực đến lợi nhuận của GAS trong ngắn hạn. Dựa trên P/E lịch sử trung bình 1 năm của GAS ở mức 17x, chúng tôi định giá lại cổ phiếu GAS ở mức **96,300 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019. Bao gồm cổ tức bằng tiền mặt 4,000 đồng/cổ phiếu, tổng lợi nhuận dự kiến là **-2.8%**. Khuyến nghị **TRUNG LẬP**.

Cơ cấu sở hữu 06/03/2019

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	95.8%
Khác	4.2%

Nguồn: Bloomberg

Nguyễn Phong Danh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459
danh.np@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Dự phóng

	1H2016	2H2016	1H2017	2H2017	1H2018	2H2018	2018U	2019E	2020E
Doanh thu	29,805	29,521	32,538	32,292	38,359	37,632	75,991	75,610	81,256
Khí khô	17,576	18,602	17,565	17,212	19,599	20,439	40,038	38,845	42,034
LPG	9,174	8,869	10,423	10,894	13,089	12,281	25,370	25,735	27,794
Vận chuyển khí	2,651	1,671	2,577	1,720	2,648	2,045	4,693	5,022	5,300
CNG		-	1,503	1,854	2,150	2,150	4,300	4,386	4,474
Condensate	194	193	238	422	584	584	1,167	1,191	1,215
Cho thuê PV Gas Tower	17	25	18	19	20	18	38	38	39
Khác	192	161	214	171	269	116	385	393	401
Tăng trưởng DT năm (%)	-5%	-11%	9%	9%	18%	17%	17%	-1%	7%
Khí khô	-3%	-10%	0%	-7%	12%	19%	15%	-3%	8%
LPG	-13%	-6%	14%	23%	26%	13%	19%	1%	8%
Vận chuyển khí	41%	-31%	-3%	3%	3%	19%	9%	7%	6%
CNG					43%	16%	28%	2%	2%
Condensate	-19%	112%	22%	118%	146%	38%	77%	2%	2%
Cho thuê PV Gas Tower	2%	78%	6%	-25%	7%	-7%	0%	2%	2%
Khác	-60%	-64%	11%	6%	26%	-32%	0%	2%	2%
Lợi nhuận gộp	5,052	6,753	6,700	8,771	8,948	9,720	18,668	17,104	18,128
Khí khô	1,999	5,382	2,708	4,995	3,921	5,593	9,515	7,306	7,743
LPG	1,185	586	1,427	1,548	1,762	1,525	3,287	3,565	3,837
Vận chuyển khí	1,910	861	1,998	1,400	2,316	1,713	4,029	4,359	4,637
CNG	-	-	467	658	704	702	1,406	1,434	1,463
Condensate	25	-35	65	169	198	198	396	404	412
Cho thuê PV Gas Tower	12	12	4	1	6	0	6	6	6
Khác	-79	-52	30	0	41	-11	30	31	31
Biên lợi nhuận gộp (%)	16.9%	22.9%	20.6%	27.2%	23.3%	25.8%	24.6%	22.6%	22.3%
Khí khô	11.4%	28.9%	15.4%	29.0%	20.0%	27.4%	23.8%	18.8%	18.4%
LPG	12.9%	6.6%	13.7%	14.2%	13.5%	12.4%	13.0%	13.9%	13.8%
Vận chuyển khí	72.1%	51.5%	77.6%	81.4%	87.5%	83.8%	85.9%	86.8%	87.5%
CNG			31.1%	35.5%	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%	32.7%
Condensate	12.7%	-18.4%	27.2%	40.0%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%	33.9%
Cho thuê PV Gas Tower	68.7%	47.8%	23.3%	6.7%	30.4%	-2.4%	14.9%	14.9%	14.9%
Khác	-40.9%	-32.5%	14.2%	-0.2%	15.4%	-9.8%	7.8%	7.8%	7.8%
Lợi nhuận hoạt động	3,520	4,940	4,893	6,735	6,953	7,584	14,537	12,852	13,578
Tăng trưởng (%)	-47%	22%	39%	36%	42%	13%	25%	-12%	6%
Biên LN (%)	11.8%	16.7%	15.0%	20.9%	18.1%	20.2%	19.1%	17.0%	16.7%
Lợi nhuận sau thuế	3,111	4,060	4,110	5,828	5,817	6,539	12,355	11,269	12,073
Tăng trưởng (%)	-42%	16%	32%	44%	42%	12%	24%	-9%	7%
Biên LN (%)	10.4%	13.8%	12.6%	18.0%	15.2%	17.4%	16.3%	14.9%	14.9%

Định giá

	2019F	2020F	Ghi chú
Bội số P/E (x)	17.0	17.0	P/E lịch sử 1 năm
EPS hiệu chỉnh (VND)	5,663	6,084	
Giá mục tiêu	96,300	103,400	
Giá thị trường	103,200		
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	-6.8%	0.2%	
Suất sinh lợi cổ tức	3.9%	3.9%	
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	-2.8%	4.1%	

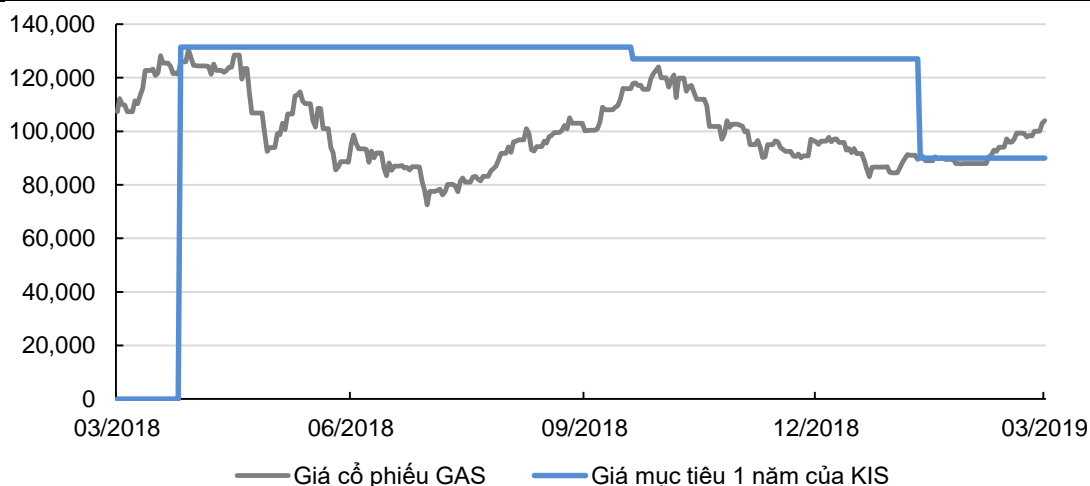
Phân tích độ nhạy lợi nhuận của PVGAS theo giá nhiên liệu

Giá dầu Brent trung bình	Lợi nhuận ròng 2019	EPS dự phóng 2019	Giá mục tiêu
52	10,415	5,217	88,700
55	10,518	5,271	89,600
58	10,794	5,415	92,100
61	11,269	5,663	96,300
64	11,743	5,911	100,500
67	12,218	6,159	104,700
70	12,692	6,407	108,900

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

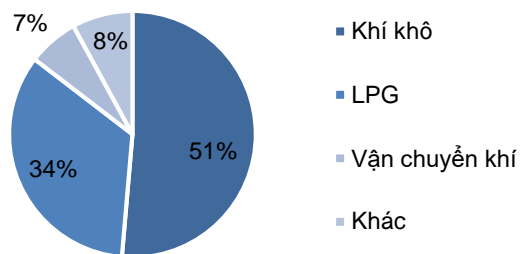
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
GAS	15/01/2019	TRUNG LẬP	90,000	99,620
	24/09/2018	TRUNG LẬP	127,000	110,175
	30/03/2018	TRUNG LẬP	131,400	132,963

Ước tính và dự phóng của công ty



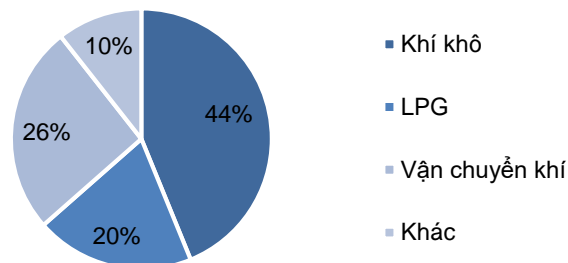
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu của GAS năm 2019



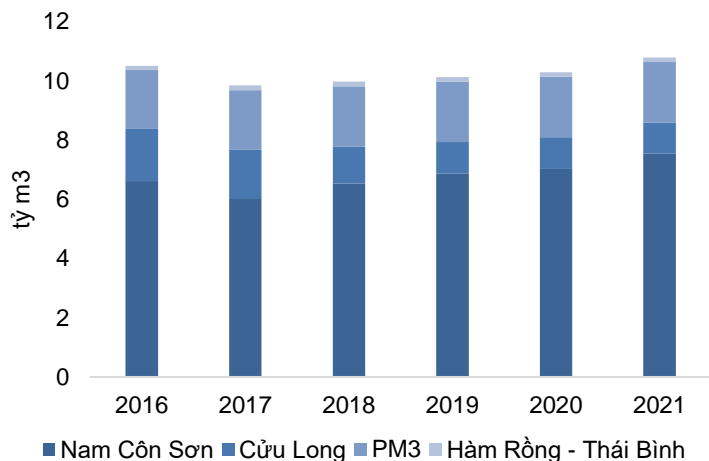
Nguồn: KIS dự phóng

Hình 02. Cơ cấu lợi nhuận gộp của GAS năm 2019



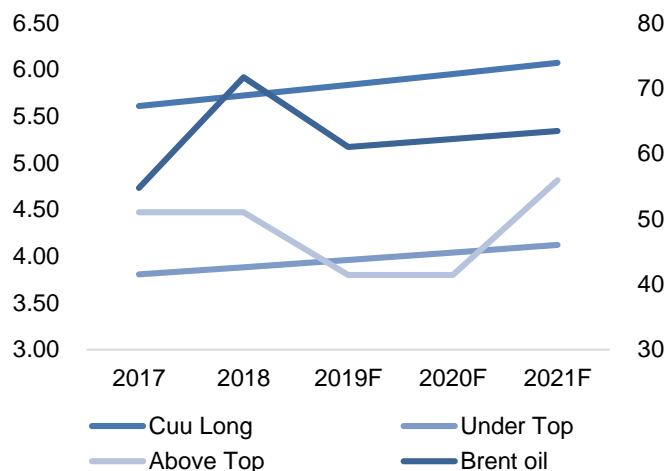
Nguồn: KIS dự phóng

Hình 03. Sản lượng khí tự nhiên của GAS, 2017 - 2021F



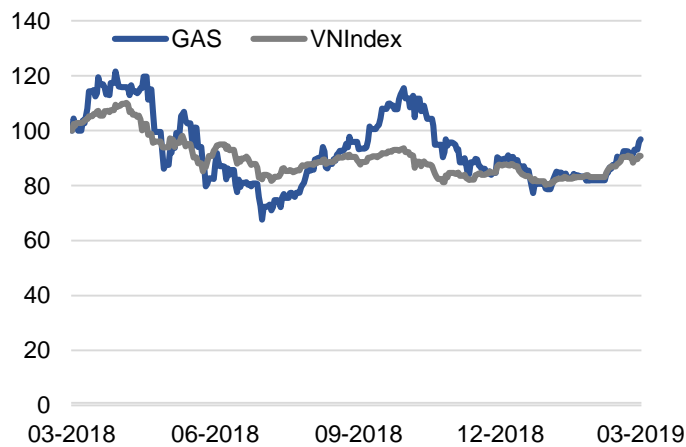
Nguồn: PVGas, KIS

Hình 04. Giá bán khí tự nhiên (USD/MMBTU)



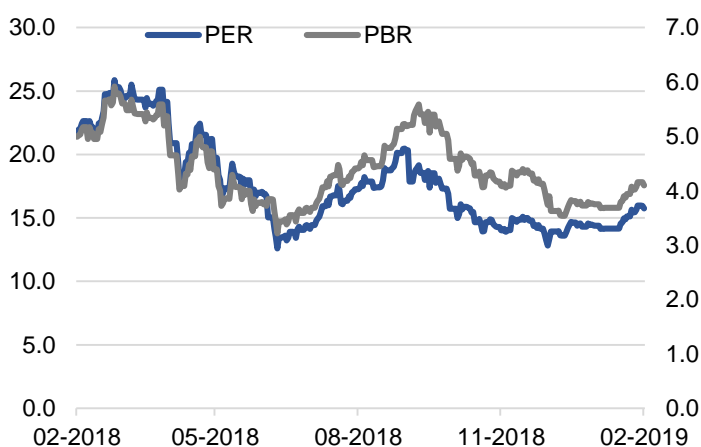
Nguồn: KIS

Hình 05. Diễn biến giá cổ phiếu 1 năm so với VNIndex



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 06. P/E và P/B lịch sử 1 năm



Nguồn: Bloomberg, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 199,051 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Doanh thu thuần	59,076	64,522	75,627	75,239	80,877
Tăng trưởng (%)	-8%	9%	17%	-1%	7%
Khí tự nhiên	36,178	34,777	39,156	38,845	42,034
Vận chuyển khí	4,321	4,296	4,693	5,022	5,300
LPG	18,043	21,316	26,768	25,735	27,794
Khác	534	4,133	5,011	5,637	5,749
GVHB	49,360	57,322	58,506	63,128	71,068
Biên LN gộp (%)	19.6%	23.5%	24.2%	22.2%	21.9%
Chi phí BH & QLDN	3,096	3,535	3,768	3,880	4,171
EBITDA	11,768	14,341	17,212	15,528	16,254
Biên lợi nhuận (%)	19.9%	22.2%	22.8%	20.6%	20.1%
Khấu hao	3,309	2,713	2,676	2,676	2,676
Lợi nhuận từ HĐKD	8,459	11,627	14,537	12,852	13,578
Biên LN HĐKD (%)	14.3%	18.0%	19.2%	17.1%	16.8%
Chi phí lãi vay ròng	-712	-938	-1003	-1419	-1678
Khả năng trả lãi vay (x)	-11.9	-12.4	-14.5	-9.1	-8.1
Lãi/lỗ khác	-19	23	-186	-186	-165
Thuế	1,980	2,650	2,999	2,817	3,018
Thuế suất hiệu dụng (%)	22%	21%	20%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	7,172	9,938	12,355	11,269	12,073
Biên lợi nhuận (%)	12.1%	15.4%	16.3%	15.0%	14.9%
Lợi ích CĐ thiếu số	152	253	253	253	253
LN cho công ty mẹ	7,020	9,685	12,102	11,016	11,820
Số lượng CP (triệu)	1,914	1,914	1,914	1,914	1,914
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,550	4,951	6,231	5,663	6,084
Tăng EPS (%)	-19%	39%	26%	-9%	7%
Cổ tức (VND)	4,800	3,700	4,000	4,000	3,000

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi/lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2018U	2019E	2020E
Thay đổi vốn lưu động	3,280	-3,740	836	367	74
Capex	4,987	3,826	2,657	3,281	18,012
Dòng tiền khác	-921	-839	-1,720	-1,376	-1,426
Dòng tiền tự do	3,135	13,404	13,258	11,672	-1,911
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	9,000	7,264	7,865	7,656	5,742
Thay đổi nợ ròng	5,864	-6,140	-5,393	-4,016	7,653
Nợ ròng cuối năm	-11,890	-18,030	-23,423	-27,439	-19,786
Giá trị doanh nghiệp	180,853	174,764	169,367	165,604	173,509
Tổng VCSH	40,844	43,272	47,465	50,898	57,049
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,730	1,782	1,778	2,031	2,284
VCSH	39,114	41,490	45,687	48,867	54,765
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,443	21,684	23,878	25,540	28,623
Nợ ròng / VCSH (%)	-29%	-42%	-49%	-54%	-35%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.0	-1.3	-1.4	-1.8	-1.2
Tổng tài sản	56,754	61,889	62,579	67,428	85,651

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018U	2019E	2020E
ROE (%)	18%	24%	28%	23%	23%
(không gồm lợi ích CĐ thiếu số)					
ROA (%)	13%	16%	20%	17%	14%
ROIC (%)	25%	34%	47%	43%	35%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	29.1	20.8	16.6	18.2	17.0
PBR (x)	5.0	4.8	4.3	4.0	3.6
PSR (x)	3.3	3.1	2.6	2.6	2.4
EV/EBITDA (x)	15.9	12.6	10.2	11.1	11.1
EV/Sales (x)	3.2	2.8	2.3	2.3	2.2
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	4.7%	3.6%	3.9%	3.9%	2.9%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Môi Giới Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.