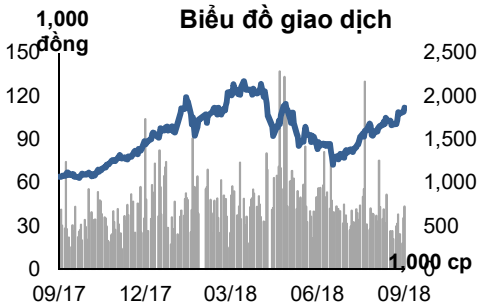
BÁO CÁO CẬP NHẬT
24/09/2018

truefriend KIS CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

GAS (HSX)

Đánh giá	**TRUNG LẬP**
	Dầu khí
Giá thị trường (VND):	**117,800**
Giá mục tiêu (VND) :	**127,000**
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	*7.8%*
Suất sinh lợi cổ tức:	*3.4%*
Suất sinh lợi bình quân năm:	**11.2%**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	26%	18%	36%	82%
Tương đối	22%	16%	32%	54%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 24/09/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	63.5k-130.5k
SL lưu hành (triệu cp)	1,914
Vốn hóa (tỷ đồng)	225,463
Vốn hóa (triệu USD)	9,664
% khối ngoại sở hữu	4%
SL cp tự do (triệu cp)	81
KLGD TB 3 tháng (cp)	526,785
VND/USD	23,337
Index: VNIndex / HNX	1,011/116

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 24/09/2018

Tập đoàn Dầu khí VN	95.8%
KIMC	0.8%
Norge bank	0.3%
Yurie Asset Management	0.2%

Nguồn: Bloomberg

Nguyễn Phong Danh

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

Tổng ty Khí Việt Nam (HSX: GAS)

Quan điểm đầu tư:

- Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động từ cuối năm 2017 với công suất 220,000 tấnnăm, ước tính đem lại lợi nhuận gộp 520 tỷ VND trong năm 2018. Giá bán LPG cải thiện tốt, ước đạt 786 USD/tấn (+12.5% YoY). Ước tính tăng lợi nhuận mảng LPG trong năm 2018 sẽ đạt 3,983 tỷ VND (+34.1% YoY).
- Mỏ Phong Lan Dại sẽ đi vào khai thác vào cuối Q4.2018, đóng góp xấp xỉ 5% sản lượng khí khô. Với giá dầu Brent bình quân của năm 2018 ước tính sẽ đạt 75 USD/thùng (+34.7% YoY), mảng khí khô ước tăng trưởng lợi nhuận +28.3% YoY, đạt 9,884 tỷ VND.
- Chuỗi dự án Lô B được chính thức thực hiện với công suất cấp khí 5 tỷ m3 khí/năm, gia tăng mạnh mẽ năng lực cấp khí (+50%) vào năm 2022.
- Doanh thu năm 1H2018 đạt 64,830 tỷ VND (+9.3% YoY), LNST đạt 9,937 tỷ VND (+38.6% YoY). Năm 2018-2019, lợi nhuận sau thuế ước đạt lần lượt là 13,499 tỷ VND (+36.3% YoY) và 13,939 tỷ VND (+3.3% YoY).

Rủi ro:

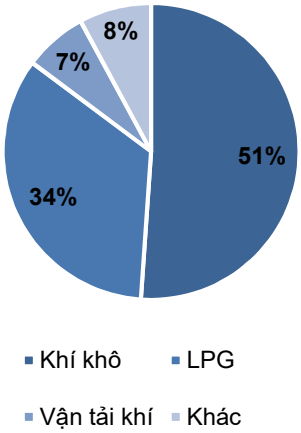
- Biến động bất ổn của giá dầu ảnh hưởng trực tiếp đến doanh thu và lợi nhuận.
- Dự án khí Cá Rồng Đỏ bị tạm dừng, ảnh hưởng đến nguồn cung khí mới của GAS.
- Các mỏ khí hiện tại đang dần cạn kiệt do thiếu hụt đầu tư giai đoạn 2015 – 2017, rủi ro các dự án khai thác khí lớn chậm tiến độ.
- Khả năng điều chỉnh tăng giá khí đầu vào Lô 11.2, chiếm tỷ trọng lớn, có thể khiến lợi nhuận của PVGas đi ngang trong năm 2019.

Định giá:

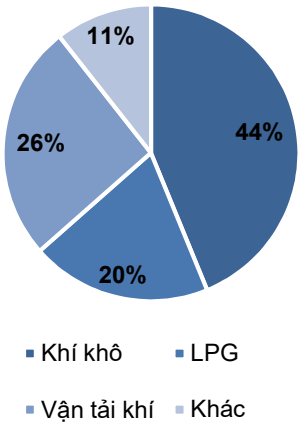
- Chúng tôi định giá PVGAS dựa vào phương pháp P/E. Dựa vào P/E trung bình của GAS 1 năm qua tại mức 18x, giá cổ phiếu GAS tại cuối năm 2019 là 127,000 VND/cp. Bao gồm cổ tức 4,000 đồng/cp, tổng mức sinh lời kỳ vọng đạt 11.2% so với giá thị trường là 117,800 VND/cp. Khuyến nghị **TRUNG LẬP.**

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	59,076	64,522	78,885	89,160	96,301
Tăng trưởng (%)	*-8%*	*9%*	*22%*	*13%*	*15%*
LN hoạt động (tỷ đồng)	11,555	15,163	19,965	20,883	22,287
Biên lợi nhuận (%)	*20%*	*24%*	*25%*	*23%*	*23%*
LNST (tỷ đồng)	7,172	9,903	13,499	13,936	14,884
Biên lợi nhuận (%)	12.1%	15.3%	17.1%	15.6%	15.5%
SLCP lưu hành (triệu cp)	1,914	1,914	1,914	1,914	1,914
EPS (hiệu chỉnh, VND)	3,568	4,958	6,818	7,053	7,683
Tăng trưởng (%)	*-19%*	*39%*	*38%*	*3%*	*9%*
ROE (%)	18%	24%	30%	28%	26%
Nợ ròng/VCSH (%)	-29%	-42%	-43%	-20%	-1%
PE (x)	32.5	23.4	17.0	16.4	15.1
PB (x)	5.7	5.4	4.7	4.2	3.6
EV/EBITDA (x)	18.0	14.4	10.9	11.2	11.2
Cổ tức (VND)	4,800	3,700	4,000	4,000	3,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*4.1%*	*3.2%*	*3.5%*	*3.5%*	*2.6%*

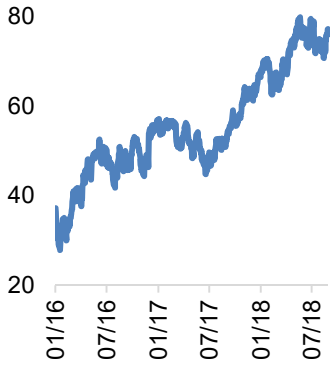
Cơ cấu doanh thu PVGAS 1H2018



Cơ cấu lợi nhuận gộp PVGAS 1H2018



Giá dầu Brent



1. Kết quả kinh doanh 6 tháng 2018

Sản lượng khí trong 6 tháng 2018 được kỳ vọng sẽ cao hơn cùng kỳ do nhu cầu phát điện từ nhiệt điện khí tăng cao. Tuy nhiên, hoạt động cung cấp khí khô trong 6T2018 gián đoạn do sự cố máy nén khí tại giàn Lan Tây từ tháng 04-06/2018 (giảm khả năng cấp khí 400 triệu m3 khí so với cùng kỳ), PVGas đã huy động công suất cấp khí tối đa các mỏ khác tại bể Nam Côn Sơn nhằm phục nhu cầu cao từ các nhà máy điện khiến sản lượng khí 6T2018 tương đương cùng kỳ, đạt 5.2 tỷ m3 khí khô.

Giá dầu Brent 1H2018 tăng 34.7% YoY đạt 71 USD/thùng khiến giá bán bình quân của PVGas tăng 12%, đạt 4.35 USD/MMBTU trong khi giá đầu vào chỉ tăng 6% tác động tích cực đến lợi nhuận mảng khí khô, nhất là các khách hàng khu công nghiệp và nhà máy điện. 1H2018, doanh thu và lợi nhuận mảng khí khô đạt lần lượt là 19,599 tỷ VND (+11.6% YoY) và 3,922 tỷ VND (+44.8% YoY).

Mảng vận chuyển khí vận hành ổn định với doanh thu đạt 2,648 tỷ VND (+2.8% YoY), lợi nhuận gộp cải thiện đạt 2,316 tỷ VND (+15.9% YoY) do khấu hao đường ống PM3 – Cà Mau giảm 264 tỷ VND so với cùng kỳ.

Mảng LPG ghi nhận tăng trưởng tốt khi GPP Cà Mau đi vào hoạt động, giá LPG xuất bán trung bình đạt 750 USD/tấn (+26.7% YoY), sản lượng LPG xuất bán là 710.000 tấn (+2.9% YoY). Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động từ đầu năm, cải thiện lợi nhuận mảng sản xuất LPG và nâng nguồn cung trong nước từ 39% lên 51%. Doanh thu và lợi nhuận gộp 1H2018 mảng LPG lần lượt là 13,089 tỷ VND (+25.6% YoY) và 1,762 tỷ VND (+23.6% YoY).

1H2018 PVGas ghi nhận kết quả kinh doanh ấn tượng với doanh thu 38,359 tỷ VND (+17.9%YoY) và lợi nhuận sau thuế đạt 5,679 tỷ VND (+41.7% YoY)

	1H2018	1H2017	
Doanh thu	**38,359**	**32,535**	**17.9%**
Cung cấp khí khô	19,599	17,565	11.6%
LPG	13,089	10,422	25.6%
Vận khuyển khí	2,648	2,577	2.8%
Khác	3,023	1,971	53.4%
Lợi nhuận gộp	**8,778**	**6,566**	**33.7%**
Cung cấp khí khô	3,922	2,708	44.8%
LPG	1,762	1,426	23.6%
Vận khuyển khí	2,316	1,999	15.9%
Khác	778	433	79.6%
Chi phí BH & QLDN	1,281	1,162	10.2%
EBITDA	**8,384**	**6,349**	**32.1%**
Khấu hao	1,431	1,457	-1.8%
Lợi nhuận từ HĐKD	**6,953**	**4,893**	**42.1%**
Chi phí lãi vay ròng	-325	-335	-3.0%
Lợi nhuận khác	-60	-63	-4.8%
Lợi nhuần ròng	**5,817**	**4,110**	**41.5%**
Lợi ích CĐ thiểu số	138	103	34.0%
Lợi ích công ty mẹ	**5,679**	**4,007**	**41.7%**

Nguồn: BCTC PVGas

2. Dự phóng 2018 - 2022

Lô 11.2 đang bị suy giảm sản lượng nhanh do giai đoạn 2009 – 2013, lượng khí huy động cao hơn tính toán dẫn đến ngập nước tại các vỉa, làm giảm khả năng khai thác. Do đó PVN đã đề xuất Bộ Công Thương và Chính phủ tăng giá khí đầu vào Lô 11.2 từ 2.38 USD/MMBTU lên 6.57 USD/MMBTU (tăng 176%) nhằm hỗ trợ các chủ mỏ là

nhóm các tập hoàn Hàn Quốc và PVEP. Lô 11.2 chiếm tỷ trọng lớn (11% tổng sản lượng khí khô xuất bán), do đó nếu được chấp thuận thì sẽ tác động tiêu cực đến lợi nhuận mảng khí khô của GAS, ước tính giảm 1,200 tỷ VND lợi nhuận mảng bán khí khô.

Trong ngắn hạn. giai đoạn 2018 – 2020, sẽ có 2 mỏ khí mới đi vào hoạt động là Phong Lan Dại và Sao Vàng – Đại Nguyệt (tổng công suất 2.1 tỷ m3 khí/năm) nâng tổng công suất cấp khí đạt 12.1 tỷ m3 khí (+21%).

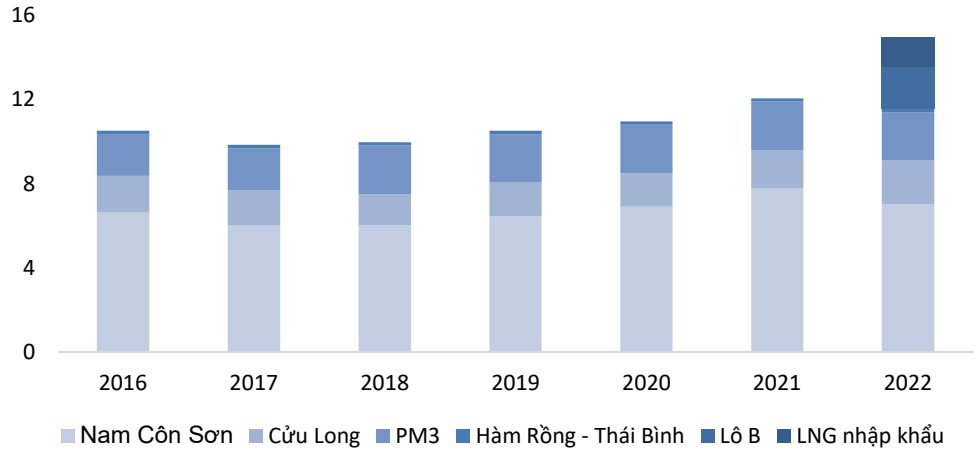
Riêng đối với mỏ Sư tử Trắng – Giai đoạn 2 (1 tỷ m3 khí/năm): khí từ mỏ sẽ đi qua đường ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2, sau đó được xử lý tại GPP Dinh Cố 2. Chúng tôi đánh giá mỏ này sẽ khó đi vào vận hành đúng tiến độ vào Q4.2021 do việc triển khai tuyến ống và GPP Dinh Cố 2 chậm.

Dài hạn hơn, chúng tôi kỳ vọng vào dự án phát triển Lô B vừa được chính phủ phê duyệt đầu tư vào tháng 8.2018, sẽ gia tăng công suất cấp khí thêm 5 tỷ m3 khí/năm (+49.5%) khi vận hành vào Q4.2021. Lợi nhuận từ mảng vận tải khí (tuyến ống Lô B – Ô Môn dài 432 km sẽ được xây dựng phục vụ dự án) và bán khí khô của PVGAS sẽ được cải thiện đáng kể.

Dự án mỏ khí	Trữ lượng	Công suất	Năm khai thác
Phong Lan Dại	3 tỷ m3	0.5 tỷ m3/năm	Q4.2018
Sao Vàng – Đại Nguyệt	16 tỷ m3	1.6 tỷ m3/năm	Q3.2020
Sư Tử Trắng – Giai đoạn 2	24 tỷ m3	1 tỷ m3/năm	Q4.2021
Lô B	107 tỷ m3	5 tỷ m3/năm	Q4.2021

Nguồn: KISVN tổng hợp

Sản lượng khí tự nhiên PVGas giai đoạn 2016 - 2022



Dự án tuyến ống	Công suất	Quy mô	Tổng vốn đầu tư	Tiến độ	Năm đưa vào vận hành
Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 2	7 tỷ m3 khí/năm	182 km	810 triệu USD	Đấu thầu EPC vào Q1.2019	Q3.2020
Sư Tử Trắng	2 tỷ m3 khí/năm	75 km	139 triệu USD	N/A	Q4.2021
Sao Vàng – Đại Nguyệt	2-3 tỷ m3 khí/năm	50 km	140 triệu USD	Đang thực hiện EPC	Q3.2020
Lô B – Ô Môn	5 tỷ m3 khí/năm	432 km	1,3 tỷ USD	Đang đấu thầu EPC	Q4.2021

Nguồn: KISVN

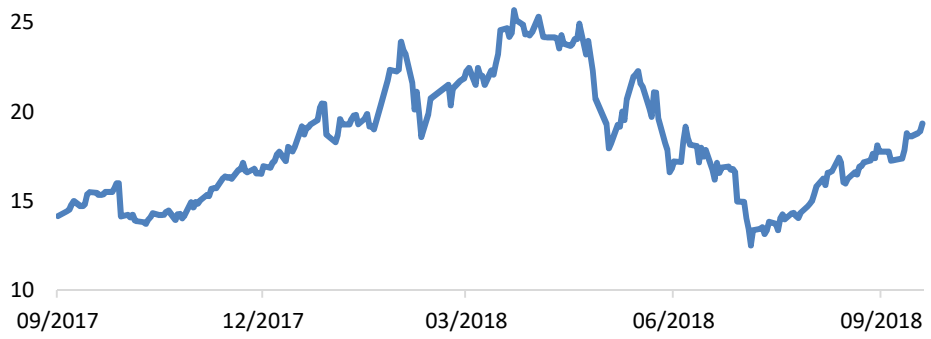
Mảng LPG tiếp tục vận hành ổn định, thị trường trong nước tăng trưởng tiêu thụ ở mức 7%/năm. Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động, ước tính đem lại lợi nhuận gộp 520 tỷ VND trong năm 2018 và 983 tỷ VND trong năm 2019.

Trong ngắn hạn với sản lượng khí tăng nhẹ, giá dầu sẽ là yếu tố chính dẫn dắt lợi nhuận của PVGas trong giai đoạn 2018 – 2020. Với kịch bản giá dầu bình quân năm 2018 là 75 USD/thùng và 2019 là 80 USD/thùng. Chúng tôi dự phóng kết quả kinh doanh của GAS năm 2018 sẽ đạt doanh thu 78.885 tỷ VND (+22.3% YoY) và lợi nhuận 13,499 tỷ VND (+36.3% YoY). Doanh thu và lợi nhuận năm 2019 ước đạt 89,160 tỷ VND (+13% YoY) và lợi nhuận sau thuế 13,939 tỷ VND (+3.3% YoY).

3. Định giá

Chúng tôi định giá PVGAS dựa vào phương pháp P/E. Dựa vào P/E trung bình của GAS 1 năm qua tại mức 18x, giá cổ phiếu GAS tại cuối năm 2019 là 127,000 VND/cp. Bao gồm cổ tức 4,000 đồng/cp, tổng mức sinh lời kỳ vọng đạt 11.2% so với giá thị trường là 117,800 VND/cp. Khuyến nghị **TRUNG LẬP.**

P/E PVGAS 12 tháng



Nguồn: Bloomberg

Bảng phân tích độ nhạy giá dầu

Giá dầu Brent bình quân năm	LNST 2019	EPS forward 2019	Giá mục tiêu
65	11,707	5,889	106,000
70	12,454	6,279	113,000
75	13,197	6,667	120,000
80	**13,936**	**7,053**	**127,000**
85	14,671	7,437	133,900
90	15,403	7,819	140,700

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 225,463 tỷ VND			
Đvị: Tỷ đồng	**2016**	**2017**	**2018E**	**2019E**
Doanh thu thuần	**59,076**	**64,522**	**78,885**	**89,160**
Tăng trưởng (%)	*-8%*	*9%*	*22%*	*13%*
Khí khô	*36,178*	*34,777*	*40,211*	*46,328*
Vận chuyển khí	*4,321*	*4,296*	*4,825*	*5,205*
LPG	*18,043*	*21,316*	*28,267*	*31,958*
Khác	*534*	*4,133*	*5,583*	*5,669*
GVHB	**47,521**	**49,359**	**58,920**	**68,277**
Biên LN gộp (%)	*20%*	*24%*	*25%*	*23%*
Chi phí BH & QLDN	3,096	3,571	4,195	4,741
EBITDA	**11,768**	**14,256**	**18,630**	**19,002**
Biên lợi nhuận (%)	*20%*	*22%*	*24%*	*21%*
Khấu hao	3,309	2,664	2,860	2,860
Lợi nhuận từ HĐKD	**8,459**	**11,592**	**15,770**	**16,142**
Biên LN HĐKD (%)	*14%*	*18%*	*20%*	*18%*
Chi phí lãi vay ròng	-712	-938	-1,081	-1,260
Khả năng trả lãi vay(x)	*-11.9*	*-12.4*	*-14.6*	*-12.8*
Lãi/lỗ khác	-19	22	22	18
Thuế	1,980	2,649	3,375	3,484
Thuế suất hiệu dụng (%)	*22%*	*21%*	*20%*	*20%*
Lợi nhuận ròng	**7,172**	**9,903**	**13,499**	**13,936**
Biên lợi nhuận (%)	*12%*	*15%*	*17%*	*16%*
Lợi ích CĐ thiểu số	152	253	253	243
LN cho công ty mẹ	**7,020**	**9,650**	**13,246**	**13,693**
Số lượng CP (triệu)	1,914	1,914	1,914	1,914
EPS hiệu chỉnh (VND)	3,568	4,958	6,818	7,053
Tăng EPS (%)	-19%	39%	38%	3%
Cổ tức (VND)	**4,800**	**3,700**	**4,000**	**4,000**
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	*135%*	*75%*	*59%*	*57%*

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	2018E	2019E
Thay đổi vốn lưu động	3,280	-3,785	2,685	647
Capex	3,826	2,657	3,281	18,299
Dòng tiền khác	239	-43	-94	-45
Dòng tiền tự do	**3,135**	**13,738**	**10,487**	**-2,105**
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	9,000	7,598	7,656	7,656
Thay đổi nợ ròng	5,864	-6,140	-2,831	9,761
Nợ ròng cuối năm	**-11,890**	**-18,030**	**-20,861**	**-11,100**
Giá trị doanh nghiệp (EV)	211,667	205,545	202,967	212,970
Tổng VCSH	**40,844**	**43,160**	**48,738**	**54,754**
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,730	1,748	2,001	2,244
VCSH	39,114	41,412	46,738	52,510
Giá trị sổ sách/cp (VND)	20,543	21,751	24,548	27,580
Nợ ròng / VCSH (%)	-29%	-42%	-43%	-20%
Nợ ròng / EBITDA (x)	-1.0	-1.3	-1.1	-0.6
Tổng tài sản	**56,754**	**61,787**	**68,866**	**87,253**

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	*18%*	*24%*	*30%*	*28%*
ROA (%)	*13%*	*16%*	*20%*	*16%*
ROIC (%)	*24%*	*34%*	*48%*	*36%*
WACC (%)	*15%*	*15%*	*15%*	*15%*
PER (x)	32.5	23.4	17.0	16.4
PBR (x)	5.7	5.4	4.7	4.2
PSR (x)	3.8	3.4	2.8	2.5
EV/EBITDA (x)	18.0	14.4	10.9	11.2
EV/sales (x)	3.6	3.2	2.6	2.4
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*4.1%*	*3.2%*	*3.5%*	*3.5%*

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM
Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên
Trưởng phòng Quản lý 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 đến15% (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 đội 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.