

**GIÁ DẦU GIẢM ĐE DỌA KQKD VÀ TRIỂN VỌNG 2015**

**TĂNG TỶ TRỌNG**

**Giá mục tiêu 91,500 VND**  
**Giá hiện tại 78,500 VND**

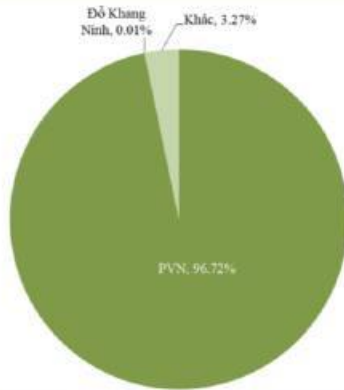
**Le Minh Triet**  
**(+84-8) 5413-5472**  
[trietle@phs.vn](mailto:trietle@phs.vn)

**Sơ lược công ty**

Mã CP	GAS
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	18,950
CP đang lưu hành (triệu)	1,895
Vốn hóa (tỷ đồng)	148,758
Biên độ 52 tuần (đồng)	60,000 – 128,000
KLGD trung bình 3 tháng	512,999
Beta	1.69
Sở hữu nước ngoài	2.51%
Ngày niêm yết đầu tiên	21/5/2012

**Cổ đông lớn**

PVN	96.72%
Đỗ Khang Ninh	0.01%
Khác	3.27%



**Biến động giá**

	3 tháng	6 tháng	12 tháng
<b>Tuyệt đối</b>	-7.5	-45.5	-4.5
<b>Phần trăm (%)</b>	-8.7	-36.7	-5.4



**Lợi nhuận giảm nhưng vẫn vượt kế hoạch kinh doanh:** Trong 9M14, GAS đạt 54,373 tỷ VND doanh thu thuần (+11.3% yoy) nhưng do tỷ trọng GVHB/Doanh thu thuần tăng 2.8 điểm phần trăm nên đã thu hẹp lợi nhuận gộp xuống chỉ còn 13,509 tỷ VND (-0.2% yoy). Nhờ giảm khoản lỗ do chênh lệch tỷ giá từ 76 tỷ VND xuống 14.5 tỷ VND (-80.9%) và không còn khoản 19.6 tỷ VND dự phòng giảm giá các khoản đầu tư nên lợi nhuận từ hoạt động tài chính của GAS tăng 20% yoy lên 500 tỷ VND. Mặt khác, do GAS không còn ghi nhận khoản Hoàn nhập quỹ phát triển khoa học công nghệ (1,146 tỷ VND) nên Lợi nhuận khác của công ty đột ngột giảm mạnh. Dù vậy, LNST 9M14 của GAS chỉ giảm nhẹ 8.4% yoy còn 9,337 tỷ VND và vượt 8% kế hoạch lợi nhuận năm 2014.

**Độc quyền trong ngành Khí đốt:** GAS là đơn vị duy nhất được phép khai thác, nhập khẩu và phân phối khí tự nhiên tại Việt Nam. Hiện nay, 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. Nhờ quá trình phát triển kinh tế và tăng dân số mà nhu cầu khí thiên nhiên của ngành Điện luôn tăng trưởng mạnh trong các năm gần đây. Tuy vậy, giá khí thiên nhiên ở Việt Nam được giữ ở mức thấp so với giá thế giới để đảm bảo ổn định chi phí đầu vào của ngành Điện.

Ngoài độc quyền lĩnh vực khí thiên nhiên, GAS còn chiếm lĩnh thị trường khí hóa lỏng LPG (Liquefied Petroleum Gas) thông qua hai công ty con là CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam (PGS) và CTCP kinh doanh khí hóa lỏng miền Bắc (PVG). Hiện nguồn cung LPG trong nước chủ yếu đến từ nhà máy Dinh Cố và nhà máy lọc dầu Dung Quất, tuy nhiên chỉ đáp ứng 45-50% tổng nhu cầu. Lượng thiếu hụt còn lại phải nhập khẩu. Không giống như khí tự nhiên, giá bán LPG được thả nổi theo giá thế giới.

Như vậy, với việc độc quyền chiếm lĩnh thị trường khí tự nhiên cộng với nắm giữ gần 70% thị phần LPG, lợi thế của GAS trong ngành Khí đốt ở Việt Nam là rất lớn khi nhu cầu sử dụng khí ngày càng tăng lên theo đà phát triển của nền kinh tế.

**Tuy nhiên, giá dầu giảm lại ảnh hưởng nghiêm trọng đến triển vọng của ngành Dầu khí:** Từ đầu 4Q14 đến nay, giá dầu thô thế giới đã lao dốc mạnh sau khi tổ chức các nước xuất khẩu dầu lửa (OPEC) tuyên bố không cắt giảm sản lượng bất chấp tình trạng dư thừa nguồn cung dầu toàn cầu. Bên cạnh đó, tăng trưởng kinh tế thế giới chậm lại cùng với việc cải thiện công nghệ trích xuất dầu từ đá phiến của Mỹ càng làm tăng thêm áp lực lên giá dầu. Hiện tại, giá dầu đã thủng mốc 60 USD/thùng – là điểm hòa vốn của 90% số công ty khai thác dầu đá phiến tại Hoa Kỳ và một bộ phận không nhỏ các quốc gia trong khối OPEC. Theo nhận định của giới chuyên gia, giá dầu sẽ bật tăng trở lại qua mốc 60 USD/thùng chậm nhất là 6 tháng nữa vì chiến lược duy trì sản lượng của khối OPEC sẽ gây ra thiệt hại kinh tế rất lớn nếu giá dầu ngày càng lùi xa so với điểm hòa vốn của các quốc gia trong khối.

Tại Việt Nam, theo nghiên cứu của CitiGroup thì điểm hòa vốn của các dự án khai thác dầu tại thềm lục địa trung bình là 50 USD/thùng. Hiện giá dầu thế giới đã thủng mốc 50 USD/thùng và theo nhận định của nhiều tổ chức quốc tế thì nếu giá dầu không sớm hồi phục thì nhiều khả năng hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí của Việt Nam sẽ chịu ảnh hưởng nặng nề. Trước thực trạng kể trên, Tập đoàn dầu khí Việt Nam (PVN) đã đặt ra nhiều kịch bản khác nhau nhằm ứng phó với diễn biến phức tạp của giá dầu. Trong đó, kịch bản tiêu cực nhất mà PVN đưa ra là giá dầu chạm 60 USD/thùng, tương ứng tổng doanh thu là 515.1 tỷ VND và giảm 30.9% yoy so với tổng doanh thu thực hiện của năm 2014 (745.5 tỷ VND). Mặc dù giá dầu hiện tại đang thấp hơn kịch bản xấu nhất của PVN nhưng PVN vẫn cho rằng kế hoạch sản xuất - kinh doanh cũng như doanh thu, lợi nhuận không ảnh hưởng nhiều, trừ khi giá dầu xuống quá thấp.

**Triển vọng 2015 của GAS khá mờ nhạt do diễn biến phức tạp của giá dầu thế giới:** Hiện tại GAS đang đối diện nhiều thách thức ở 2 mảng kinh doanh chính là LPG và Khí khô. Đối với mảng kinh doanh LPG, do Gas chủ yếu bán sỉ nên giá Contract Price (CP) toàn cầu giảm mạnh sẽ làm ảnh hưởng tiêu cực đến KQKD của công ty. Đối với mảng kinh doanh khí khô, lợi nhuận từ việc điều chỉnh công thức giá khí mới áp dụng cho nhà máy điện (chiếm hơn 80% sản lượng) chưa được tính vào KQKD năm 2014 và GAS có thể hồi tố khoản chênh lệch này trong thời gian tới. Tuy nhiên, do giá dầu thế giới giảm mạnh nên khả năng việc hồi tố không làm tăng lợi nhuận như dự báo của công ty. Đối với giá bán khí cho nhà máy đạm (chiếm hơn 10% sản lượng), do giá dầu FO đang xu hướng giảm nên giá bán của GAS cũng điều chỉnh giảm tương ứng. Đối với khách hàng là hộ công nghiệp, giá bán khí tăng theo lộ trình cố định hàng năm nhưng vì sản lượng chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ nên sẽ không ảnh hưởng nhiều đến KQKD của GAS. Dựa trên giả định giá dầu sẽ hồi phục về lại mức 60 USD/thùng vào cuối 2015, chúng tôi kỳ vọng Doanh thu và LNST của GAS khó có thể đạt mức tăng trưởng tích cực mà chỉ tương đương hoặc giảm nhẹ so với thực hiện 2014.

**Khuyến nghị TĂNG TỶ TRỌNG với giá mục tiêu là 91,500 VND.** Chúng tôi định giá cổ phiếu GAS ở mức 91,500 VND dựa trên 2 phương pháp: P/E (tỷ trọng 60%, P/E kỳ vọng 14.5x và EPS dự phóng năm 2014) và P/B (tỷ trọng 40%, P/B kỳ vọng 5.0x và giá trị sổ sách dự phóng năm 2014). Mặc dù xu hướng giảm của giá dầu làm mờ nhạt triển vọng của GAS nhưng về cơ bản GAS là một công ty có tiềm lực tài chính mạnh mẽ cùng lợi thế độc quyền trong ngành Khí đốt. Sự kỳ vọng vào đà hồi phục của giá dầu trong nửa cuối năm 2015 sẽ là động lực thúc đẩy giá của GAS trong trung hạn. Hiện giá mục tiêu của GAS đang cao hơn giá thị trường (78,500 VND) 16.6% nên chúng tôi đánh giá **TĂNG TỶ TRỌNG** đối với cổ phiếu này.

### Tóm lược tình hình tài chính

(tỷ VND)	2012	2013	KH 2014	2014E
Doanh thu thuần	68,301	65,400	62,444	70,189
Biên LN gộp	21.8%	26.3%		25.0%
Biên LN HDKD	17.1%	21.2%		21.0%
LN trước thuế	12,350	15,583	10,537	15,223
LN sau thuế	9,807	12,288	8,616	12,638
Tăng trưởng so với cùng kỳ	66%	25%		3%
EPS (TTM)	5,175	6,484		6,669
Giá trị sổ sách	14,350	17,603		16,810
P/E	15.2	12.1		14.5
P/B	5.5	4.5		5.0

### Sơ lược công ty

GAS là đơn vị thành viên thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam), hoạt động trên các lĩnh vực thu gom, vận chuyển, chế biến, tàng trữ, phân phối và kinh doanh các sản phẩm khí.

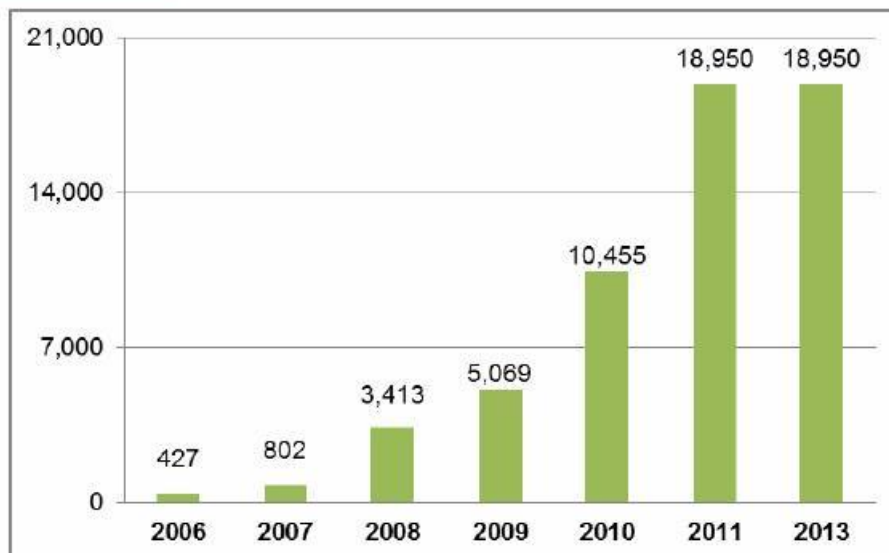
### Lịch sử công ty

- Ngày 20/09/1990, PV Gas được thành lập trên cơ sở Ban Quản lý Công trình Dầu khí Vũng Tàu với tên gọi ban đầu là Công ty Khí đốt.
- Năm 1995, chuyển đổi thành Công ty Chế biến và Kinh doanh các sản phẩm khí.
- Tháng 7/2007, phát triển thành Tổng Công ty Khí Việt Nam và tiến hành cổ phần hóa vào tháng 5/2011.

Tháng 5/2012, chính thức niêm yết trên Sàn Giao dịch chứng khoán TP.HCM (HOSE) với mã là "GAS".



### Quá trình tăng vốn (tỷ VND)



Nguồn: GAS

**Chỉ số tài chính (tỷ VND)**

Kết quả kinh doanh	2012	2013	2014E	Chỉ số tài chính	2012	2013	2014E
Doanh thu thuần	68,301	65,400	70,189	<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>			
Giá vốn hàng bán	53,395	48,167	52,642	Tỷ lệ tăng trưởng doanh thu	6%	-4%	7%
Lợi nhuận gộp	14,907	17,232	17,547	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận gộp	41%	16%	2%
Chi phí quản lý DN	3,199	3,358	2,808	Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận ròng	66%	25%	3%
Doanh thu tài chính	1,144	1,223	1,583	Tỷ lệ tăng tổng tài sản	-1%	12%	1%
Chi phí tài chính	557	649	1,100	Tỷ lệ tăng vốn chủ sở hữu	16%	23%	-5%
Lợi nhuận tài chính	450	420	454	<b>Chỉ tiêu hiệu quả</b>			
LN hoạt động kinh doanh	11,707	13,874	14,740	Biên lợi nhuận gộp	22%	26%	25%
Lợi nhuận trước thuế	12,350	15,583	15,223	Biên LN trước thuế	18%	24%	22%
Lợi nhuận sau thuế	9,807	12,288	12,638	Lợi nhuận ròng biên	14%	19%	18%
<b>Cân đối kế toán</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	ROA	22%	24%	25%
<b>Tổng tài sản</b>	<b>45,146</b>	<b>50,379</b>	<b>50,922</b>	ROE	36%	37%	40%
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>20,372</b>	<b>28,307</b>	<b>30,068</b>	<b>Phân tích DuPont</b>			
Tiền và tương đương tiền	12,753	18,293	19,121	Lợi nhuận ròng biên (1)	14%	19%	18%
Khoản phải thu	5,374	5,960	6,391	Vòng quay tổng tài sản (2)	151%	130%	138%
Tồn kho	1,614	2,461	2,230	Đòn bẩy (3)	166%	151%	160%
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>24,774</b>	<b>22,072</b>	<b>20,855</b>	ROE = (1)x(2)x(3)	36%	37%	40%
Phải thu dài hạn	868	445	205	<b>Chỉ tiêu quản lý</b>			
Tài sản cố định	20,995	19,833	18,768	Số ngày phải thu	32.87	31.53	33.23
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>45,146</b>	<b>50,379</b>	<b>50,922</b>	Số ngày tồn kho	9.13	15.44	15.46
<b>Nợ phải trả</b>	<b>16,311</b>	<b>15,346</b>	<b>17,393</b>	Số ngày phải trả	22.29	22.46	25.75
Vay ngắn hạn	8,056	9,873	10,748	Vòng quay tổng tài sản	1.51	1.30	1.38
Khoản phải trả	2,374	3,658	3,697	Vòng quay tài sản dài hạn	2.76	2.96	3.37
Vay dài hạn	8,255	5,473	6,645	Vòng quay tài sản cố định	3.25	3.30	3.74
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>27,193</b>	<b>33,358</b>	<b>31,854</b>	<b>Hệ số thanh toán</b>			
Vốn điều lệ	18,950	18,950	18,950	Thanh toán hiện tại	2.53	2.87	2.80
Thặng dư vốn	-	1	1	Thanh toán nhanh	2.33	2.62	2.59
Quý đầu tư phát triển	1,548	8,519	8,519	Thanh toán tiền mặt	1.58	1.85	1.78
Lợi nhuận giữ lại	5,072	3,036	1,532	<b>Cơ cấu vốn</b>			
<b>Dòng tiền</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	Tổng nợ/vốn chủ sở hữu	0.60	0.46	0.55
<b>Tiền thuần từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>11,538</b>	<b>14,585</b>	<b>15,671</b>	Tổng nợ/tổng tài sản	0.36	0.30	0.34
<b>Tiền thuần từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(906)</b>	<b>(1,605)</b>	<b>(2,178)</b>	Tổng tài sản/vốn chủ sở hữu	1.66	1.51	1.60
<b>Tiền thuần từ hoạt động tài chính</b>	<b>(7,929)</b>	<b>(7,439)</b>	<b>(12,666)</b>	<b>Chỉ tiêu trên cổ phần</b>			
Dòng tiền thuần trong kỳ	2,704	5,540	828	PE	15.17	12.11	14.5
Tiền đầu kỳ	10,045	12,753	18,293	PBV	5.47	4.46	5.0
Tiền cuối kỳ	12,753	18,293	19,121	PS	2.18	2.27	2.12
				EPS	5,175	6,484	6,669
				Tiền/cổ phiếu	6,805	8,246	8,638
				Giá trị sổ sách	14,350	17,603	16,810

Nguồn: PHS dự phóng

## Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

**Tăng tỷ trọng** = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

**Trung lập** = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

**Giảm tỷ trọng** = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

**Không đánh giá** = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

**Công ty chứng khoán Phú Hưng (PHS)**

Tầng 5, tòa nhà Lawrence S. Ting

801 Nguyễn Văn Linh, Quận 7

Thành phố Hồ Chí Minh, Việt Nam

Điện thoại: (84-8) 5 413 5479 | Fax: (84-8) 5 413 5472

Website: [www.phs.vn](http://www.phs.vn) | E-mail: [info@phs.vn](mailto:info@phs.vn)