

CTCP Vận tải Sản phẩm khí quốc tế (GSP – HSX)

Năm bản lề cho giai đoạn tăng trưởng mới

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- qoq	Q1-FY14	+/-yoy
Doanh thu thuần	232,0	220,7	5%	262,9	-12%
Lợi nhuận sau thuế	15,0	2,8	428%	12,4	21%
EBIT	24,4	8,2	196%	22,9	7%
Tỷ suất EBIT	10,5%	3,7%	679bps	8,7%	183bps

Nguồn: GSP và RongViet Securities tổng hợp

- **HĐKD hiệu quả và ổn định qua nhiều năm**
- **Năng lực đội tàu đứng đầu về vận chuyển khí LPG và hiệu suất khai thác tàu cao**
- **Chính sách mới về phân bổ chi phí thể hiện sự thận trọng**
- **Cơ cấu tài chính lành mạnh và tỷ suất sinh lời trên vốn cao**
- **Tiềm năng thị trường vận tải LPG dựa trên nhu cầu sử dụng năng lượng sạch**

Quan điểm và định giá

GSP là doanh nghiệp vận tải khí LPG có năng lực vận chuyển hàng đầu ở Việt Nam và được giao là đầu mối thu xếp dịch vụ vận chuyển LPG cho NMLD Dung Quất và Nhà Máy Xử Lý Khí Dinh Cố. Với ưu thế là Công ty thành viên của TCT CP Vận tải Dầu Khí (HSX: PVT), GSP luôn duy trì được nguồn hàng ổn định và đạt hiệu quả khai thác đội tàu cao trong điều kiện ngành vận tải biển còn nhiều khó khăn. Tình hình tài chính lành mạnh với tỉ lệ đòn bẩy thận trọng và khả năng thanh toán cao giúp Công ty tránh được rủi ro về dòng tiền khi có những biến động lớn về đơn hàng vận chuyển. Ngoài ra, tỉ lệ cổ tức đều đặn hàng năm ở mức 10-12%/năm, tương đương tỉ suất cổ tức ~ 10%, là một điểm hấp dẫn khác của GSP.

Tuy nhiên, chúng tôi quan ngại rằng giá dầu thế giới vẫn duy trì ở mức thấp với diễn biến khó dự báo có thể khiến GSP phải tiếp tục điều chỉnh giảm giá cước cho các khách hàng bị ảnh hưởng bởi giá dầu thô duy trì ở mức thấp. Tuy vậy, chi phí đầu vào giảm (dầu DO, FO) có thể giúp biên LNG của mảng vận tải khí duy trì ổn định. Về dài hạn, tăng trưởng nhu cầu sử dụng nguồn năng lượng sạch (khí LPG) cộng với những dự án lọc hóa dầu mới, Nghi Sơn và Cà Mau (năm 2017) sẽ kéo nhu cầu vận chuyển LPG tăng.

Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh P/E với các công ty trong ngành, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GSP là **16.600 đồng/cp**. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến HT	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	866,1	936,8	232,0	911,6	956,8
% tăng trưởng	25,7%	8,2%	-11,8%	-2,7%	5,0%
LNST (Cty mẹ)	46,4	31,7	15,0	54,4	61,1
% tăng trưởng	8,9%	-31,5%	21,0%	71,5%	12,3%
Tỷ suất LNST (%)	5,4%	3,4%	6,4%	6,0%	6,4%
ROA (%)	7,6%	4,8%		9,1%	9,3%
ROE (%)	12,6%	8,6%		14,4%	15,3%
EPS (VND)	1.545	1.058		1.814	2.038
EPS đ/chỉnh (VND)	1.545	1.058		1.814	2.038
Giá trị sổ sách (VND)	12.473	12.220		12.907	13.817
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E đ/chỉnh (x)	7,1	11,6		0,0	0,0
P/BV (x)	0,9	1,0		0,0	0,0

Nguồn: BCTC GSP, RongViet Securities tổng hợp, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày **11/05/2015**

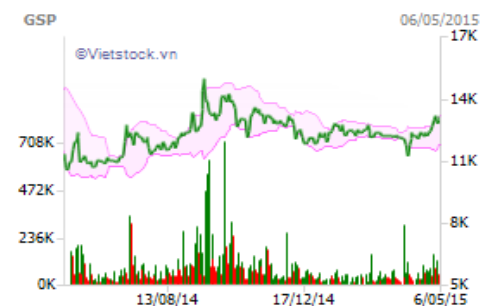
TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	13.400
Giá mục tiêu (VND)	16.600

Thời gian đầu tư **DÀI HẠN**

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vận tải biển
Vốn hóa (tỷ đồng)	402
SLCPDLH	30.000.000
Beta	0,86
Free Float (%)	32,26
Giá cao nhất 52 tuần	15.000
Giá thấp nhất 52 tuần	9.600
KLGD bình quân 20 phiên	74.683



Nguồn: Vietstock

Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
GSP	6,3	12,6	17,5
Vận tải biển	-4,5	26,5	
VN30 Index	-1,7	-3,9	
VN-Index	-3,8	-1,4	13,51

Cổ đông lớn (%)

TCT CP vận tải Dầu khí	67,74
Indochina No.1 Limited Liability Partnership	3,33
Knowledge Company Inc	3,33
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	40,28

Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 328

hoang.nh@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY15 và Lũy kế đến HT

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)	LK đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	232,0	220,7	5,1%	262,9	-11,8%	232,0	-11,8%
Lợi nhuận gộp	30,9	18,0	72,4%	31,0	-0,3%	30,9	-0,3%
Chi phí bán hàng và quản lý	9,0	12,2	-25,8%	10,8	-16,1%	9,0	-16,1%
Thu nhập HĐKD	23,0	6,8	237,5%	20,4	12,6%	23,0	12,6%
EBITDA	36,2	22,1	63,9%	37,1	-2,4%	36,2	-2,4%
EBIT	24,4	8,2	196,5%	22,9	6,8%	24,4	6,8%
Chi phí tài chính	1,8	2,0	-10,2%	2,9	-38,7%	1,8	-38,7%
- Chi phí lãi vay	1,5	1,4	4,7%	2,7	-46,0%	1,5	-46,0%
Khấu hao	-11,8	-13,8	-15,0%	-14,2	-17,2%	-11,8	-17,2%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	-0,1	0,0		-0,3	-68,6%		
Lợi nhuận trước thuế	22,9	6,8	236,0%	20,1	13,9%	22,9	13,9%
Lợi nhuận sau thuế	15,0	2,8	428,0%	12,4	21,0%	15,0	21,0%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	15,0	2,8	430,8%	12,6	19,3%	15,0	

Nguồn: GSP, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY15

Chỉ tiêu	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/-yoy
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	13,3%	8,1%	521bps	11,8%	153bps
EBITDA/Doanh thu	15,6%	10,0%	559bps	14,1%	149bps
EBIT /Doanh thu	10,5%	3,7%	679bps	8,7%	183bps
TS lợi nhuận ròng	6,4%	1,3%	516bps	4,7%	175bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	6,5%	1,3%	520bps	4,8%	169bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	0,0	44,9	-44,9	48,2	-48,2
-Khoản phải thu	0,0	12,8	-12,8	11,6	-11,6
-Khoản phải trả	0,0	37,1	-37,1	29,6	-29,6
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	0,4	0,5	-0,04	0,7	-0,3

Nguồn: GSP(*) thường niên hóa

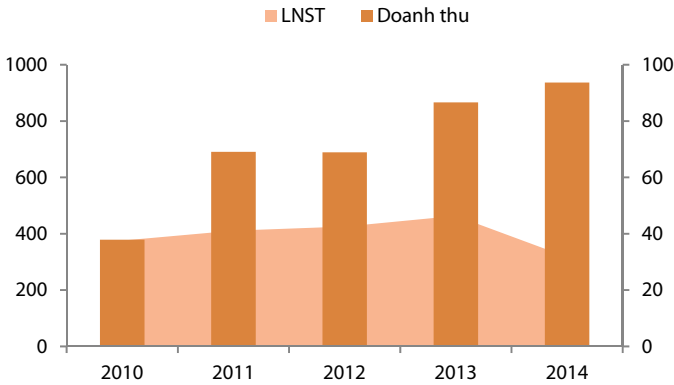
HĐKD hiệu quả và ổn định qua nhiều năm

GSP hoạt động trong hai lĩnh vực chính là vận tải khí LPG và kinh doanh xăng dầu. KQKD của GSP qua các năm cho thấy sự ổn định và tăng trưởng đều với tốc độ tăng trưởng kép (CARG) 5 năm của Doanh thu và LNST lần lượt 19,5% và 5%. Mạng kinh doanh vận tải, trong đó GSP chủ yếu vận chuyển khí LPG bằng tàu cho NMLD Dung Quất và NMXLK Dinh Cố, đóng góp đến 60% doanh thu và 99% tổng lợi nhuận gộp toàn Công ty. Hoạt động cung cấp nhiên liệu cho các tàu vận tải biển có biên lợi nhuận gộp không cao. Trong năm 2014, Công ty tiếp tục ghi nhận mức tăng trưởng Doanh thu là 8,2% so với năm 2013. Tuy nhiên, LNST năm 2014 giảm mạnh 31,5% so với năm trước do Công ty áp dụng chính sách mới về phân bổ chi phí sửa chữa tàu định kỳ từ quý 4/2014.

Năm 2015, Công ty đặt kế hoạch Doanh thu hợp nhất là 900 tỷ đồng (giảm 5,1% so với năm 2014) và LNST hợp nhất là 68,6 tỷ đồng (tăng 59,1%). Chúng tôi cho rằng kế hoạch kinh doanh năm 2015 là hợp lý dựa trên khả năng Công ty có thể phải tiếp tục điều chỉnh giá cước vận chuyển LPG cho các khách

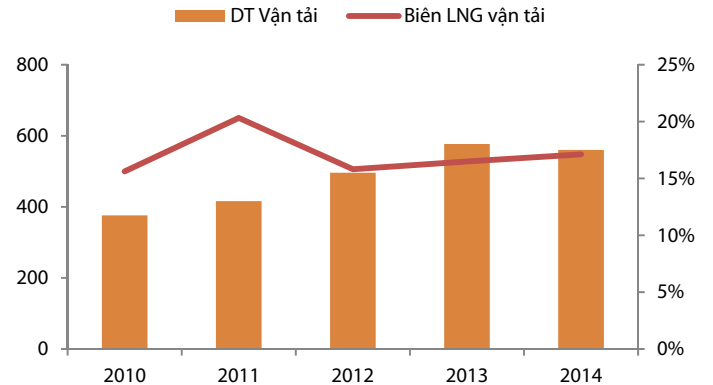
hàng chính. Nhìn ở góc độ lạc quan, chúng tôi kỳ vọng chính sách phân bổ mới và việc một số tàu đã hết khấu hao sẽ là cơ sở giúp cải thiện lợi nhuận của Công ty trong năm nay. Tính đến cuối Q1/2015, Công ty đạt 232 tỷ đồng về Doanh thu (giảm 11,7% so với cùng kỳ) và 22,9 tỷ đồng LNST (tăng 13,9% so với cùng kỳ). Nếu giá dầu thế giới hồi phục vào cuối năm nay theo nhiều dự báo cộng với tình hình sản xuất công nghiệp nội địa tích cực, GSP hoàn toàn có thể đạt được kế hoạch đề ra cho năm 2015.

Đồ thị 01: Doanh thu và LNST Cty mẹ (tỷ đồng)



Nguồn: RongViet Securities

Đồ thị 02: DT (tỷ đồng) và Biên LNG vận tải



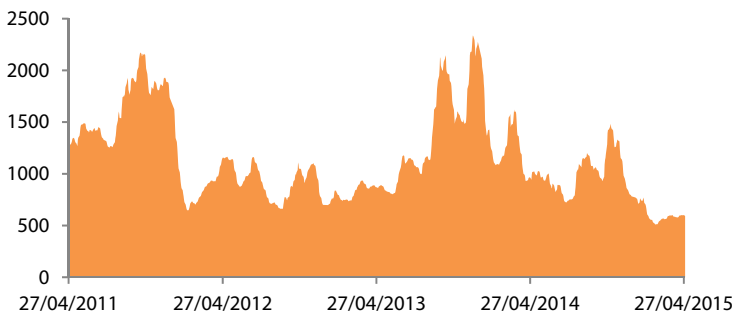
Nguồn: RongViet Securities

GSP có đội tàu vận chuyển LPG lớn nhất Việt Nam; hiệu suất khai thác tàu được duy trì ở mức cao ngay cả trong điều kiện khó khăn của toàn ngành

Kinh tế thế giới suy thoái và sự giảm tốc của các nền kinh tế mới nổi trong các năm vừa qua đặt ngành vận tải biển Việt Nam vào tình cảnh hết sức khó khăn. Nhiều DN vận tải biển nội địa với năng lực cạnh tranh yếu kém đã buộc phải thanh lý tàu tránh lỗ do nguồn hàng khan hiếm (container và hàng khô), giá cước tàu giảm sâu và cạnh tranh ngày càng tăng từ đội tàu nước ngoài ngay trên sân nhà. Theo Cục Hàng Hải Việt Nam, đến cuối năm 2014, số lượng DN vận tải biển trên cả nước đã giảm khoảng 46 % so với năm 2012. Cuối năm 2014, một số DN vận tải biển trên sân sau nhiều năm kinh doanh thua lỗ cũng rơi vào diện phải hủy niêm yết bắt buộc như VST và SSG hay trong tình trạng kiểm soát như VOS.

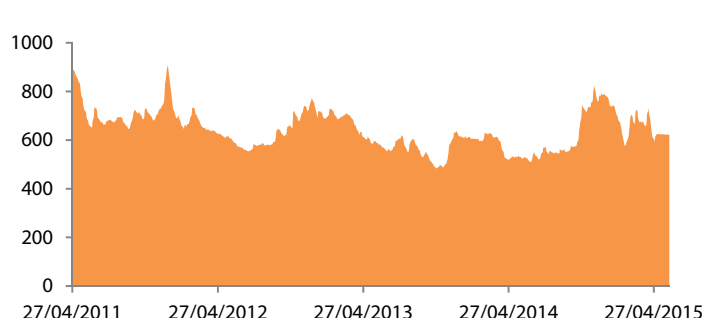
Bức tranh ngành vận tải biển năm 2015 vẫn chưa có sự phục hồi rõ nét và dự báo vẫn đối mặt với nhiều thách thức. Cung tàu trên thị trường còn cao trong khi nguồn hàng vận chuyển chưa thật sự phục hồi là rào cản cho nỗ lực cải thiện giá cước vận chuyển. Trong khi chỉ số đại diện cước tàu vận chuyển hàng rời (BDI) đang ở vùng thấp nhất trong 5 năm qua, thì chỉ số vận chuyển các sản phẩm dầu khí (BCTI) vẫn khá ổn định xoay quanh mốc 600 USD trong cùng giai đoạn. Trong bối cảnh này, nhiều DN vận tải biển nội địa (đặc biệt là hàng rời và container) có thể phải đem tàu cho thuê hoặc tiếp tục thanh lý tàu.

Đồ thị 03: Baltic Dry Index (BDI)



Nguồn: Bloomberg & RongViet Securities tổng hợp

Đồ thị 04: Baltic Clean Tanker Index (BCTI)



Nguồn: Bloomberg & RongViet Securities tổng hợp



Tuy nhiên, với ưu thế là Công ty thành viên của TCT CP Vận tải Dầu khí (HSX: PVT) và nguồn hàng vận chuyển chính là khí LPG giúp GSP đảm bảo được sản lượng vận chuyển và hiệu suất khai thác tàu cao trong nhiều năm qua. Công ty đang vận hành và khai thác 07 tàu với tổng năng lực chuyên chở đứng đầu Việt Nam ~18,800 DWT. Hiện tại, Công ty đang có gần 90% thị phần vận chuyển LPG nội địa và dự báo sẽ tiếp tục là Công ty đầu ngành trong tương lai khi nhu cầu sử dụng LPG tăng cao do Công ty được giao là đầu mối vận chuyển chuyển khí LPG cho NMLD Dung Quất (300,000 tấn LPG/năm), Dinh Cố (280,000 tấn LPG/năm) và các dự án do PVN làm chủ đầu tư trong khi khả năng tài chính, kinh nghiệm khai thác và uy tín của các đối thủ cạnh tranh còn hạn chế. Theo ước tính của chúng tôi, tổng năng lực chuyên chở LPG của các doanh nghiệp còn lại trong ngành chỉ bằng ~40% của GSP.

Bảng: Năng lực đội tàu của GSP

Đội tàu	Tên tàu	Nguyên giá (nghìn)	Loại tàu	Trọng tải (DWT)	Năm đóng	Tuổi tàu bình quân
1	Cửu Long Gas	60.821	LPG Định áp	2.999	1996	19
2	HồngHà Gas	32.832	LPG Định áp	1.519	1993	22
3	Việt Gas	36.767	LPG Định áp	1.519	1992	23
4	SàiGòn Gas	133.096	LPG Định áp	2.999	1996	19
5	Apollo Pacific	69.334	LPG Định áp	2.996	1988	27
6	Aquamarine Gas	25.164	LPG Định áp	1.662	1985	30
7	Oceanus 09	185.275	LPG Định áp	5.054	N/A	17
	Tổng			18.748		

Nguồn: GSP & RongViet Securities tổng hợp

Tóm lại, HĐKD của GSP có nhiều ưu thế so với đối thủ khác nhờ nguồn hàng (khí LPG) luôn được đảm bảo từ hai khách hàng lớn là Bình Sơn Refinery (BSR) và NMXL khí Dinh Cố, vốn chiếm gần 75% sản lượng vận chuyển của GSP. Ngoài ra, Công ty cũng tích cực mở rộng các đơn hàng vận chuyển quốc tế nhằm tối ưu hóa hiệu suất khai thác tàu. Quan ngại về việc giá dầu và giá khí tự nhiên xuống thấp có thể dẫn đến khả năng cắt giảm sản lượng sản xuất của hai khách hàng chính là Bình Sơn (BSR) và NMXLK Dinh Cố. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng với nhu cầu tiêu thụ LPG thị trường nội địa là khá cao (2014: 1,3 triệu tấn) và dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 3-4%/năm sẽ là cơ sở cho các NMLD tiếp tục duy trì sản lượng LPG sản xuất.

Ảnh hưởng của chính sách phân bổ chi phí sửa chữa định kỳ mới không còn và việc đội tàu sắp hết khấu hao sẽ góp phần gia tăng biên LNG dịch vụ vận tải LPG

Cụ thể, thời gian phân bổ chi phí sửa chữa tàu định kỳ trích trước (5 năm) và vật tư phụ tùng (3 năm) theo chính sách cũ sẽ được rút ngắn còn 2,5 năm từ năm 2014. Vì vậy, số dư trích trước chưa phân bổ hết của chi phí này trong năm 2011 và 2012 đã được hạch toán hết cho năm 2014. Đây là nguyên nhân làm giá vốn của GSP năm 2014 tăng đột biến ~15,8 tỷ đồng khiến LNST cả năm 2014 của Công ty sụt giảm 31,5% so với cùng kỳ 2013. Trong năm 2015, khoản trích trước sẽ không còn ảnh hưởng đến chi phí khấu hao. Ngoài ra, trong năm 2015, GSP dự kiến sẽ tiết giảm khoảng 9 tỷ đồng chi phí do hai con tàu Hồng Hà và Việt Gas đã phân bổ hết giá trị khấu hao vào năm 2014.

Năm 2015, sản lượng LPG chuyên chở của GSP dự kiến sẽ tăng khoảng 8% so với năm 2014 do NMLD Dung Quất sẽ hoạt động suốt năm (Năm 2014, nhà máy dừng bảo dưỡng định kỳ 2 tháng). Dù vậy, doanh thu vận tải LPG theo dự phóng sẽ giảm nhẹ 1,1% so với năm ngoái, đạt 553,8 tỷ đồng vào cuối năm 2015 do nhiều khả năng Công ty sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm giá cước cho khách hàng nếu giá dầu thô vẫn duy trì ở mức thấp. Về khả năng sinh lời, chính sách phân bổ chi phí mới và việc một số tàu hết khấu hao dự kiến sẽ giúp LNG của mảng vận tải năm 2015 đạt 126,2 tỷ đồng, tăng 35,2% so với cùng kỳ.



Như vậy, với những yếu tố phân tích trên, **DTT năm 2015 của toàn Công ty có thể đạt khoảng 911,6 tỷ đồng (giảm 2,7% so với năm 2014) và LNST sẽ đạt 54,42 tỷ đồng (tăng 71,6% so với năm 2014).**

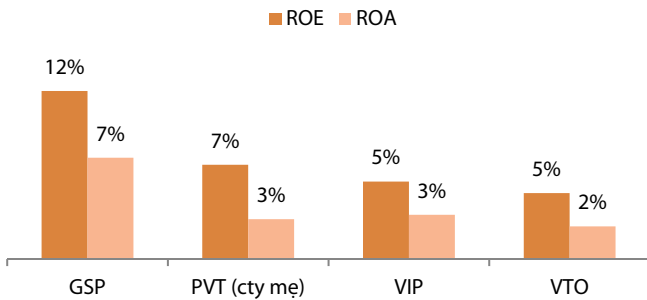
Chúng tôi đánh giá chính sách phân bổ chi phí mới và đội tàu sắp hết khấu hao sẽ giúp GSP gia tăng sức cạnh tranh cũng như linh động hơn về giá thành vận chuyển LPG so với các đối thủ khác trên thị trường, đặc biệt là các hợp đồng vận chuyển khí quốc tế. Về dài hạn, chúng tôi quan ngại về việc đội tàu của GSP với độ tuổi trung bình khá cao (> 20 năm) cần phải duy tu bảo trì thường xuyên hơn có thể làm gia tăng chi phí SXKD của Công ty.

Cơ cấu tài chính lành mạnh và tỷ suất sinh lời trên vốn cao qua nhiều năm

Về tỷ suất sinh lời, GSP đang dẫn đầu các DN vận tải xăng dầu và khí với ROE và ROA của hoạt động kinh doanh cốt lõi đạt lần lượt là 12% và 7%. Điều này xuất phát từ việc GSP luôn có được nguồn hàng vận chuyển ổn định nên có thể đảm bảo số giờ tàu hoạt động ở mức tối ưu. Mặt khác, hoạt động vận chuyển khí LPG của CTCP Vận tải Nhật Việt (Công ty con) trên các tuyến quốc tế có biên lợi nhuận cao hơn các tuyến trong nước.

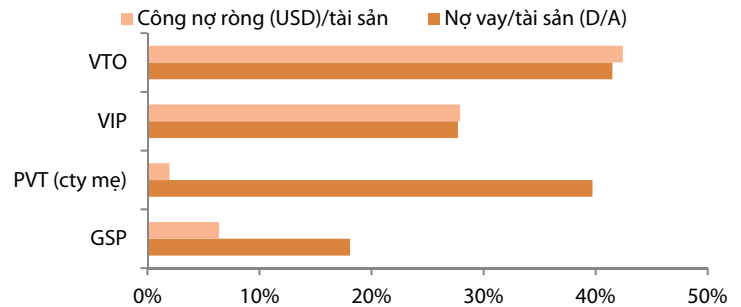
Về kế hoạch đầu tư một tàu LPG mới (trọng tải dưới 7.500DWT và vốn đầu tư là 253,2 tỷ đồng), chúng tôi cho rằng GSP sẽ thực hiện vào cuối năm nay do: (1) GSP đã cơ bản cân đối được nguồn vốn đầu tư sau khi thực hiện góp vốn mua tàu Oceanus 09 ở Công ty con Nhật Việt năm 2013, (2) giá bán tàu trên thị trường đang ở mức thấp và (3) nhu cầu vận chuyển LPG nội địa trong tương lai gần sẽ gia tăng từ việc NMLD Nghi Sơn (công suất khí LPG: 393.000 tấn) và Nhà máy Xử Lý Khí Cà Mau (công suất khí LPG: 207,500 tấn) đi vào hoạt động vào năm 2017. Bổ sung thêm tàu mới, năng lực chuyên chở của đội tàu hiện tại sẽ tăng lên khoảng 37%. Giả định tàu này bắt đầu khai thác vào Q1/2016 ở hiệu suất 80% thì DT mảng vận tải LPG trong năm 2016 sẽ tăng khoảng 10% so với năm 2015 (giả định giá cước sẽ cải thiện nhẹ ~2%).

Đồ thị 05: ROE và ROA lõi (loại trừ LN đột biến)



Nguồn: RongViet Securities

Đồ thị 06: Đòn bẩy tài chính và tỉ lệ nợ ròng gốc USD



Nguồn: RongViet Securities

Ngoài ra, chúng tôi cũng đánh giá cao sự thận trọng của GSP trong công tác quản lý rủi ro tài chính. Cụ thể, tỉ lệ đòn bẩy tài chính (Nợ/Tổng Tài sản) luôn được giữ ở mức thấp (dưới 30%) và thấp hơn mức TB ngành (~ 32% tại cuối năm 2014). Liên quan đến vấn đề này, nhiều công ty vận tải biển Việt Nam đang phải gánh những khoản nợ ngoại tệ lớn cùng áp lực trả nợ gốc và lãi vay trong những năm điều kiện thị trường suy thoái do việc mua sắm tàu ở ạt với giá cao vào giai đoạn đỉnh điểm của nền kinh tế 2007-2008. Công ty dự kiến sẽ tài trợ việc đầu tư tàu mới theo hướng 30% vốn chủ sở hữu và 70% vốn vay. Theo ước tính, tỉ lệ Nợ/VCSH sau khi đầu tư tàu mới (năm 2016) vẫn ở mức kiểm soát, ~25%.

Ngoài ra, GSP cũng trích lập dự phòng ở mức ~3% cho các khoản vay ngoại tệ. Đồng thời, dư nợ ngắn hạn gốc USD của GSP theo tính toán cũng tương đối thấp (6% tài sản). Do đó, chúng tôi cho rằng nếu NHNN vẫn giữ nguyên chính sách điều chỉnh tỉ giá VND/USD trong biên độ tối đa 2% thì mức độ ảnh hưởng của biến động tỉ giá đến KQKD 2015 của GSP là không đáng kể.

Nhu cầu vận chuyển khí LPG sẽ gia tăng trước nhu cầu sử dụng năng lượng và ý thức về môi trường ngày càng được nâng cao

Theo Viện Kinh tế Năng lượng (Institute of Energy Economics – Nhật Bản) thì nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm khí (chủ yếu là LPG) toàn cầu sẽ tăng trưởng nhanh nhất so với các loại năng lượng có nguồn gốc từ dầu mỏ khác và có thể đạt 5.878 tỷ m³ vào năm 2040, tương đương mức tăng 1,9%/năm. Do đó, cơ cấu sản phẩm khí trong tổng mức năng lượng tiêu thụ toàn cầu cũng sẽ tăng lên 25% vào năm 2040 từ mức 21% năm 2012.

Ở khu vực ASEAN, EIA cũng dự báo trong trung hạn, than đá vẫn sẽ là nguồn năng lượng có nhu cầu tiêu thụ đứng thứ hai sau xăng dầu, đặc biệt trong lĩnh vực sản xuất điện nhờ sản lượng dồi dào và giá thành rẻ hơn. Tuy nhiên, tăng trưởng về thu nhập và ý thức bảo vệ môi trường ngày càng cao của người dân sẽ là động lực quan trọng cho sự tăng trưởng về nhu cầu sử dụng khí LPG trong dài hạn. Theo đó, nhu cầu tiêu thụ khí LPG sẽ chiếm trên 20% tổng nhu cầu tiêu thụ năng lượng trong khu vực, đạt 250 tỷ m³ năm 2035 từ 141 tỷ m³ năm 2011 (+77%).

Ở Việt Nam, theo Hiệp Hội Gas Việt Nam thì nhu cầu tiêu thụ LPG nội địa năm 2014 là khoảng 1,5 triệu m³ và dự kiến sẽ chạm mốc 2 triệu m³ /năm vào năm 2017. Trong khi, sản lượng khí LPG sản xuất nội địa (chủ yếu từ NMLD Dung Quất và Dinh Cố) chỉ mới đáp ứng ~40% nhu cầu đó. Vì vậy, khả năng tăng trưởng sản lượng tiêu thụ (ước tính ~3 - 4%/năm) cùng việc các dự án lọc hóa dầu mới như NMLD Nghi Sơn và Cà Mau dự kiến đi vào hoạt động năm 2017 sẽ kéo theo sự gia tăng về nhu cầu vận chuyển khí LPG trong dài hạn.

Tổng hợp	Doanh thu thuần (tỷ đồng)			Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)		
	2014	2015F	y-o-y	2014	2015F	y-o-y
Vận tải LPG	560.4	553.8	-1,1%	95.9	126.2	31,6%
Kinh doanh xăng dầu	376.4	357.8	-5,0%	0,9	0,7	-19,3%
Tổng	936.7	911.6	-2,7%	96.8	126.9	31,1%

Nguồn: RongViet Securities ước tính

Quan điểm và định giá:

GSP là doanh nghiệp vận tải khí LPG có năng lực vận chuyển hàng đầu ở Việt Nam và được giao là đầu mối thu xếp dịch vụ vận chuyển LPG cho NMLD Dung Quất và Nhà Máy Xử Lý Khí Dinh Cố. Với ưu thế là Công ty thành viên của TCTCP Vận tải Dầu Khí (HSX: PVT), GSP luôn duy trì được nguồn hàng ổn định và đạt hiệu quả khai thác đội tàu cao trong điều kiện ngành vận tải biển còn nhiều khó khăn. Tình hình tài chính lành mạnh hỗ trợ bởi tỉ lệ đòn bẩy thận trọng và khả năng thanh toán cao giúp Công ty tránh được rủi ro về dòng tiền khi có những biến động lớn về đơn hàng vận chuyển. Ngoài ra, tỉ lệ cổ tức đều đặn hàng năm ở mức 10-12%/năm, tương đương tỉ suất cổ tức ~ 10%, là một điểm hấp dẫn khác của cổ phiếu GSP.

Tuy nhiên, chúng tôi quan ngại rằng giá dầu thế giới vẫn duy trì ở mức thấp với diễn biến khó dự báo có thể khiến GSP phải tiếp tục điều chỉnh giảm giá cước cho các Nhà máy lọc dầu bị ảnh hưởng bởi giá dầu thô duy trì ở mức thấp. Tuy vậy, chi phí đầu vào giảm (dầu DO, FO) có thể giúp biên LNG của mảng vận tải khí duy trì ổn định.

Về dài hạn, tăng trưởng nhu cầu sử dụng nguồn năng lượng sạch (khí LPG) cộng với sự ra đời của những dự án lọc hóa dầu mới, Nghi Sơn và Cà Mau (năm 2017) sẽ kéo nhu cầu vận chuyển LPG tăng. Sử dụng phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền (DCF) và phương pháp so sánh P/E với các công ty trong ngành, chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu GSP là **16.600 đồng/cp**. Với những phân tích trên, chúng tôi khuyến nghị **TÍCH LŨY** đối với cổ phiếu này trong **DÀI HẠN**.

Đvt: tỷ đồng					Đvt: tỷ đồng				
KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F	BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	866,1	936,8	911,6	956,8	Tiền	49,2	36,4	54,8	64,7
Giá vốn	769,9	840,0	784,6	806,8	Đầu tư tài chính ngắn hạn	155,0	176,5	167,7	86,3
Lãi gộp	96,2	96,8	127,0	150,0	Các khoản phải thu	81,4	55,6	63,8	67,0
Chi phí bán hàng	1,0	0,5	1,8	2,9	Tồn kho	15,1	19,6	19,6	20,2
Chi phí quản lý	31,1	42,0	41,0	43,1	Tài sản ngắn hạn khác	3,1	4,2	3,9	3,7
Thu nhập từ HĐTC	13,8	11,2	10,2	7,5	TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	303,7	292,3	309,8	241,9
Chi phí tài chính	8,0	8,9	7,2	15,2	Tài sản cố định hữu hình	344,9	288,6	245,4	444,4
Lợi nhuận khác	4,1	-0,8	2,1	1,8	Tài sản cố định vô hình	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi nhuận trước thuế	74,0	55,8	89,3	98,1	Xây dựng cơ bản dở dang	0,0	0,0	0,0	0,0
Thuế TNDN	19,0	12,7	21,2	23,6	Bất động sản đầu tư	0,0	0,0	0,0	0,0
Lợi ích cổ đông thiểu số	8,7	11,4	13,6	13,4	Đầu tư tài chính dài hạn	0,0	0,0	0,0	0,0
LNST (Cty mẹ)	46,4	31,7	54,4	61,1	Tài sản dài hạn khác	51,4	26,2	39,2	36,3
EBIT	80,9	63,9	95,6	112,5	Lợi thế thương mại	1,4	0,7	0,0	0,0
EBITDA	127,0	120,4	140,1	177,6	TSCĐ và đầu tư dài hạn	397,7	315,5	284,5	480,7
					TỔNG TÀI SẢN	701,4	607,8	594,3	722,6
					Tiền hàng phải trả và ứng trước	69,4	52,3	47,1	48,4
					Khoản phải trả ngắn hạn khác	16,3	15,8	17,2	17,4
					Vay và nợ ngắn hạn	42,1	15,0	27,3	28,7
					Vay và nợ dài hạn	139,5	94,9	52,3	150,4
					Khoản phải trả dài hạn khác	0,0	0,0	0,0	0,0
					Tổng nợ	267,3	178,0	144,0	245,0
					Vốn chủ sở hữu	374,2	366,6	387,2	414,5
					Vốn đầu tư của CSH	300,0	300,0	300,0	300,0
					Lợi nhuận giữ lại	58,5	48,2	65,6	89,2
					Các quỹ	15,7	18,4	21,6	25,3
					Nguồn kinh phí và quỹ khác	0,0	0,0	0,0	0,0
					Nguồn vốn chủ sở hữu	374,2	366,6	387,2	414,5
					Lợi ích cổ đông thiểu số	60,0	63,2	63,2	63,2
					TỔNG NGUỒN VỐN	701,4	607,8	594,3	722,6
					LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
					LNNT	74,0	55,8	89,3	98,5
					Khấu hao	46,0	56,6	44,5	65,1
					Các điều chỉnh	24,0	-26,6	-9,3	-7,5
					Thay đổi vốn lưu động	-24,6	3,9	-47,7	-25,2
					Tiền thuần từ HĐKD	119,4	89,7	76,8	130,9
					Thay đổi TSCĐ	-188,6	-0,4	-20,4	-260,3
					Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-80,0	-20,0	-13,0	2,9
					Lãi cho vay, cổ tức, LN được	13,5	11,2	9,0	6,8
					Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-54,1	-255,2	-24,4	-250,7
					Nhận/trả lại vốn góp	0,0	0,0	0,0	0,0
					Vay mới/trả nợ vay	103,5	-72,3	-30,3	99,5
					Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-44,7	-43,7	-135,6	29,7
					Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	58,9	-116,0	-165,9	129,2
					Tiền thuần trong kỳ	124,1	-281,5	-113,5	9,4
					Tiền đầu năm	123,9	49,2	167,7	54,8
					Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,6	0,6
					Tiền cuối kỳ	49,2	167,7	54,8	64,8

Đvt: %				
CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2013	2014	2015E	2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	25,7%	8,2%	-2,7%	5,0%
Lợi nhuận HKKD	25,1%	-15,3%	55,1%	23,7%
EBITDA	10,3%	-5,1%	16,4%	26,7%
EBIT	9,3%	-21,1%	49,7%	17,6%
Lợi nhuận sau thuế	8,9%	-31,5%	71,5%	12,3%
Tổng tài sản	56,3%	-20,7%	-9,8%	69,0%
Vốn chủ sở hữu	3,7%	-2,0%	5,6%	7,1%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	2,8%	-1,2%	4,9%	6,3%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	11,1%	10,3%	13,9%	15,7%
LN HKKD / Doanh thu	7,4%	5,8%	9,2%	10,9%
EBITDA/ Doanh thu	14,7%	12,9%	15,4%	18,6%
EBIT/ Doanh thu	9,3%	6,8%	10,5%	11,8%
LNST/ Doanh thu	5,4%	3,4%	6,0%	6,4%
ROA	7,6%	4,8%	9,1%	9,3%
ROIC or RONA	15,9%	11,6%	18,6%	19,9%
ROE	12,6%	8,6%	14,4%	15,3%
Hiệu quả hoạt động (x)				
Vòng quay kh. phải thu	14,4	13,7	15,3	14,6
Vòng quay hàng tồn kho	45,5	48,4	40,0	40,6
Vòng quay khoản phải trả	12,0	10,9	11,9	12,4
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	2,4	3,5	3,4	2,6
Nhanh	2,3	3,3	3,2	2,3
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	71,4%	48,6%	37,2%	59,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	11,3%	4,1%	7,1%	6,9%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	37,3%	25,9%	13,5%	36,3%

BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
 Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
 Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**