

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)
ĐÁNH GIÁ

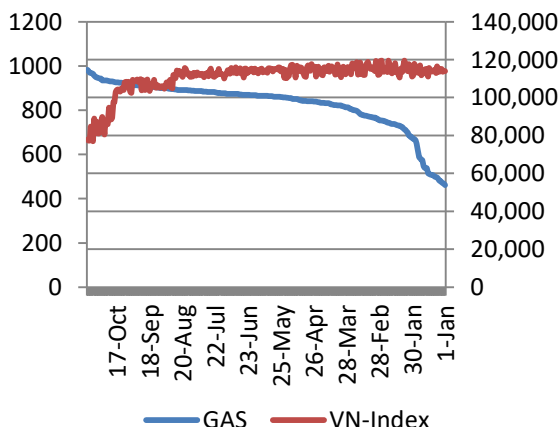
Giá mục tiêu	69,800
Giá hiện tại	68,000
Upside	3%

KHẢ QUAN
Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	114,600 / 53,900
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	128,426
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	287,876,029
KLGDQ 52 tuần (cổ phiếu)	349.635
Sở hữu trong nước (%)	54%
Sở hữu nước ngoài (%)	46%
Room nước ngoài (%)	49%

Một số chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020E
Doanh thu (tỷ VND)	75,612	75,005	63,393
LN gộp (tỷ VND)	17491	16919	12,513
LN ròng (VND)	11454	11902	8,601
Tăng trưởng LNR (%)		3.91%	-27.73%
EPS (VND)	5,838	6,142	4,494
Tăng trưởng EPS (%)		5%	-27%
BVPS (VND)	23,550	25,344	26,900
ROE (%)	18.7%	19.4%	16.71%
ROA (%)	25.0%	24.4%	19.40%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

PVN	95.76%
Cổ đông khác	4.24%

Kết quả kinh doanh quý I.2020

Lợi nhuận của GAS bị ảnh hưởng do giá dầu thế giới giảm mạnh và dịch bệnh covid-19. GAS ước tính quý I.2020 đạt tổng doanh thu 17,575 tỷ đồng (giảm 7,7% so với cùng kỳ) và LNTT đạt 2,637 tỷ đồng (-31% so với cùng kỳ) chủ yếu do sản lượng khí giảm 10%, giá dầu Brent trung bình giảm 13% và giá dầu FO trung bình giảm 28%.

Giá khí âm đầu vào có xu hướng tăng nhưng ảnh hưởng không đáng kể đến biên lãi gộp do thu được tariff từ hoạt động vận chuyển ổn định, GAS luôn duy trì biên lợi nhuận gộp trong khoảng 21%-23%.

Lợi nhuận của GAS đến từ 2 nguồn chính là chênh lệch giá bán giá mua khí thiên nhiên và khí LPG và lãi từ vận chuyển khí. Trong đó, doanh thu mảng kinh doanh khí chiếm 91% doanh thu (61% từ khí khô và 30% từ khí LPG) và 72% lợi nhuận gộp (63% từ khí khô và 15% từ LPG); trong khi đó vận chuyển khí chỉ chiếm 7% doanh thu nhưng chiếm tới 28% lợi nhuận gộp.

Triển vọng

Dự án khí tại mỏ Phong Lan Dại (Wild Orchid) đi vào hoạt động đã đóng góp thêm khoảng 1 tỷ m3 sản lượng khai thác và Mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2020 giúp tạm thời bù đắp sản lượng hao hụt từ các mỏ đang đi vào cuối vòng đời.

Dự báo thời tiết năm 2020 vẫn bị ảnh hưởng từ hạn hán năm ngoái, thủy điện chưa có triển vọng, do đó nhu cầu nhiệt điện cao để bù đắp cho thủy điện, GAS sẽ hưởng lợi từ yếu tố này.

Dự phóng KQKD năm 2020

Chúng tôi giả định giá dầu Brent trung bình năm 2020 giảm từ 64 USD/thùng xuống 35 USD/thùng. Giá dầu giảm mạnh ảnh hưởng đến lợi nhuận của GAS, với giả định trên chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế năm 2020 của GAS đạt 10,932 tỷ (-27,5% so với 2019) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ giảm còn 8,601 tỷ đồng (tương đương -28%).

Rủi ro chính

Rủi ro giảm giá dầu: giá khí đầu ra neo theo giá dầu MFO (Singapore) do đó biến động giá dầu ảnh hưởng đến giá khí bán ra và ảnh hưởng trực tiếp đến biên lợi nhuận.

Định giá doanh nghiệp
Phương pháp DCF
69,809

Kết quả kinh doanh quý I.2020:

Kết thúc quý I, GAS đã tiếp nhận hơn 2,35 tỷ m³ khí ẩm; sản xuất và cung cấp gần 2,3 tỷ m³ khí khô, sản xuất và cung cấp 15,7 ngàn tấn condensate; sản xuất và kinh doanh 96,5 ngàn tấn LPG.

	2018	2019	Quý I.2019	Quý I.2020	So với cùng kỳ
Khí ẩm vào bờ	10,001	10,225	2,612	2,356	-10%
Khí khô (Tr.m ³)	9,791	9,948	2,500.5	2,275.2	-9%
LPG (1000T)	418	372	102.4	96.5	-6%
Condensate (1000T)	95	66	20.1	15.7	-22%

GAS đã công bố KQKD ước tính quý I.2020 với tổng doanh thu ước đạt 17,575 tỷ đồng (giảm 7,7% so với cùng kỳ) và LNTT đạt 2,637 tỷ đồng (-31% so với cùng kỳ) chủ yếu do sản lượng khí giảm 10%, giá dầu Brent trung bình giảm 13% và giá dầu FO trung bình giảm 28%.

Lợi nhuận của GAS bị ảnh hưởng do giá dầu thế giới giảm mạnh và dịch bệnh covid-19

- Giá dầu Brent trung bình năm 2019 đạt 64.16 USD/thùng đã giảm xuống 50.82 USD/thùng tính đến cuối tháng 3.2020, nguyên nhân chủ yếu do dịch bệnh làm suy giảm nhu cầu tiêu thụ dầu khí trong khi các nguồn cung cấp như OPEC+ và Nga không đạt được thỏa thuận về cắt giảm sản lượng dẫn đến lo ngại thừa lượng cung dầu.
- Tuy nhiên, mới đây đã có một số yếu tố tốt hỗ trợ tốt cho giá dầu như (1) Ngày 13.4.2020, OPEC+ đã đạt thỏa thuận cắt giảm sản lượng 9.7 triệu thùng mỗi ngày trong tháng 5 và tháng 6, Ả rập Xê út và Nga đều sẽ cắt giảm sản lượng xuống khoảng 8,5 triệu thùng mỗi ngày trong khi tất cả các thành viên đồng ý cắt giảm nguồn cung 23% (2) Trung Quốc đưa ra một số biện pháp kích thích nền kinh tế. Chúng tôi cho rằng OPEC+ sẽ đóng vai trò cân bằng thị trường và đưa ra các quyết sách nhằm giữ giá dầu ở mức không quá thấp trong 2 tháng tới. Tuy nhiên khó có thể dự báo giá dầu trong tình cảnh dịch bệnh vẫn còn diễn biến phức tạp, chúng tôi điều chỉnh dự phóng giá dầu Brent từ mức 64 USD/thùng xuống 35 USD/thùng năm 2020, giá dầu giảm sẽ khiến giá bán các sản phẩm khí như khí khô, LPG, condensate giảm theo, do diễn biến giá các mặt hàng này thường có tương quan cao với diễn biến giá dầu.

Dự phóng KQKD (cập nhật đến thời điểm ra báo cáo)

Theo dữ liệu từ báo cáo Rystad Energy, tổng nhu cầu dầu trong tháng 4 sẽ giảm 27 triệu thùng/ngày, trong khi đó, OPEC+ đã đạt được thỏa thuận chính thức cắt giảm 9,7 triệu thùng/ngày, chúng tôi đánh giá khả năng giá dầu vẫn không cải thiện tốt do vẫn còn dư thừa cung hơn 10 triệu thùng/ngày. Do đó, chúng tôi giả định giá dầu Brent trung bình năm 2020 giảm từ 64 USD/thùng xuống 35 USD/thùng. Giá dầu giảm mạnh ảnh hưởng đến lợi nhuận của GAS, với giả định trên chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế năm 2020 của GAS đạt 10,932 tỷ (-27,5% so với 2019) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ giảm còn 8,601 tỷ đồng (tương đương -28%).

Giá khí ẩm đầu vào có xu hướng tăng nhưng ảnh hưởng không đáng kể đến biên lãi gộp do thu được tariff từ hoạt động vận chuyển ổn định, GAS luôn duy trì biên lợi nhuận gộp trong khoảng 21%-23%. Giá mua khí ẩm chiếm khoảng 70% giá vốn khí khô, trung bình năm tăng 7% do trữ lượng của các mỏ gần bờ sụt giảm.

Tuy nhiên biên lợi nhuận gộp của mảng kinh doanh LPG và Comdensate thì lại bị ảnh hưởng theo giá dầu.

Các nguồn cung mới đi vào hoạt động dự kiến sẽ bù đắp cho rủi ro thiếu khí của GAS

- Mỏ Sao Vàng dự kiến đi vào hoạt động từ Q4/2020, dự kiến cung cấp 450 triệu m³ năm 2020 và 1200 triệu m³ năm 2021.
- Mỏ Sư Tử Trắng được xác định phát triển giai đoạn 2 cùng với việc phát triển mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt thuộc lô 05-1bc và các mỏ khí khác, đảm bảo nguồn khí đưa về bờ cho đường ống Nam Côn Sơn 2 – giai đoạn 2, một

dự án quan trọng của PV Gas trong những năm tới. Dự án phát triển mỏ Sư Tử Trắng giai đoạn 2 sẽ xây dựng bổ sung thêm các giàn khai thác, giàn xử lý trung tâm và bơm ép để sản lượng khí khai thác đạt mức 1,5 tỷ m³/năm, dự kiến bắt đầu khai thác từ năm cuối năm 2020 kéo dài đến sau 2035. Đây là nguồn khí chính cung cấp cho Nhà máy Xử lý Khí Dinh Cố 2.

- Ngoài ra Dự án kho chứa LNG giai đoạn 1 công suất 1 triệu tấn/năm dự kiến hoàn thành Quý IV.2022 sẽ bổ sung cho các nhà máy nhiệt điện khí tại khu vực Đông Nam Bộ.

Định giá doanh nghiệp (theo phương pháp DCF)
Đơn vị: Triệu đồng

Năm	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
<i>Ngày kết thúc năm</i>	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
EBITDA	12,200,978	12,710,477	13,798,530	15,046,185	15,948,041
EBIAT (NOPAT)	7,623,537	7,815,562	8,547,572	9,437,382	10,036,889
+ Khấu hao	2,671,556	2,941,024	3,114,065	3,249,458	3,401,930
- Tăng vốn lưu động ròng	1,380,927	(19,955)	(368,956)	(550,142)	(309,390)
- Chi phí vốn	(6,806,120)	(3,551,010)	(2,684,053)	(3,024,443)	(3,267,549)
- Chi phí tài sản cố định vô hình	(26,986)	(28,335)	(29,752)	(31,240)	(32,802)
FCFF	4,842,915	7,157,286	8,578,876	9,081,015	9,829,078
Chiết khấu dòng tiền	4,435,033	6,002,446	6,588,707	6,386,959	6,330,856

Giá trị chủ sở hữu mỗi cổ phiếu
Calculation of Net debt

Nợ ngắn hạn	1,340,567
Nợ dài hạn	1,455,930
Cổ đông thiểu số	1,140,589
Tiền và tương đương tiền	(29,390,895)
Đầu tư vào đơn vị liên kết	(404,694)
NET DEBT	(25,858,504)

Giá trị thực của cổ phiếu

	<u>EBITDA</u>
Enterprise value	107,751,704
Less: Net debt	(25,858,504)
Implied Equity Value	133,610,208
Cổ phiếu lưu hành	1,913.95
Giá trị cổ phiếu	69,809

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	62,383	63,393	70,697
Giá vốn hàng bán	16,919	12,513	12,518
Lợi nhuận gộp	16,919	12,513	12,518
Doanh thu hoạt động tài chính	1,665	1,727	1,842
Chi phí tài chính	-241	-320	-430
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	(0.50)	(0.40)	(0.40)
Chi phí bán hàng & QLDN	(3,270)	(2,984)	(2,749)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	15,072	10,936	11,181
Lợi nhuận khác	-4	-4	-4
Lợi nhuận trước thuế	15,068	10,932	11,178
Lợi nhuận sau thuế	11,719	8,457	8,650
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	11,902	8,601	8,796
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(183.40)	(144.20)	(146.12)
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	41,815	43,916	45,846
I. Tiền & tương đương tiền	4,476	4,700	4,935
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	24,915	26,578	27,698
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	10,358	10,876	11,420
IV. Hàng tồn kho	1,575	1,262	1,284
V. Tài sản ngắn hạn khác	491	501	511
Tài sản dài hạn	20,364	22,150	22,355
I. Các khoản phải thu dài hạn	128	129	130
II. Tài sản cố định	18,482	22,711	23,345
V. Đầu tư tài chính dài hạn	405	446	490
VI. Tài sản dài hạn khác	937	965	994
Tổng tài sản	62,179	66,067	68,201
Nợ phải trả	13,672	14,583	14,745
I. Nợ ngắn hạn	9,664	10,824	10,282
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,914	2,040	2,089
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	1,341	1,233	1,211
II. Nợ dài hạn	4,008	3,759	4,462
1. Các khoản phải trả dài hạn	2,552	542	1,336
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,456	3,217	3,126
Vốn chủ sở hữu	48,507	51,484	53,456
1. Vốn điều lệ	19,350	19,350	19,350
2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-
3. Lợi nhuận giữ lại	10,109	11,254	11,352
4. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,108	1,252	1,398
5. Nguồn vốn khác	17,939.8	19,628.3	21,356.4
Tổng nguồn vốn	62,179	66,067	68,201

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	22.56%	21.22%	20.95%
Biên EBITDA	21.76%	20.69%	21.27%
Biên lợi nhuận sau thuế	19.08%	13.57%	12.44%
ROE	24.54%	16.71%	16.45%
ROA	19.40%	13.18%	13.18%
Tăng trưởng			
Doanh thu	-0.80%	-21.38%	1.33%
Lợi nhuận gộp	-3.3%	-26.0%	0.0%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	3.91%	-27.73%	2.26%
EPS	6,219	4,494	4,596
Tổng tài sản	-0.70%	6.25%	3.23%
VCSH	8%	6%	3.8%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	4.37	4.78	4.90
Nợ/tài sản	4%	7%	6%
Nợ/vốn chủ sở hữu	5%	8%	8%
Khả năng thanh toán lãi vay	69.07	73.93	40.88
Định giá			
Cổ tức	40%	30%	35%
EPS (VND)	6,219	4,494	4,596
BVPS (VND)	25,344	26,900	27,930
Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
CFO	15,068	12,798	11,863
CFI	(4,722)	(6,833)	(3,579)
CFF	(10,188)	(4,089)	(6,929)

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ

Hệ thống khuyến nghị của PSI được xây dựng dựa trên mức chênh lệch giữa kết quả định giá và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm định giá, có giá trị 6 tháng kể từ thời điểm phát hành báo cáo. Có 3 mức khuyến nghị cho mỗi cổ phiếu, tương ứng với từng mức chênh lệch. Các khuyến nghị có thể được thay đổi sau mỗi lần cập nhật hoặc đánh giá lại để phù hợp với tình hình và kết quả hoạt động của doanh nghiệp.

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=20%
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến - 20%
BÁN	<= -20%

LIÊN HỆ**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà số 53 Lê Hồng Phong, Quận Hải Châu, Tp. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-511) 389 9338
Fax: (84-511) 389 9339

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: duongdh@psi.vn

Nguyễn Văn Chính

Phó Phòng Phòng PTCS & SP

Email: chinhnv@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: Ducnh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: khanhld@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó phòng PTDN

Email: thanhtd@psi.vn

Bùi Thị Thu Thủy

Chuyên viên phân tích

Email: Thuybtt@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianglth@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@psi.vn



TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.