

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

Giá mục tiêu	77,000
Giá hiện tại	70,300
Upside	9,5%

KHẢ QUAN
Cập nhật tình hình doanh nghiệp quý II.2020

GAS tăng 50% kế hoạch cổ tức tiền mặt năm 2019 lên 4.500 đồng/CP (lợi suất 7,1%). Đại hội thông qua việc chia cổ tức tổng tỷ lệ 45% thay cho mức 30% như kế hoạch.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	114,600 / 53,900
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	134,550
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,913,950
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	445,858
Sở hữu trong nước (%)	54%
Sở hữu nước ngoài (%)	46%
Room nước ngoài (%)	49%

Nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn nửa đầu năm 2020 ước tính giảm 3,5 triệu m3/ngày đêm so với cùng kỳ. Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng từ bể Nam Côn Sơn suy giảm mạnh, bằng so với cùng kỳ năm 2019, đặc biệt sự cố rò rỉ khí Lô 11.2 đang trong thời gian khắc phục do đó phải dừng cấp khí kéo dài từ đầu tháng 3/2020, có khả năng cấp khí trở lại vào nửa cuối năm, ước tính sản lượng khí về bờ giảm 1,7 triệu m3/ngày đêm.

Dự án đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt lùi kế hoạch hoàn thành từ quý III.2020 sang quý IV.2020 do ảnh hưởng của dịch bệnh. Chúng tôi vẫn cho rằng có khả năng hoàn thành trong năm 2020 và bắt đầu cấp khí trong quý I/2021 với sản lượng khí cấp là 1,8 tỷ m3/năm, tuy nhiên lợi nhuận dự án giảm so với kế hoạch do kéo dài thời gian dẫn đến tăng chi phí thực hiện.

Một số chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020E
Doanh thu (tỷ VND)	75.612	75.005	63.069
LN gộp (tỷ VND)	17.491	16.919	13.137
LN ròng (VND)	11.454	11.902	9.156
Tăng trưởng LNR (%)	18%	3.91%	-27.73%
EPS (VND)	5.838	6.219	4.784
Tăng trưởng EPS (%)		7%	-23%
BVPS (VND)	23,55	25.344	25.679
ROE (%)	25,4%	24,5%	18,6%
ROA (%)	18,9%	19,4%	14,4%

Tiến độ của dự án mỏ khí Sư Tử Trắng – giai đoạn 2 dự kiến lùi thêm 1 năm. Theo tài liệu ĐHCĐ, GAS đặt mục tiêu đón dòng khí đầu tiên từ mỏ Sư Tử Trắng – giai đoạn 2 vào quý 4/2023 so với kế hoạch ban đầu là năm 2022. Dự án đã hoàn thành xong FS và đang trình phê duyệt.

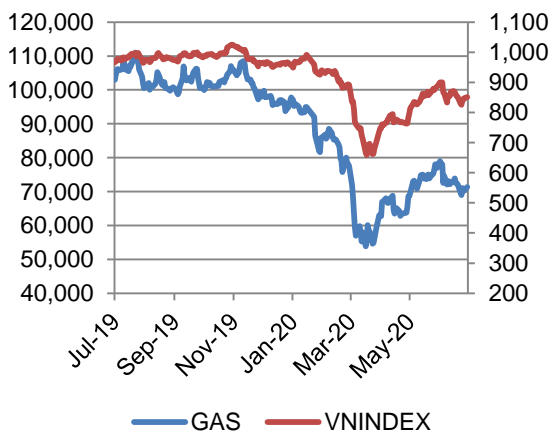
Tình hình tiêu thụ khí 6 tháng đầu năm

LNST 6 tháng đầu năm ước đạt 3.930 tỷ. PV GAS ghi nhận tổng doanh thu ước đạt 33.438 tỷ đồng, bằng 106% kế hoạch 6 tháng, giảm 14,6% cùng kỳ năm trước.

Kết thúc quý II, GAS đã tiếp nhận gần 4,8 tỷ m3 khí ẩm; sản xuất và cung cấp hơn 4,6 tỷ m3 khí khô, sản xuất và cung cấp khoảng 40 ngàn tấn condensate; sản xuất và kinh doanh 923 ngàn tấn LPG.

Dự phóng KQKD năm 2020

Chúng tôi điều chỉnh giá dầu Brent trung bình trong báo cáo trước từ 35 USD/thùng lên 42 USD/thùng trong năm 2020. Với giả định trên chúng tôi ước tính lợi nhuận trước thuế năm 2020 của GAS đạt 11,638 tỷ (-22,8% so với 2019) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ giảm còn 9,156 tỷ đồng (tương đương -23%).

Định giá doanh nghiệp
Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

PVN	95.76%
Cổ đông khác	4.24%

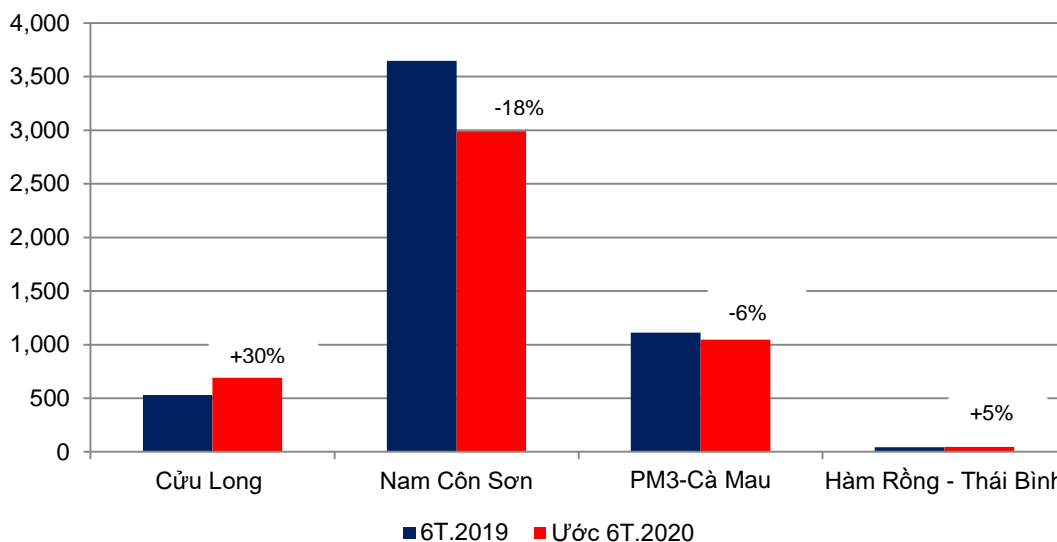
Phương pháp	Giá cổ phiếu (đ/cp)
P/E	104,404
P/B	59,980
EV/EBITDA	81,390
Phương pháp so sánh	81,390
Phương pháp DCF	73,000
Trung bình	77,195

LNST 6 tháng đầu năm ước đạt 3.930 tỷ. PV GAS ghi nhận tổng doanh thu ước đạt 33.438 tỷ đồng, bằng 106% kế hoạch 6 tháng, giảm 14,6% cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận trước thuế ước đạt 4.941 tỷ đồng, bằng 121% kế hoạch 6 tháng; Lợi nhuận sau thuế ước đạt 3.930 tỷ đồng, bằng 120% kế hoạch 6 tháng; giảm 35,9% so với cùng kỳ năm trước.

GAS tăng 50% kế hoạch cổ tức tiền mặt năm 2019 lên 4.500 đồng/CP (lợi suất 7,1%). Đại hội thông qua việc chia cổ tức tổng tỷ lệ 45% thay cho mức 30% như kế hoạch. Trong năm 2020, do tình giá dầu ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh giai đoạn đầu năm, GAS đặt kế hoạch cổ tức tiền mặt thận trọng như thường lệ ở mức 3.000 đồng/CP.

Nguồn khí từ bể Nam Côn Sơn nửa đầu năm 2020 ước tính giảm 3,5 triệu m³/ngày đêm so với cùng kỳ. Trong 6 tháng đầu năm, sản lượng từ bể Nam Côn Sơn suy giảm mạnh, bằng so với cùng kỳ năm 2019, đặc biệt sự cố rò rỉ khí Lô 11.2 đang trong thời gian khắc phục do đó phải dừng cấp khí kéo dài từ đầu tháng 3/2020, dự kiến có khả năng cấp khí trở lại vào tháng 7/2020, ước tính sản lượng khí về bờ giảm 1,7 triệu m³/ngày đêm. Chúng tôi ước tính trong 6 tháng cuối năm, sản lượng khí về bờ từ bể Nam Côn Sơn tương đương mức thực hiện nửa đầu năm, đạt hơn 2,8 tỷ m³, tương ứng hoàn thành 98,5% kế hoạch đặt ra.

Ước sản lượng khí về bờ 6 tháng đầu năm 2020



Dự án đường ống thu gom, vận chuyển khí mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt lùn kế hoạch hoàn thành từ quý III.2020 sang quý IV.2020 do ảnh hưởng của dịch bệnh. Do quá trình triển khai nhiều vấn đề kỹ thuật phát sinh phải xử lý, đặc biệt ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 khiến dự án bị dẫn tiến độ. Chúng tôi vẫn cho rằng có khả năng hoàn thành trong năm 2020 và bắt đầu cấp khí trong quý I/2021 với sản lượng khí cấp là 1,8 tỷ m³/năm, tuy nhiên lợi nhuận dự án giảm so với kế hoạch do kéo dài thời gian dẫn đến tăng chi phí.

Sản lượng khí từ Bể Cửu Long tăng 30% (so với cùng kỳ) do công suất nén khí tăng và tăng khí Thiên Ưng về bờ. Trong nửa đầu năm 2020, GAS bổ sung số 3 hợp đồng vận chuyển khí Thiên Ưng - Đại Hùng về bờ với Vietsovpetro từ cuối tháng 3/2020 và mở rộng nâng công suất nén khí lô 09-1, ước tính sản lượng khí về bờ nửa đầu năm đạt 700 triệu m³, tăng 30% so với 530 triệu m³ thực hiện năm ngoái.

Dự án kho chứa LNG Thị Vải vẫn đang vượt kế hoạch triển khai và trong quá trình lựa chọn nhà cung cấp LNG. Gần đây, GAS đã ký hợp đồng bán với 2 nhà cung cấp LNG là Shell Singapore và Gazprom Marketing and Trading Singapore, đồng thời sẽ hoàn thành việc lựa chọn và ký kết hợp đồng có kỳ hạn với các nhà cung cấp LNG. Đầu ra của dự án chủ yếu cung cấp LNG cho Nhà máy điện Nhơn Trạch 3&4 (80%) và 20% còn lại bán theo hình thức hợp đồng

giao ngay với các khách hàng công nghiệp. Giai đoạn 1 có công suất 1 triệu tấn LNG/năm (tương đương khoảng 1,4 tỷ m³ khí) dự kiến hoàn thành năm 2022.

Tiến độ của dự án mỏ khí Sư Tử Trắng – giai đoạn 2 dự kiến đẩy lùi thêm 1 năm. Theo tài liệu ĐHCĐ, GAS đặt mục tiêu đón dòng khí đầu tiên từ mỏ Sư Tử Trắng – giai đoạn 2 vào quý 4/2023 so với kế hoạch ban đầu là năm 2022. Dự án đã hoàn thành xong FS và đang trình phê duyệt.

Tình hình tiêu thụ khí 6 tháng đầu năm: Kết thúc quý II, ước tính GAS đã tiếp nhận gần 4,8 tỷ m³ khí ẩm; sản xuất và cung cấp hơn 4,6 tỷ m³ khí khô, sản xuất và cung cấp khoảng 40 ngàn tấn condensate; sản xuất và kinh doanh 923 ngàn tấn LPG.

	2018	2019	6T.2019	6T.2020	So với cùng kỳ
Khí ẩm vào bờ	10,001	10,225	5,331	4,807	-10%
Khí khô (Tr.m ³)	9,791	9,948	5,032	4,626	-12%
LPG (1000T)	418	372	792	923	17%
Condensate (1000T)	95	66	40	28	-30%

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

- (1) **Giá dầu Brent trung bình trong năm 2020 đạt 42 usd/thùng** đã phục hồi trong 2 tháng trở lại đây từ mức trung bình trong tháng 4 là 26.63 USD/thùng lên mức 40.8 USD/thùng trong tháng 6. Nguyên nhân do OPEC+ duy trì mức cắt giảm 9.7 triệu thùng/ngày đến hết tháng 7 và dự kiến duy trì mức cắt giảm 7.7 triệu thùng/ngày đến cuối năm và nền kinh tế toàn cầu đang có những dấu hiệu hồi phục trong tháng 6.2020. Chúng tôi điều chỉnh giá dầu Brent trung bình trong báo cáo trước từ 35 USD/thùng lên 42 USD/thùng trong năm 2020.
- (2) **Dự phóng doanh thu từ hoạt động kinh doanh khí khô giảm 1.741 tỷ so với dự phóng trước** do dự kiến đường ống dẫn khí chậm tiến độ bởi dịch Covid nên dự kiến thời gian cấp khí từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt lùi sang năm 2021, do đó không ghi nhận 450 triệu m³ khí dự kiến từ mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt vào quý IV.2020.

Với các giả định trên chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020 của GAS đạt 11,638 tỷ (-22,8% so với 2019) và lợi nhuận sau thuế của công ty mẹ giảm còn 9,156 tỷ đồng (tương đương -23%).

Định giá doanh nghiệp

1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)

Đơn vị: Triệu đồng

Năm	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
<i>Ngày kết thúc năm</i>	<i>31/12/2020</i>	<i>31/12/2021</i>	<i>31/12/2022</i>	<i>31/12/2023</i>	<i>31/12/2024</i>
EBITDA	12.907.305	13.807.595	14.945.246	16.241.975	16.999.394
EBIAT (NOPAT)	8.188.600	8.693.256	9.464.944	10.379.858	10.849.853
+ Khấu hao	2,671,556	2.671.556	2.941.024	3.114.065	3.267.152
- Tăng vốn lưu động ròng	1,380,927	1.194.126	(238.249)	(383.841)	(562.903)
- Chi phí vốn	(6,806,120)	(6.806.120)	(3.551.010)	(3.037.942)	(3.373.520)
- Chi phí tài sản cố định vô hình	(26,986)	(28.335)	(29.752)	(31.240)	(32.802)
FCFF	5.221.176	7.816.686	9.127.475	9.679.348	10.398.375
Chiết khấu dòng tiền	4.780.916	6.554.026	7.007.755	6.804.827	6.693.900

Giá trị chủ sở hữu mỗi cổ phiếu
Nợ ròng

Nợ ngắn hạn	1.340.568
Nợ dài hạn	1.455.930
Cổ đông thiểu số	1.107.565
Tiền và tương đương tiền	(29.390.899)
Đầu tư vào đơn vị liên kết	(404.694)
Nợ ròng	(25.891.530)

Giá trị thực của cổ phiếu

	<u>EBITDA</u>
Giá trị doanh nghiệp	114.203.255
Less: Net debt	(25.891.530)
Giá trị nội tại của cổ phiếu	140.094.786
Cổ phiếu lưu hành	1,913.95
Giá trị cổ phiếu	73.197

2. Phương pháp so sánh

Chúng tôi thực hiện phương pháp so sánh bằng các tính toán P/E ; P/B và EV/EBITDA trung bình của các công ty cùng ngành trong thị trường mới nổi châu Á. EPS bình quân 4 quý gần nhất của GAS là 5,857 đ/cp, BV QII.2020 là 26,569 đ/cp và EBITDA Trailing là 15,469,911 triệu đồng. Kết quả định giá theo phương pháp so sánh như sau:

Ticker	Name	P/E	P/B	EV/EBITDA T12M
IGL IN Equity	INDRAPRASTHA GAS LTD	25.08	5.85	16.45
PTG MK Equity	PETRONAS GAS BHD	19.44	2.68	8.86
GUJGA IN Equity	GUJARAT GAS LTD	18.5	6.68	10.42
603053 CH Equity	CHENGDU GAS GROUP CO LTD-A	26.62	3.85	22.42
MAHGL IN Equity	MAHANAGAR GAS LTD	13.34	3.58	6.46
1600 HK Equity	CHINA TIAN LUN GAS HOLDINGS	6.96	1.42	6.39
9908 TT Equity	GREAT TAIPEI GAS CO LTD	21.46	1.47	10.69
603706 CH Equity	XINJIANG EAST UNIVERSE GRO-A	26.21	2.56	19.56
015350 KS Equity	BUSAN CITY GAS CO LTD	7.95	0.53	1.04
1430 HK Equity	SUCHUANG GAS CORP LTD	30.58	1.5	8
8908 TT Equity	SHIN HSIUNG GAS CO LTD	21.5	3.28	9.72
8917 TT Equity	HSIN TAI GAS CO LTD	19.63	3.67	6.74
9926 TT Equity	SHIN HAI GAS CORPORATION	20.26	2.49	7.92
004690 KS Equity	SAMCHULLY CO LTD	16.97	0.19	2.96
9918 TT Equity	SHIN SHIN NATURAL GAS CO LTD	29.9	2.07	9.83
SNGP PA Equity	SUI NORTHERN GAS PIPELINES	2.7	1.59	2.52
016710 KS Equity	DAESUNG HOLDINGS CO LTD	17.08	0.49	7.25
015360 KS Equity	YESCO HOLDINGS CO LTD	8.42	0.27	7.35
117580 KS Equity	DAESUNG ENERGY CO LTD	13.27	0.44	3.77
034590 KS Equity	INCHEON CITY GAS CO LTD	10.64	0.54	0.08
Trung bình		17.83	2.26	8.42
Giá cổ phiếu (đ/cp)		104,404	59,980	81,390

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	75.005	63.069	68.484
Giá vốn hàng bán	(58.087)	(49.932)	(54.467)
Lợi nhuận gộp	16.919	13.137	14.017
Chi phí bán hàng & QLDN	(3.269,6)	(2.901,2)	(3.150,3)
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	13.649,0	10.235,7	10.866,6
Doanh thu hoạt động tài chính	1.664,6	1.726,7	1.842,4
Chi phí tài chính	(240,9)	(320,0)	(430,1)
Phần lãi hoặc lỗ trong công ty liên doanh, liên kết	(0,5)	(0,4)	(0,5)
Lợi nhuận khác	(3,8)	(3,8)	(3,8)
Lợi nhuận trước thuế	15.068	11.638,2	12.274,6
Lợi nhuận sau thuế	12.086	9.310,5	9.819,7
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	11.902	9.156,3	9.652,2
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	(183,4)	(154,2)	(167,5)
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	41.856	39.893	42.285
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	29.401	28.867	30.308
Các khoản phải thu	4.371	4.191	4.551
Hàng tồn kho	1.575	1.357	1.480
Tài sản ngắn hạn khác	6.479	5.448	5.915
Thuế thu nhập hoãn lại	30	30	30
Tài sản dài hạn	20.323	24.484	25.122
Tài sản cố định	18.977	23.139	23.777
Đầu tư tài chính dài hạn	395	394	394
Tài sản dài hạn khác	951	951	951
Tổng tài sản	62.179	64.377	67.407
Nợ phải trả	12.564	13.967	14.675
I. Nợ ngắn hạn	9.562	9.302	10.083
II. Nợ dài hạn	3.003	4.665	4.592
Vốn chủ sở hữu	48.507	49.149	51.303
Vốn điều lệ	19.350	19.350	19.350
Lợi nhuận giữ lại	10.109	8.918	9.140
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1.108	1.262	1.429
Tổng nguồn vốn	62.179	64.377	67.407

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	0,23	0,21	0,20
Biên EBITDA	0,22	0,20	0,20
Biên lợi nhuận sau thuế	0,16	0,15	0,14
ROE	0,25	0,19	0,19
ROA	0,19	0,14	0,15
Tăng trưởng			
Doanh thu	-0,8%	-15,9%	8,6%
Lợi nhuận gộp	-3,3%	-22,4%	6,7%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	3,9%	-23,1%	5,4%
EPS	6.219	4.784	5.043
Tổng tài sản	-0,70%	3,54%	4,71%
VCSH	7,62%	1,32%	4,38%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	4,4	4,3	4,2
Nợ/tài sản	4,5%	7,0%	6,7%
Nợ/vốn chủ sở hữu	5,8%	9,2%	8,8%
Khả năng thanh toán lãi vay	69	79	45
Định giá			
Cổ tức	44%	45%	39%
EPS (VND)	6.219	4.784	5.043
BVPS (VND)	25.344	25.679	26.805

Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
CFO	15.068	13.177	12.523
CFI	(4.722)	(6.833)	(3.579)
CFF	(10.188)	(6.878)	(7.502)

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	$\geq 20\%$
KHẢ QUAN	Từ 10% đến 20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Từ -10% đến +10%
KÉM KHẢ QUAN	Từ -10% đến -20%
BÁN	$\leq -20\%$

THÔNG TIN 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 G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank

Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4,

phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu,

TP. Đà Nẵng

Điện thoại: (84-236) 389 9338

Fax: (84-236) 38 9933

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH**Đào Hồng Dương**

Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: duongdh@psi.vn

Lê Đức Khánh

Phó Giám đốc Trung tâm Phân Tích

Email: khanhd@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTĐN

Email: thanht@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: gianglh@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: ducnh@psi.vn

Đồng Khau Tú

Chuyên viên phân tích

Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Hoàng Minh Hương

Chuyên viên phân tích

Email: huongnhm@psi.vn

Nguyễn Minh Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieunm@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích

Email: phamhoang@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.