

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

Giá mục tiêu	86,500
Giá mục tiêu cũ	77,000
Giá hiện tại	73.500
Upside	17%

MUA Sự cố lô 11.2 đã được khắc phục

Trong 9T.2020 tổng doanh thu và lãi sau thuế của GAS đạt 45,625 tỷ đồng và 6,246.7 tỷ đồng, lần lượt vượt 7% và 27% so với kế hoạch 9 tháng. Mặc dù vượt kế hoạch 9 tháng đầu năm nhưng **lãi sau thuế vẫn giảm 31% so với cùng kỳ năm 2019** chủ yếu do (1) Sản lượng từ nguồn khí Nam Côn Sơn suy giảm và sự cố rò rỉ Lô 11.2; (2) Giá dầu và giá CP giảm từ tháng 2, liên tục giảm sâu trong tháng 3,4/2020; (3) Nhu cầu tiêu thụ khí giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh.

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	114,600 / 53,900
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	140,675
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	1,913,950
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	578,601
Sở hữu trong nước (%)	97%
Sở hữu nước ngoài (%)	3%
Room nước ngoài (%)	49%

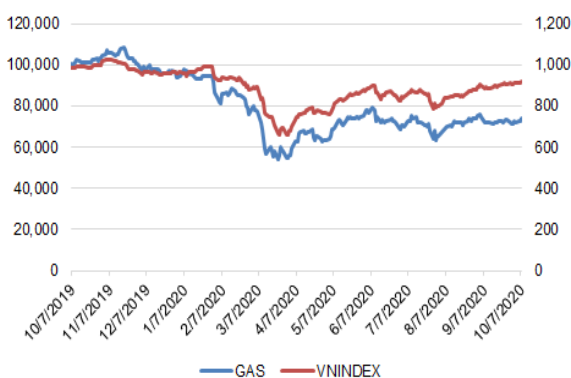
Sự cố rò rỉ khí Lô 11.2 đã được khắc phục xong vào giữa tháng 8, chúng tôi ước tính sự cố đã ảnh hưởng làm giảm 260 triệu m3 sản lượng khí. Sự cố rò rỉ khí condensate phải dừng cấp khí Lô 11.2 hoàn toàn đầu tháng 3/2020 đến ngày 07/08/2020, sản lượng khí về bờ ước tính giảm 1,7 triệu m3/ngày đêm.

Sản lượng khí từ Bể Cừu Long tăng 23.3% (so với cùng kỳ) do công suất nén khí tăng và tăng khí Thiên Ưng về bờ. 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 9 tháng đầu năm đạt khoảng 980 triệu m3, tăng 23% so với 793 triệu m3 thực hiện năm ngoái.

Một số chỉ tiêu chính

	2018	2019	2020E
Doanh thu (tỷ VND)	75.612	75.005	65,081
LN gộp (tỷ VND)	17.491	16.919	12,866
LN ròng (VND)	11.454	11.902	8,860
Tăng trưởng LNR (%)	18%	3.91%	-27,73%
EPS (VND)	5.838	6.219	4,629
Tăng trưởng EPS (%)		7%	-26%
BVPS (VND)	23,55	25,344	25,530
ROE (%)	25,4%	24,5%	18,1%
ROA (%)	18,9%	19,4%	13,9%

PV GAS đã thông qua chủ trương thoái toàn bộ 35.26% vốn góp tại PGS (Công ty cổ phần Kinh doanh Khí miền Nam) với giá trị gốc 226,5 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ sở hữu là 35,26% vốn điều lệ và đang tiến hành thủ tục đàm phán giá bán. Giá thị trường của PGS hiện đang giao dịch với mức giá xung quanh 15,000 VND/cp ngang với giá trị sổ sách của PGS tại thời điểm hiện tại, nếu tính theo mức giá này, khi thoái vốn thành công, PV GAS sẽ thu về 265 tỷ đồng doanh thu.

Diễn biến giá cổ phiếu


PM3 - Cà Mau được nâng công suất vận chuyển khí từ 6.25 triệu m3/ngày đêm lên 6.5 triệu m3/ngày đêm từ giữa tháng 04/2020, do đó có khả năng gia tăng cung ứng nguồn khí cho nhà máy điện, đạm nhờ mua bổ sung khí từ Petronas.

Dự phóng KQKD năm 2020

Chúng tôi giữ nguyên dự đoán (giả định) giá dầu Brent trung bình trong năm 2020 đạt 42 usd/thùng do dịch bệnh Covid-19 vẫn tiếp tục diễn biến phức tạp ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ trong cuối năm

Tăng dự phóng doanh thu năm 2020 so với dự báo trước lên 65,080 tỷ đồng do tăng giả định giá CP trung bình năm đạt 389 USD/tấn.

Cơ cấu cổ đông

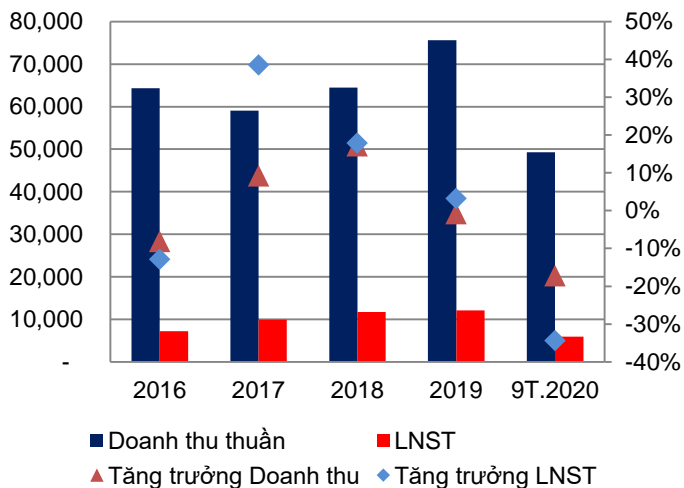
PVN	95.76%
Cổ đông khác	4.24%

Định giá doanh nghiệp (Cập nhật giá mục tiêu)

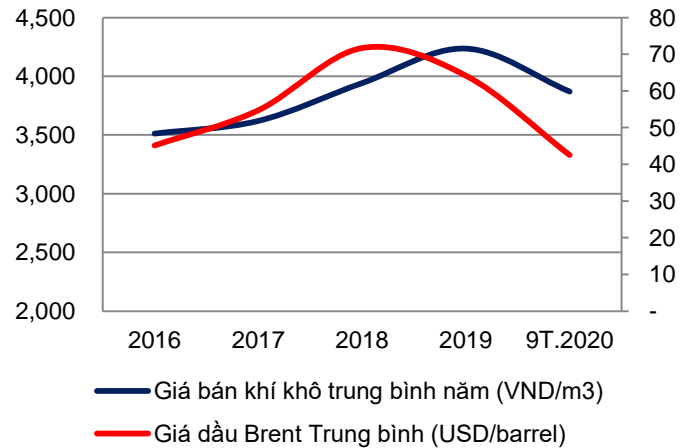
Phương pháp	Tỷ lệ	Giá cổ phiếu (đ/cp)
Phương pháp so sánh	70%	82,086
Phương pháp DCF	30%	88,273
Trung bình		86,500

Trong 9T.2020 tổng doanh thu và lãi sau thuế của GAS đạt 45,625 tỷ đồng và 6,246.7 tỷ đồng, lần lượt vượt 7% và 27% so với kế hoạch 9 tháng. Mặc dù vượt kế hoạch 9 tháng đầu năm nhưng lãi sau thuế vẫn giảm 31% so với cùng kỳ năm 2019 chủ yếu do (1) Sản lượng từ nguồn khí Nam Côn Sơn suy giảm mạnh so với cùng kỳ (ước tính giảm ~ 18% yoy), cùng với sự cố rò rỉ Lô 11.2 cũng làm giảm sản lượng khí ~1.7 triệu m3/ngày đêm trong vòng 6 tháng; (2) Giá dầu và giá CP giảm từ tháng 2, liên tục giảm sâu trong tháng 3,4/2020, dù đã dần phục hồi nhưng vẫn ở mức thấp so với năm 2019; (3) Nhu cầu tiêu thụ khí giảm do ảnh hưởng của dịch bệnh.

Doanh thu & LNST (tỷ đồng)



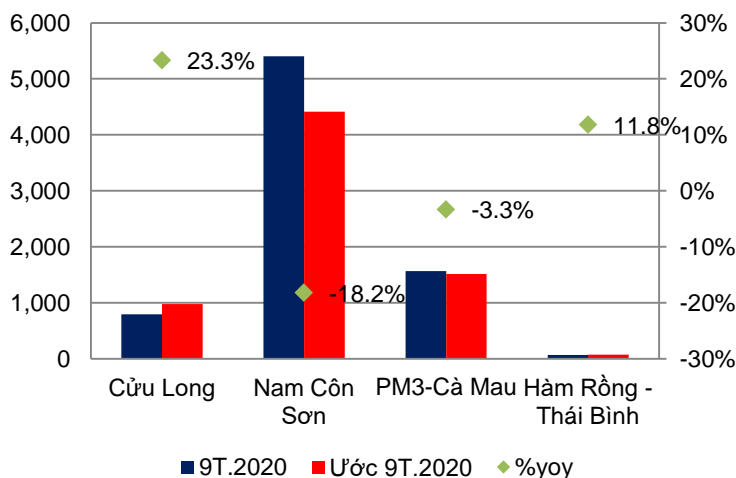
So sánh biến động giá dầu và giá bán khí khô trung bình



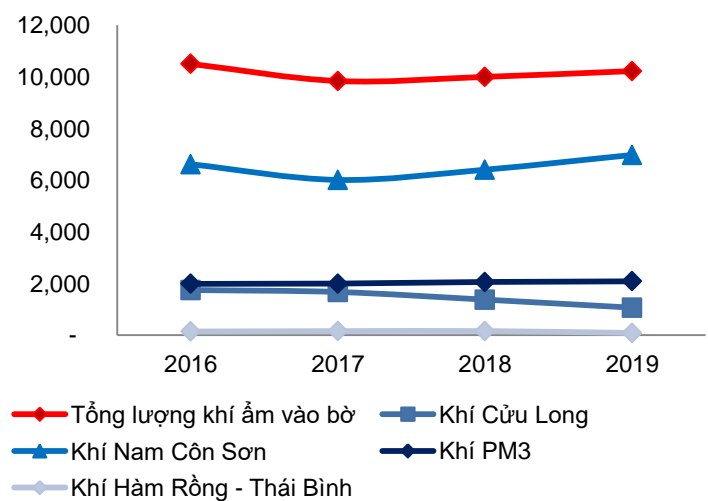
Sự cố rò rỉ khí Lô 11.2 đã được khắc phục xong vào giữa tháng 8, chúng tôi ước tính sự cố đã ảnh hưởng làm giảm 260 triệu m3 sản lượng khí. Sự cố rò rỉ khí condensate phải dừng cấp khí Lô 11.2 hoàn toàn đầu tháng 3/2020 đến ngày 07/08/2020, sản lượng khí về bờ ước tính giảm 1,7 triệu m3/ngày đêm.

Trong 9 tháng đầu năm, sản lượng từ bể Nam Côn Sơn suy giảm mạnh và do giá dầu giảm khiến khách hàng giảm tiêu thụ khí, sản lượng 9 tháng năm 2020 ước giảm 18% so với cùng kỳ, theo đó chúng tôi ước tính doanh thu khí khô từ hệ thống khí Nam Côn Sơn năm 2020 đạt khoảng 24,800 tỷ đồng, giảm 28% so với năm ngoái.

Ước sản lượng khí về bờ 9 tháng đầu năm 2020



Lượng khí ẩm vào bờ



Sản lượng khí từ Bể Cửu Long tăng 23.3% (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

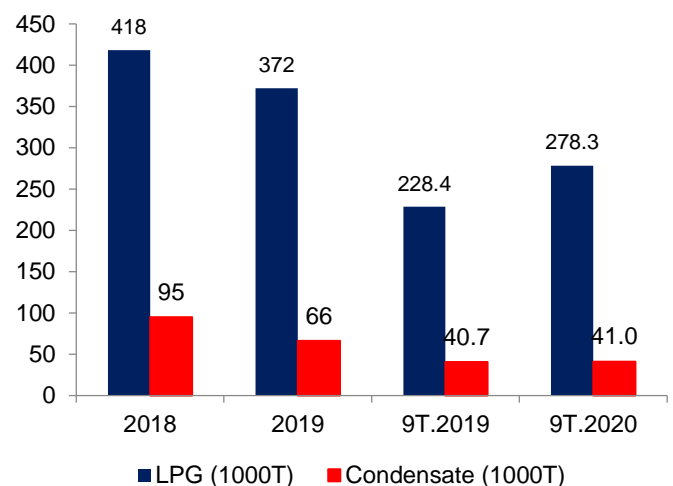
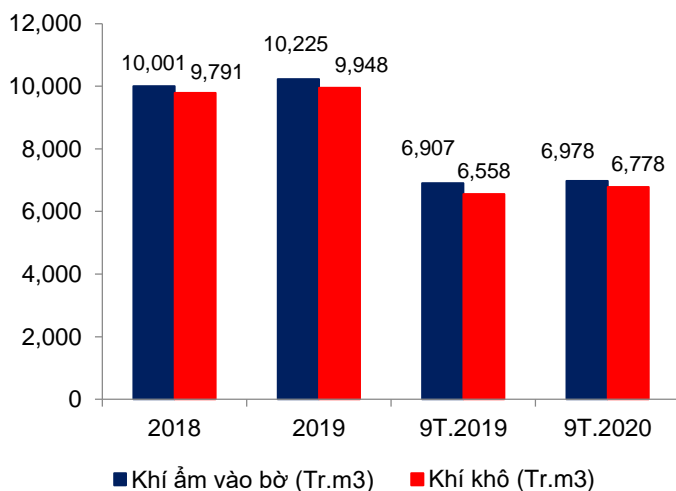
rộng nâng công suất nén khí lô 09-1, ước tính sản lượng khí về bờ 9 tháng đầu năm đạt khoản 980 triệu m³, tăng 23% so với 793 triệu m³ thực hiện năm ngoái.

PV GAS đã thông qua chủ trương thoái toàn bộ 35.26% vốn góp tại PGS (Công ty cổ phần Kinh doanh Khí miền Nam). Tính đến ngày 30/06/2020, PV GAS đang ghi nhận đầu tư vào công ty liên kết PGS tổng giá trị 226,5 tỷ đồng, tương ứng tỷ lệ sở hữu là 35,26% vốn điều lệ và đang tiến hành thủ tục đàm phán giá bán. Giá thị trường của PGS hiện đang giao dịch với mức giá xung quanh 15,000 VNĐ/cp ngang với giá trị sổ sách của PGS tại thời điểm hiện tại, nếu tính theo mức giá này, khi thoái vốn thành công, PV GAS sẽ thu về 265 tỷ đồng doanh thu.

PM3 - Cà Mau được nâng công suất vận chuyển khí từ 6.25 triệu m³/ngày đêm lên 6.5 triệu m³/ngày đêm từ giữa tháng 04/2020, do đó có khả năng gia tăng cung ứng nguồn khí cho nhà máy điện, đạm nhờ mua bổ sung khí từ Petronas.

Tiến độ của dự án lớn: Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt đã hoàn thành gần 100%, dự kiến có thể first gas trong đầu năm 2021 sau khi dự án Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 hoàn thành với sản lượng đạt 1.5 tỷ m³/năm.

Tình hình tiêu thụ khí 9 tháng đầu năm: Kết thúc quý III, ước tính GAS đã tiếp nhận gần ~7 tỷ m³ khí ẩm; sản xuất và cung cấp hơn 6,7 tỷ m³ khí khô, giảm 11% so với cùng kỳ chủ yếu do giảm từ nguồn khí Nam Côn Sơn và PM3 - Cà Mau (chỉ bằng 82% và 97%) và một phần do Lô 11.2 dừng cấp khí kéo dài; Sản xuất và cung cấp khoảng 44.5 ngàn tấn condensate (-18% yoy) do lượng condensate trắng Thiên Ưng và Bạch Hổ bơm về bờ giảm và những tháng đầu năm 2019, phía thượng nguồn PM3 - Cà Mau bị sự cố thiết bị tách lỏng, lượng condensate đưa vào bờ tăng đột biến; Sản xuất và kinh doanh 1,442.2 ngàn tấn LPG (+11%yoy).



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

- Chúng tôi giữ nguyên dự đoán giá dầu Brent trung bình trong năm 2020 đạt 42 usd/thùng** đã phục hồi trong 4 tháng trở lại đây, Giá dầu Brent trung bình 9 tháng đầu năm 41 USD/thùng.
- Tăng dự phóng doanh thu năm 2020 so với dự báo trước lên 65,080 tỷ đồng** do tăng giá định giá CP trung bình năm đạt 389 USD/tấn, dự phóng theo giá Aramaco CP (tháng 9 đã tăng 53% so với hồi thấp nhất vào tháng 4.
- Ước tính sản lượng khí ẩm tiếp nhận trong năm 2021 tăng thêm 450 triệu m³ từ Sao Vàng – Đại Nguyệt**

Với các giả định trên chúng tôi ước tính doanh thu năm 2020 của GAS đạt 65,081 tỷ (đạt 98.3 % KH) và lợi nhuận sau thuế đạt 9,019 tỷ đồng tỷ đồng (đạt 135% KH 2020)

Cập nhật Định giá doanh nghiệp
1. Phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF)
Đơn vị: Triệu đồng

Năm		2020F	2021F	2022F	2023F	2024F
Ngày kết thúc năm		31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
EBITDA		12,543,418	13,538,731	14,749,199	16,128,055	16,875,752
EBIAT (NOPAT)		7,897,490	8,621,648	9,651,343	11,715,630	12,126,615
+ Khấu hao		2,671,556	2,941,024	3,114,065	3,272,449	3,456,297
- Tăng vốn lưu động ròng		1,112,943	(268,914)	(396,189)	(790,696)	(135,875)
- Chi phí vốn		(6,806,120)	(3,551,010)	(3,143,885)	(3,651,969)	(3,745,074)
- Chi phí tài sản cố định vô hình		(26,986)	(28,335)	(29,752)	(31,240)	(32,802)
FCFF		4,848,883	7,714,413	9,195,582	10,514,175	11,669,162
Chiết khấu dòng tiền		4,479,087	6,582,617	7,248,077	7,655,378	7,848,361

Giá trị thực của cổ phiếu	
Giá trị doanh nghiệp	143,058,294
Trừ: Nợ ròng	(25,891,530)
Giá trị nội tại của cổ phiếu	168,949,824
Cổ phiếu lưu hành	1,913.95
Giá trị cổ phiếu	88,273

2. Phương pháp so sánh

Chúng tôi thực hiện phương pháp so sánh bằng các tính toán P/E 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 4,792 đ/cp. Kết quả định giá như sau:

Ticker	Name	Doanh thu lũy kế 4 quý gần nhất (tỷ đồng)	P/E
GAS VN Equity	PETROVIETNAM GAS JOINT STOCK	68,701.18	14.16
GUJS IN Equity	GUJARAT STATE PETRONET LTD	40,024.28	19.96
603393 CH Equity	XINJIANG XINTAI NATURAL GA-A	6,725.35	15.98
002267 CH Equity	SHAAN XI PROVINCIAL NATURA-A	30,807.58	17.13
SCN TB Equity	SCAN INTER PCL	1,520.91	4.86
PPL PA Equity	PAKISTAN PETROLEUM LTD	23,226.32	7.19
IRPC TB Equity	IRPC PCL	150,086.17	10.71
IGL IN Equity	INDRAPRASTHA GAS LTD	21,267.73	21.26
601139 CH Equity	SHENZHEN GAS CORP LTD-A	45,686.61	19.39
GUJGA IN Equity	GUJARAT GAS LTD	33,653.10	16.87
603053 CH Equity	CHENGDU GAS GROUP CO LTD-A	16,202.82	27.61
600917 CH Equity	CHONGQING GAS GROUP CORP L-A	21,765.05	32.36
002911 CH Equity	FORAN ENERGY GROUP CO LTD-A	21,139.74	22.02
600681 CH Equity	BESTSUN ENERGY CO LTD-A	14,274.22	14
MAHGL IN Equity	MAHANAGAR GAS LTD	9,677.58	10.43
Trung bình			17.13
Giá cổ phiếu (VND)			82,086

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	75,005	65,081	71,021
Giá vốn hàng bán	(58,087)	(52,215)	(56,977)
Lợi nhuận gộp	16,919	12,866	14,044
CP Bán hàng & QLDN	(3,269.6)	(2,993.7)	(3,267.0)
LN thuần từ HĐKD	13,649.0	9,871.9	10,777.1
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)
Phân 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)
LNTT	15,068	11,274.3	12,185.1
LNST	12,086	9,019.4	9,748.0
LNST của cổ đông công ty mẹ	11,902	8,860.3	9,574.4
LNST của cổ đông không kiểm soát	(183.4)	(159.1)	(173.7)
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F
Tài sản ngắn hạn	41,856	39,926	42,375
Tiền và đầu tư tài chính ngắn hạn	29,401	28,531	29,942
Các khoản phải thu	4,371	4,325	4,720
Hàng tồn kho	1,575	1,419	1,548
Tài sản ngắn hạn khác	6,479	5,621	6,135
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	64,410	67,497
Nợ phải trả	12,564	14,280	15,065
I. Nợ ngắn hạn	9,562	9,626	10,475
II. Nợ dài hạn	3,003	4,654	4,590
Vốn chủ sở hữu	48,507	48,863	50,992
Vốn điều lệ	19,350	19,350	19,350
Lợi nhuận giữ lại	10,109	8,633	8,781
Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,108	1,267	1,440
Tổng nguồn vốn	62,179	64,410	67,497

Chỉ số chính	2019	2020F	2021F
Khả năng sinh lời			
Biên lợi nhuận gộp	0.23	0.20	0.20
Biên EBITDA	0.22	0.19	0.19
Biên lợi nhuận sau thuế	0.16	0.14	0.13
ROE	0.25	0.18	0.19
ROA	0.19	0.14	0.14
Tăng trưởng			
Doanh thu	-0.8%	-13.2%	9.1%
Lợi nhuận gộp	-3.3%	-24.0%	9.2%
Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	3.9%	-25.6%	8.1%
EPS	6,219	4,629	5,002
Tổng tài sản	-0.70%	3.59%	4.79%
VCSH	7.62%	0.73%	4.36%
Thanh khoản			
Thanh toán hiện hành	4.4	4.1	4.0
Nợ/tài sản	4.5%	7.1%	6.8%
Nợ/vốn chủ sở hữu	5.8%	9.3%	8.9%
Khả năng thanh toán lãi vay	69	77	45
Định giá			
Cổ tức	44%	45%	39%
EPS (VND)	6,219	4,629	5,002
BVPS (VND)	25,344	25,530	26,642
Cashflow Statement	2019	2020F	2021F
CFO	15,068	12,804	12,421
CFI	(4,722)	(6,833)	(3,579)
CFF	(10,188)	(6,842)	(7,430)

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

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTĐN

Email: thanhd@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích

Email: ducnh@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích

Email: phamhoang@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông

Email: giangth@psi.vn

Đồng Khau Tú

Chuyên viên phân tích

Email: tudk@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông

Email: myvh@psi.vn

Nguyễn Văn Dương

Chuyên viên phân tích

Email: duongnv@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.