

TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM (HSX: GAS)
Nguyễn Thị Cúc

Chuyên viên phân tích

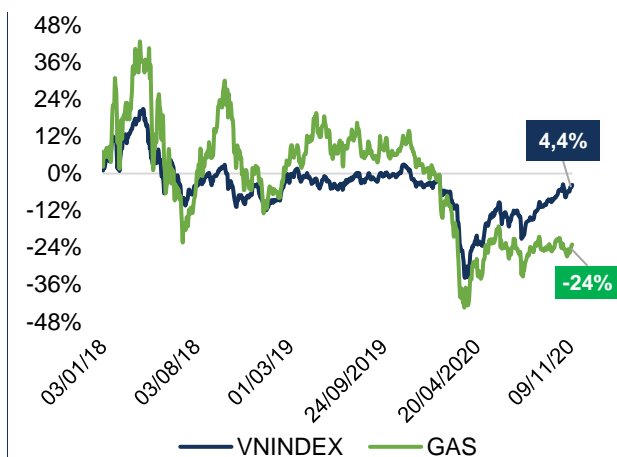
 Email: cucnt@fpts.com.vn

Tel: (+84) - 86290 8686 - Ext: 7590

Người phê duyệt báo cáo

Nguyễn Thị Kim Chi

Phó giám đốc Phân tích đầu tư

Biến động giá cổ phiếu GAS và VNINDEX

Thông tin giao dịch tại ngày 16/11/2020

Giá hiện tại (VNĐ)	72.500
Giá cao nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	103.400
Giá thấp nhất 52 tuần (VNĐ/CP)	51.400
Số lượng CP niêm yết (CP)	1.913.950.000
Số lượng CP lưu hành (CP)	1.913.950.000
KLGD BQ 30 ngày (CP/ngày)	855.030
Vốn hóa (tỷ VNĐ)	138.761
EPS trailing (VNĐ/CP)	4.882
P/E trailing	14,9

Thông tin doanh nghiệp

Tên	Tổng Công ty Khí Việt Nam
Địa chỉ	673 Nguyễn Hữu Thọ, xã Phước Kiển, huyện Nhà Bè, TP. Hồ Chí Minh.
Doanh thu chính	Chế biến và kinh doanh các sản phẩm khí.
Lợi thế	Doanh nghiệp độc quyền cung cấp khí khô tại Việt Nam
Rủi ro chính	Biến động giá dầu MFO

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH 3Q/2020
I. KẾT QUẢ KINH DOANH 3Q/2020

Doanh thu thuần 3Q/2020 của GAS đạt 48.625,3 tỷ đồng, -16,6% yoy, chủ yếu do giá dầu thô Brent giảm mạnh, giá dầu Brent bình quân 3Q/2020 giảm 34% yoy kéo theo giá bán các sản phẩm khí của GAS suy giảm.

Lợi nhuận gộp đạt 8.737,2 tỷ đồng, -33,6% yoy, tỷ suất lợi nhuận gộp đạt 17,9%, thấp hơn so với 22,5% 3Q/2019 do giá dầu MFO giảm mạnh, kéo theo giá thị trường khí khô giảm xuống thấp hơn giá miệng giếng tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn. Theo đó, giá bán khí khô tại 02 bể này áp dụng giá miệng giếng, GAS không thu được khoản chênh lệch giá thị trường và giá miệng giếng tương tự năm 2019.

Lợi nhuận sau thuế: 3Q/2020 đạt 6.246,7 tỷ đồng, -31,1% yoy.

Kế hoạch trả cổ tức: GAS thông báo sẽ trả 3.500 đồng/cổ phiếu cổ tức bằng tiền mặt còn lại của năm 2019 vào cuối năm nay. GAS cũng đưa ra kế hoạch trả cổ tức tiền mặt 3.000 đồng/cổ phiếu năm 2020.

II. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2020

Ước thực hiện năm 2020: Dựa trên KQKD 3Q/2020, GAS ước trong năm 2020, tổng doanh thu đạt 63.274 tỷ đồng, -15,6% yoy và lợi nhuận sau thuế đạt 7.934 tỷ đồng, -34,4% yoy.

Đánh giá: Chúng tôi dự phóng doanh thu đạt 66.432 tỷ đồng, -11,4% yoy, hoàn thành 100,4% kế hoạch và lợi nhuận sau thuế đạt 8.563,9 tỷ đồng, -29,1% yoy, hoàn thành 129 % kế hoạch dựa trên cơ sở giá dầu thô Brent bình quân đạt 40,61 USD/thùng năm 2020 (theo Cơ quan Quản lý Năng lượng Mỹ - EIA dự báo) ([xem thêm](#)).

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 83.900 đồng/cp, cao hơn 15,7% giá đóng cửa ngày 16/11/2020 dựa trên các luận điểm đầu tư sau:

- Sản lượng khí khô tiêu thụ ước giảm 7,1% yoy năm 2020 và tăng 6,6% yoy năm 2021: Chúng tôi dự báo sản lượng khí ẩm tiếp nhận và khí khô tiêu thụ năm 2020 đạt lần lượt 9.516 triệu m³ và 9.224 triệu m³, tương ứng -7,3% yoy và -7,1% yoy do nguồn cung tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn suy giảm bởi đang ở cuối giai đoạn khai thác và lô 11.2 thuộc bể Nam Côn Sơn dừng cấp khí giai đoạn 08/03-07/08/2020. Sang năm 2021, nhờ mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt đi vào hoạt động, cung ứng khoảng 1.350 triệu m³ khí ẩm, chúng tôi dự báo sản lượng khí ẩm và khí khô đạt lần lượt 10.256 triệu m³, +7,7% yoy và 9.833 triệu m³, +6,6% yoy.

Cơ cấu cổ đông (tại ngày 16/11/2020)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)	95,8%
Cổ đông trong nước khác	3,8%
Cổ đông nước ngoài	0,4%

- **Giá bán khí khô tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn áp dụng giá miệng giếng, bể PM3-Cà Mau và Hàm Rồng-Thái Bình áp dụng giá thị trường:** Theo dự báo của EIA, giá dầu thô Brent bình quân đạt 40,61 USD/thùng trong năm 2020 (-35,4% yoy) và tăng lên 46,59 USD/thùng năm 2021 (+14,7% yoy), theo đó, giá thị trường khí khô năm 2020 và 2021 ước đạt lần lượt 3 USD/triệu BTU và 3,3 USD/triệu BTU. Giá bán khí khô của GAS theo 02 giá: (1) Bể Cửu Long và Nam Côn Sơn (trừ mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt), áp dụng giá miệng giếng, lần lượt đạt 4,6 USD/triệu BTU và 5,2 USD/triệu BTU năm 2020 và tăng 2% năm 2021. (2) Bể PM3-Cà Mau và Hàm Rồng-Thái Bình, áp dụng giá thị trường, xấp xỉ 4,1 USD/triệu BTU năm 2020 và 4,5 USD/triệu BTU năm 2021.

Các yếu tố theo dõi:

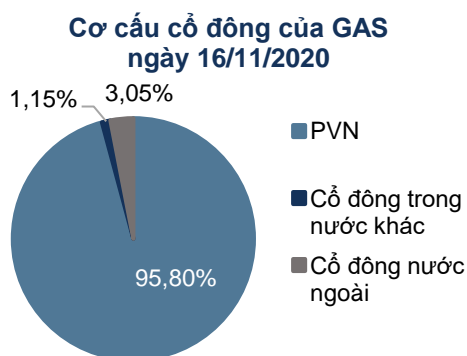
- **Giá dầu thô Brent:** Giá dầu MFO - giá cơ sở xác định giá bán khí thành phẩm của GAS biến động theo giá dầu Brent. Do vậy, biến động giá dầu Brent tác động trực tiếp đến kết quả kinh doanh của GAS.

I. TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP
1.1 Lịch sử hình thành


Tổng Công ty Khí Việt Nam là đơn vị thành viên trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), được thành lập trên cơ sở Ban Quản lý Công trình Dầu khí Vũng Tàu với nhiệm vụ chủ yếu là thu gom, nhập khẩu, vận chuyển, tàng trữ, chế biến, kinh doanh các sản phẩm khí.

Năm 2007, tổng công ty Khí Việt Nam hoạt động theo mô hình công ty mẹ-công ty con. Đến tháng 5/2012, tổng công ty Khí Việt Nam tổ chức IPO thành công, niêm yết cổ phiếu trên sàn chứng khoán HSX với mã chứng khoán là GAS.

GAS là đơn vị duy nhất cung cấp khí khô cho các nhà máy điện, đạ m tại Việt Nam. Đến cuối năm 2019, GAS cung cấp nhiên liệu sản xuất 35% sản lượng điện trong nước và đáp ứng 70% nhu cầu sản xuất các nhà máy đạ m.

1.2 Cơ cấu cổ đông


Nguồn: GAS

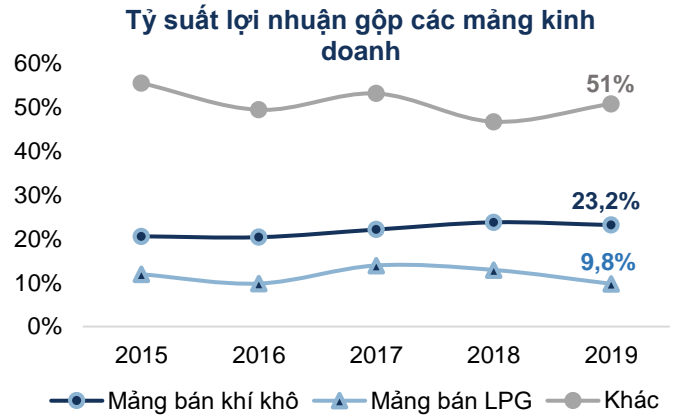
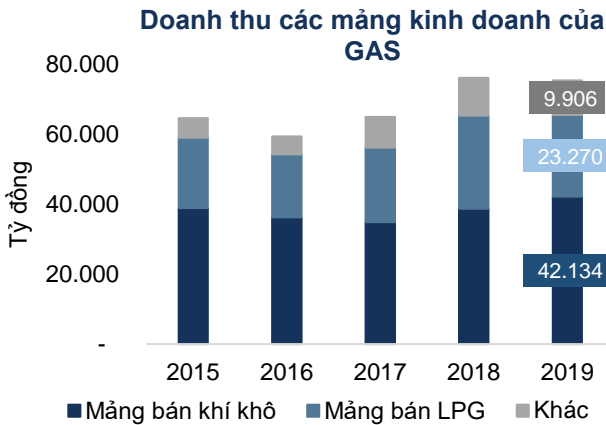
GAS có cơ cấu cổ đông cô đặc khi Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là cổ đông lớn chiếm trên 95% cổ phần. PVN có vai trò hỗ trợ vận hành, đưa ra các chính sách về giá khí nguyên liệu và khí thành phẩm, giám sát hoạt động kinh doanh của GAS.

Về kế hoạch thoái vốn của PVN tại GAS, trước đây Chính phủ cho phép PVN giảm tỷ lệ sở hữu tại GAS từ 95,8% về 65% trước năm 2020. Nhưng đến nay, PVN chưa có lộ trình và phương án thoái vốn cụ thể.

1.3 Công ty con, công ty liên doanh, liên kết

GAS sở hữu 06 công ty con và đầu tư vào 02 công ty liên doanh, liên kết đều hoạt động trong mảng khí. Hiện GAS hoạt động theo mô hình công ty mẹ - công ty con, các công ty con, liên kết và liên doanh hoạt động trên cơ sở phân chia, chuyên môn hóa các hoạt động sản xuất, dịch vụ, hỗ trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh của tổng công ty GAS. [Phụ lục 1: Chi tiết danh sách các công ty con và công ty liên doanh liên kết](#)

1.4 Các hoạt động kinh doanh chính



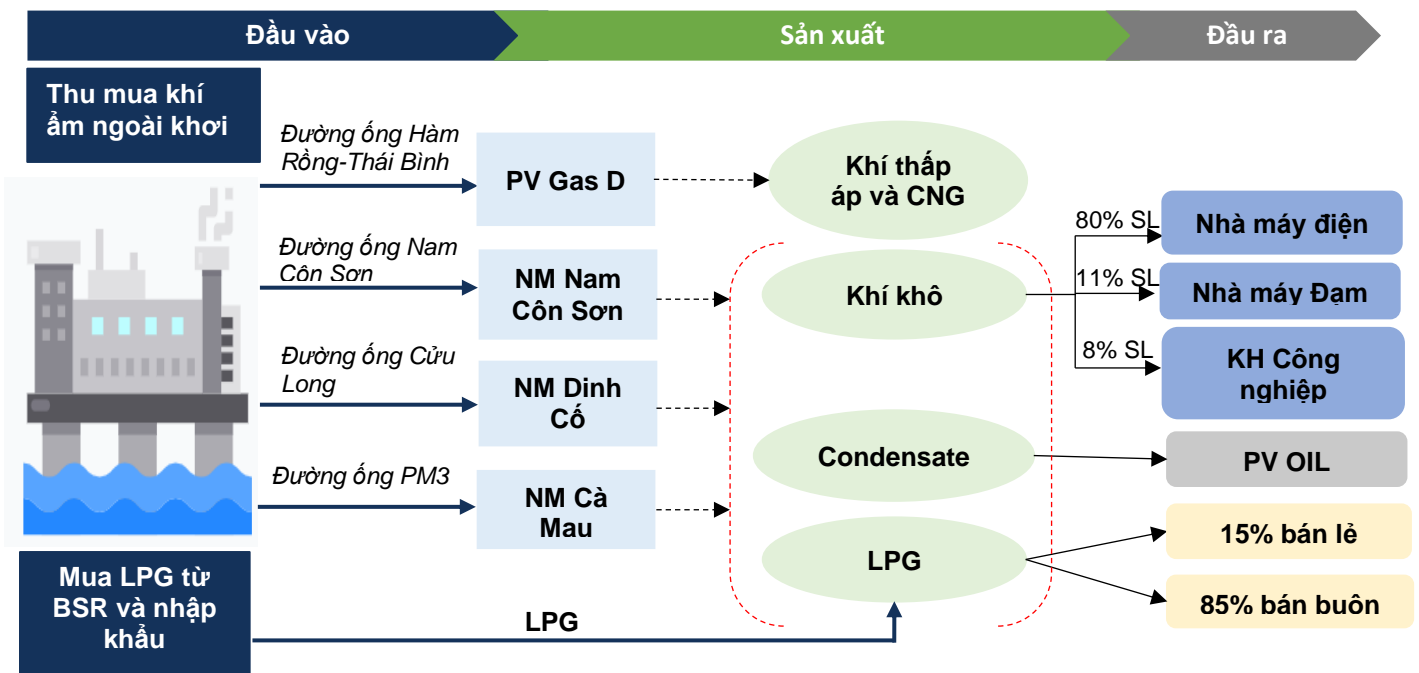
Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

Ngành nghề kinh doanh chính của GAS là chế biến, phân phối khí khô, khí dầu mỏ hóa lỏng (LPG) và khí ngưng tụ (Condensate - dạng trung gian giữa dầu và khí, nguyên liệu chế biến xăng dầu thành phẩm), chủ yếu phân phối tại thị trường trong nước. GAS là đơn vị duy nhất cung cấp khí khô ở Việt Nam đến các nhà máy điện khí và nhà máy đạm. Đến cuối năm 2019, khoảng 80% sản lượng khí khô của công ty được cung ứng đến các nhà máy điện khí ở Việt Nam, cung cấp khí để sản xuất 35% sản lượng điện trong nước, các nhà máy đạm tiêu thụ 11% tổng sản lượng khí khô của GAS, đáp ứng khoảng 70% nhu cầu sản xuất, 9% sản lượng khí khô còn lại phân phối cho khách hàng công nghiệp. Đối với mảng kinh doanh LPG, GAS đang chiếm khoảng 65% thị phần bán buôn và 30% thị phần bán lẻ LPG nội địa. Năm 2019, doanh thu kinh doanh khí khô và khí LPG chiếm lần lượt khoảng 56% và 31% tổng doanh thu công ty.

Tỷ suất lợi nhuận gộp của 02 mảng kinh doanh chính là khí khô và khí LPG duy trì tương đối ổn định qua các năm. Năm 2019, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng khí khô và khí LPG lần lượt đạt 23,2% và 9,8%.

II. HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mô hình kinh doanh của GAS



Ghi chú: Tỷ trọng sản phẩm bao gồm khí khô, khí LPG và Condensate phụ thuộc vào cấu tạo mạch C và H trong khí ẩm: Cụ thể, khí khô có cấu tạo mạch chủ yếu là CH₄, khí LPG có cấu tạo mạch C₃H₈ và C₄H₁₀, Condensate có cấu tạo mạch C₅H₁₂ trở lên.

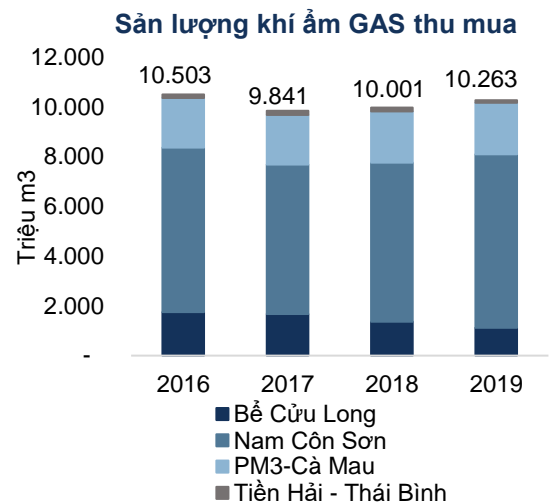
Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

GAS thu mua khí thiên nhiên và khí đồng hành (gọi chung là khí ẩm) ở ngoài khơi, dẫn qua các hệ thống dẫn khí đến nhà máy chế biến của GAS trong đất liền, sau đó, khí thành phẩm sẽ được phân phối đến khách hàng tiêu thụ.

Hiện nay, GAS đang thu mua khí ẩm tại 04 bể (ký hợp đồng mua khí với khách hàng trong và ngoài nước đang khai thác khí tại Việt Nam), bao gồm: bể Cửu Long, Nam Côn Sơn, PM3-Cà Mau và Hàm Rồng-Thái Bình. Trong đó, sản lượng thu mua chủ yếu đến từ bể Nam Côn Sơn (lô 06.1, mỏ Hải Thạch-Mộc Tinh, lô 11.2, lô 12W), chiếm khoảng 60-70% tổng sản lượng khí đầu vào của GAS, kế đến là bể PM3-Cà Mau (mỏ PM3-CAA), với khoảng 20% sản lượng.

Sản lượng khí ẩm đầu vào của GAS phụ thuộc vào tình hình khai thác ở 04 bể trên. Trong các năm gần đây, sản lượng khí sụt giảm mạnh ở các mỏ cuối giai đoạn khai thác (Bạch Hổ, Sư Tử Đen/Trắng, lô 06.1, lô 11.2 thuộc bể Cửu Long và Nam Côn Sơn) được bù đắp bởi sản lượng các mỏ khí mới đi vào hoạt động có trữ lượng lớn (Hải Thạch-Mộc Tinh, PM3-CAA). Nhờ vậy, sản lượng khí đầu vào của GAS duy trì xấp xỉ 10,000 triệu m³/năm.

[\(Phụ lục 2: Sản lượng khí ẩm GAS thu mua các bể và mỏ khí thu mua của GAS\)](#)



Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

Về giá mua khí ẩm, cơ chế giá mua được xác định bởi Chính phủ, theo cơ chế cố định hoặc thả nổi.

+ Giá cố định đối với bể Cửu Long và Nam Côn Sơn: Giá mua khí được xác định trong hợp đồng mua bán khí dài hạn giữa GAS và bên bán khí, theo chúng tôi ước tính, giá mua khí năm 2019 của bể Cửu Long và bể Nam Côn Sơn lần lượt đạt 3,5 USD/triệu BTU và 3,8 USD/triệu BTU, trượt giá 2%/năm.

+ Giá thả nổi đối với bể PM3-Cà Mau và Hàm Rồng-Thái Bình: Giá mua khí neo theo giá dầu MFO trung bình tháng niêm yết trang Platts Singapore, được xác định theo công thức: Giá mua = 46% * MFO.

Ở mỗi bể thu mua khí, GAS xây dựng hệ thống đường ống dẫn khí từ ngoài khơi về đất liền và đưa đến các nhà máy chế biến khí. Đến cuối năm 2019, GAS sở hữu và vận hành 04 hệ thống đường ống vận chuyển và 03 nhà máy chế biến khí với tổng công suất chế biến đạt khoảng 12,5 tỷ m³/năm.

Các hệ thống dẫn khí của GAS

Hệ thống khí	Dẫn khí từ bể	Chiều dài (km)	CSTK (tỷ m ³ m ³ /năm)	CSTH/CSTK 2019	Dẫn đến nhà máy
Cửu Long	Cửu Long	390	2	55,7%	NM Dinh Cố
Nam Côn Sơn	Nam Côn Sơn	400	7	99,6%	NM Nam Côn Sơn
PM3-Cà Mau	PM3-Cà Mau	325	2	104,2%	NM Cà Mau
Hàm Rồng - Thái Bình	Hàm Rồng -Thái Bình	50	0,18	50,3%	Trung tâm phân phối khí trong KCN Tiền Hải

Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

Thành phẩm sau chế biến chủ yếu bao gồm khí khô, khí LPG và Condensate:

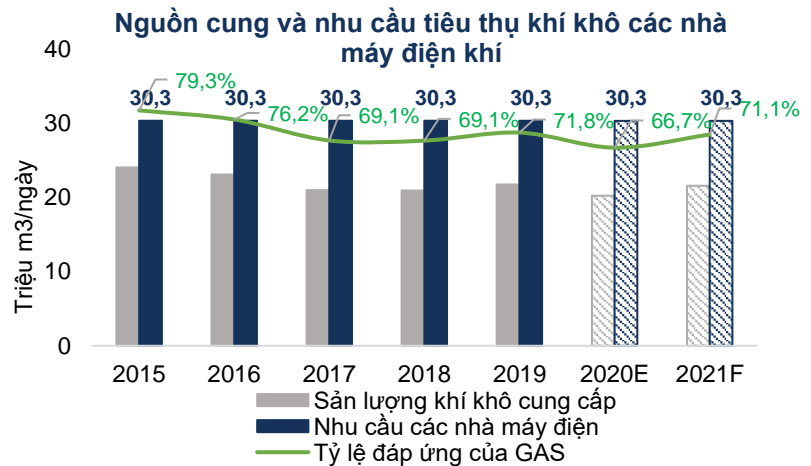
+ Khí khô: 80% sản lượng khí khô GAS sản xuất được phân phối đến các nhà máy điện khí dưới hình thức bao tiêu (sản lượng bao tiêu đến từ bể Nam Côn Sơn, xấp xỉ 4,8 tỷ m³/năm, chiếm khoảng 45-50% tổng sản lượng khí khô của GAS) và trên bao tiêu (khoảng 30-35% tổng sản lượng khí khô), khoảng 11% sản lượng cung cấp cho các nhà máy sản xuất đạm và 9% sản lượng còn lại cung cấp cho khách hàng công nghiệp.

+ **Khí LPG:** GAS phân phối khí LPG theo cả 02 hình thức bán buôn và bán lẻ. Trong đó, khoảng 65% sản lượng được phân phối theo hình thức bán buôn và 35% sản lượng bán lẻ thông qua các công ty con, công ty liên doanh, liên kết.

+ **Condensate:** GAS bán buôn condensate cho khách hàng Tổng công ty Dầu Việt Nam theo hình thức đấu giá công khai.

2.1 GAS là doanh nghiệp duy nhất phân phối khí khô tại Việt Nam

GAS là doanh nghiệp duy nhất phân phối khí khô tại Việt Nam. Rào cản gia nhập ngành khí cao khiến GAS gần như độc quyền trong mảng cung ứng khí khô nội địa¹. Giai đoạn 2015-2019, sản lượng khí khô GAS phân phối bình quân đạt 9.992 triệu m³/năm, cung cấp đến các nhà máy điện khí, nhà máy đạm và khách hàng công nghiệp, trong đó, các nhà máy điện khí là khách tiêu thụ chính, tiêu thụ 80% sản lượng khí khô của GAS, kế tiếp là các nhà máy đạm với khoảng 11% sản lượng và 9% còn lại được cung cấp cho khách hàng công nghiệp.



Nguồn: EVN, GAS, FPTSS tổng hợp và ước tính

Hiện nay, nguồn cung khí khô từ GAS chưa đủ đáp ứng nhu cầu khí để vận hành tối đa công suất các nhà máy điện khí. Tổng nhu cầu khí khô của các nhà máy điện khí đạt khoảng 30,3 triệu m³/ngày, trong khi GAS chỉ cung ứng bình quân khoảng 21,8 triệu m³/ngày, tương ứng 72% nhu cầu. Do đó, các nhà máy điện khí phải huy động thêm nguồn nhiên liệu là dầu Diesel với chi phí cao hơn, bù đắp sản lượng khí khô thiếu hụt. Nhằm đáp ứng toàn bộ nhu cầu khí sản xuất điện nội địa, GAS dự kiến sẽ nhập khẩu khí thiên nhiên hóa lỏng (LNG) cung cấp đến các nhà máy điện khí từ Q3/2022, các dự án LNG của GAS bao gồm: LNG Thị Vải và LNG Sơn Mỹ.

Giá bán khí khô neo theo giá dầu MFO Platts Singapore, áp dụng cơ chế giá sàn là giá miện giống

Đối với khách hàng là các nhà máy điện: Trước T3/2019, giá khí khô bán cho nhà máy điện theo 02 giá:

(1) **Giá cố định** áp dụng với sản lượng khí khô bao tiêu (khoảng 45-50% sản lượng), bằng giá mua tại mỏ khí cộng phí vận chuyển.

(2) **Giá thị trường** áp dụng với sản lượng ngoài bao tiêu, bằng giá dầu MFO trung bình tháng cộng phí vận chuyển.

Theo Nghị quyết 57/2013/QH13 ngày 11/11/2013 của Quốc hội, giá bán khí khô bao tiêu áp dụng theo giá bán thị trường từ ngày 20/03/2019, neo theo giá dầu MFO Platts Singapore, áp dụng giá sàn là giá miện giống (GAS chưa thông báo chính thức liệu có chuyển phần chênh lệch giá thị trường và giá miện giống đối với phần sản lượng bao tiêu cho Chính phủ hay không). Công thức giá bán:

$$\text{Giá bán} = \text{Max} (46\% * \text{MFO}, \text{ giá miện giống} + \text{Phí vận chuyển})$$

Đối với khách hàng là các nhà máy đạm: Giá bán khí áp dụng theo giá thị trường, áp dụng giá sàn là giá miện giống theo công thức tính:

$$\text{Giá bán} = \text{Max} (46\% * \text{MFO}, \text{ giá miện giống} + \text{Phí vận chuyển})$$

¹ Rào cản Chính sách: Theo Luật Dầu khí năm 2015, Chính phủ thống nhất quản lý nhà nước về hoạt động dầu khí. GAS là doanh nghiệp duy nhất được PVN giao nhiệm vụ thu gom, tàng trữ, vận chuyển và xử lý khí trong nước.

Đối với khách hàng công nghiệp: Giá bán đàm phán hàng năm theo giá thị trường, áp dụng giá sàn là giá miệng giếng theo công thức:

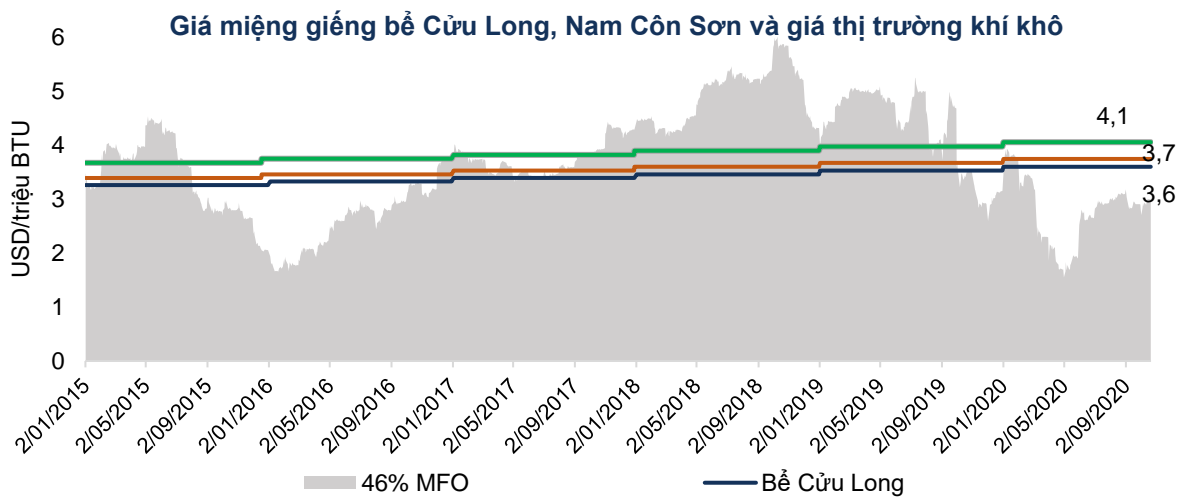
$$\text{Giá bán} = \text{Max} (100\% * \text{MFO}, \text{ giá miệng giếng} + \text{Phí vận chuyển})$$

*Giá miệng giếng và phí vận chuyển trượt giá 2%/năm

Theo đó, giá bán khí khô của GAS biến động theo giá dầu MFO. Tuy nhiên, với cơ chế giá bán có áp dụng mức giá sàn là giá miệng giếng, GAS vẫn đảm bảo có lợi nhuận dù giá dầu MFO giảm mạnh xuống thấp hơn giá miệng giếng, được bao gồm trong phí vận chuyển.

+ Với bể Cửu Long và Nam Côn Sơn: GAS mua khí ẩm với giá miệng giếng và bán khí khô theo giá dầu MFO. Do đó, (1) Giá dầu MFO thấp hơn giá miệng giếng, lợi nhuận của GAS đến từ hoạt động vận chuyển khí, (2) Trong trường hợp giá dầu MFO tăng cao trên giá miệng giếng, ngoài thu phí vận chuyển, GAS được hưởng thêm phần chênh lệch giữa giá thị trường và giá miệng giếng². Theo chúng tôi ước tính, giá miệng giếng tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn tương đương với giá MFO đạt lần lượt khoảng 300 USD/tấn và 325 USD/tấn. Như vậy, khi giá dầu MFO vượt trên mức này, GAS được hưởng lợi thêm phần chênh lệch giá thị trường và giá miệng giếng, cải thiện lợi nhuận hoạt động kinh doanh.

+ Với bể PM3 và Hàm Rồng-Thái Bình: Giá mua khí ẩm và giá bán khí khô đều dựa trên giá dầu MFO. Do vậy, GAS chỉ đơn thuần thu phí vận chuyển khí cho khách hàng.



Nguồn: Bloomberg, GAS, FPTs tổng hợp

Từ 01/01/2020 đến nay, do tác động của (1) Giá dầu Brent giảm mạnh bởi tác động kép của nguồn cung gia tăng trong bối cảnh nhu cầu xuống thấp do dịch bệnh, (2) Quy định của Tổ chức Hàng hải quốc tế (IMO) yêu cầu tất cả các loại tàu thủy sử dụng nhiên liệu có hàm lượng lưu huỳnh (S) <0,5% từ mức 3,5% chính thức có hiệu lực khiến giá dầu MFO (hàm lượng S 3,5%) giảm mạnh ảnh hưởng tiêu cực đến kết quả kinh doanh của GAS. Nguyên nhân bởi giá dầu MFO giảm xuống thấp hơn giá miệng giếng tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn, do đó, GAS chỉ đơn thuần thu phí vận chuyển khí và không thu được khoản chênh lệch giá thị trường và giá miệng giếng tương tự năm 2019. Theo đó, công ty đang đề xuất cơ chế đổi loại dầu tham chiếu sang Diesel hoặc Brent.

² - **Sản lượng trong bao tiêu** (4,8 tỷ m³ khí khô/năm thuộc bể Nam Côn Sơn): Chưa có quyết định chính thức khoảng chênh lệch giá thị trường và giá miệng giếng có nộp lại cho Chính phủ không.

- **Sản lượng ngoài bao tiêu** (khí tại bể Cửu Long và một phần thuộc bể Nam Côn Sơn): GAS hưởng lợi từ chênh lệch giá thị trường và giá miệng giếng.

2.2 Thị phần LPG lớn nhất cả nước.

GAS đang là doanh nghiệp cung cấp khí LPG lớn nhất cả nước, chiếm khoảng 65% thị phần bán buôn và khoảng 30% thị phần bán lẻ LPG nội địa. Nguồn cung khí LPG của GAS đến từ tự sản xuất, thu mua từ công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) và nhập khẩu (Trung Quốc, Malaysia, Đài Loan,...). Trong đó, tỷ trọng sản xuất chiếm khoảng 20-25% tổng sản lượng LPG tiêu thụ hàng năm, đến từ nhà máy Dinh Cố và nhà máy Cà Mau. GAS mua khí LPG từ BSR và nhập khẩu theo giá thị trường là giá công bố hàng tháng của công ty Saudi Aramco (Ả-rập Xê-út).

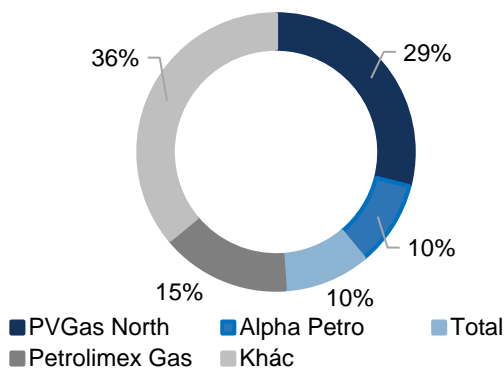
Công suất sản xuất khí LPG của GAS

Nhà máy	CSTK (1.000T/năm)	CSTH/CSTK 2019
GPP Dinh cố	365	61,2%
GPP Cà Mau	219	67,8%

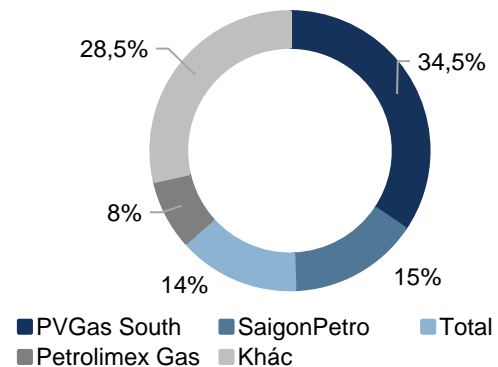
Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

*Sản lượng LPG sản xuất phụ thuộc vào sản lượng khí ẩm thu mua

Thị phần bán lẻ LPG miền Bắc năm 2019



Thị phần bán lẻ LPG miền Nam năm 2019



Nguồn: PSG, PVG, FPTS tổng hợp

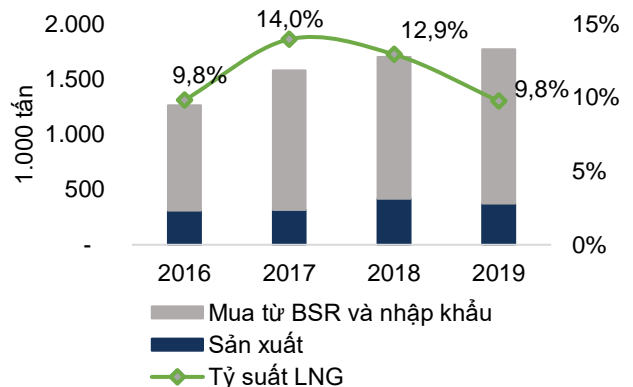
Khoảng 85% sản lượng khí LPG thành phẩm của GAS được bán buôn cho các khách hàng Petrolimex, Saigon Petro, Elf Gas, Shell Gas,...(bao gồm tiêu thụ nội địa và xuất khẩu) dưới hình thức vận chuyển xe bồn, tàu đến kho chứa khách hàng. 15% sản lượng còn lại bán lẻ dưới hình thức đóng bình khí LPG 12kg và 45 kg, phân phối thông qua 02 công ty con và công ty liên kết là PV Gas North và PV Gas South. GAS tham gia bán lẻ khí LPG từ năm 2016, đến nay, doanh nghiệp đã xây dựng và phân phối bình khí LPG tại hơn 3.000 điểm bán lẻ trên toàn quốc.

Giá bán khí LPG của GAS dựa trên giá thị trường do công ty Saudi Aramco công bố hàng tháng cộng thêm phần bù do GAS và khách hàng đàm phán.

Giai đoạn năm 2016-2019, sản lượng LPG tiêu thụ của GAS tăng trưởng khoảng 10%/năm. Tổng sản lượng khí LPG GAS tiêu thụ năm 2019 đạt 1.769 nghìn tấn.

Tỷ suất margin kinh doanh LPG tương đối ổn định, duy trì trong khoảng 10-14% giai đoạn 2016-2019. Các năm gần đây, tỷ suất sinh lợi margin khí LPG của GAS có xu hướng giảm dần bởi cạnh tranh gia tăng đến từ nguồn nhập khẩu khí LPG giá rẻ từ các quốc gia ASEAN và Hàn Quốc.

Sản lượng tiêu thụ và tỷ suất LNG LPG



Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

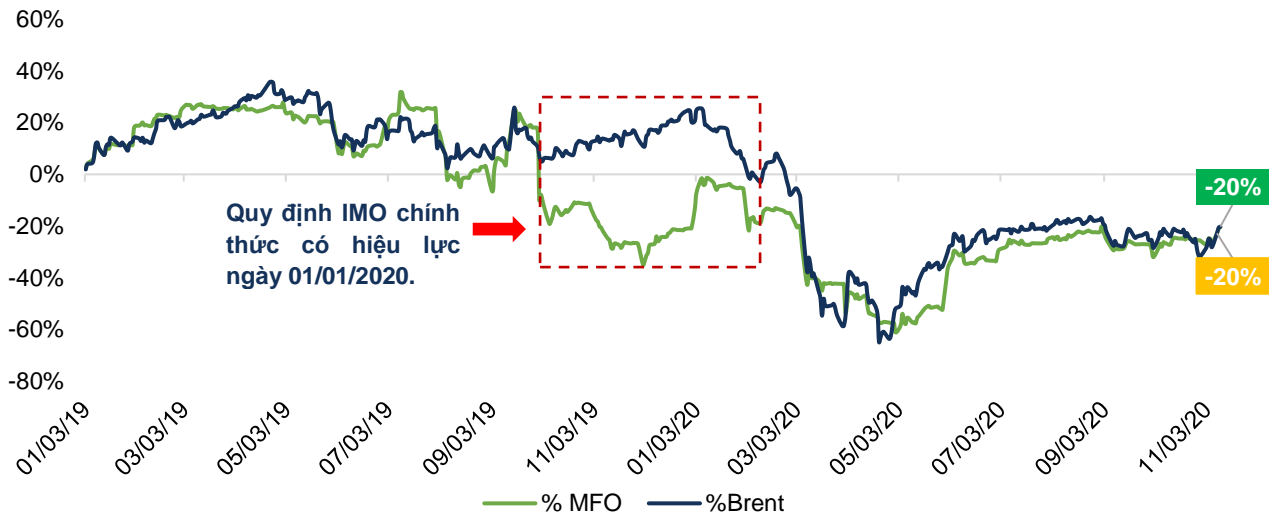
III. CẬP NHẬT KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 3Q/2020.

Kết quả kinh doanh 3Q/2020: Doanh thu hợp nhất đạt 48.635,3 tỷ đồng (-16,6% yoy), hoàn thành 74,7% kế hoạch năm 2020 và lợi nhuận sau thuế đạt 6.246,7 tỷ đồng (-31,1% yoy), hoàn thành 91,5% kế hoạch. Tỷ suất lợi nhuận gộp giảm xuống 17,9% từ mức 22,5% 3Q/2019. Doanh thu chính đến từ bán khí (chủ yếu khí khô và LPG) và vận chuyển khí, chiếm tỷ trọng lên tới 99% tổng doanh thu của GAS.

Khoản mục (tỷ đồng)	3Q/2020	3Q/2019	%YoY
Tổng doanh thu	48.625,3	58.335,2	-16,6%
<i>Doanh thu bán khí và vận chuyển khí</i>	48.413,1	58.193	-16,8%
<i>Doanh thu cho thuê văn phòng</i>	23,2	31,4	-26,1%
<i>Doanh thu xây lắp và khác</i>	188,9	110,8	70,5%
<i>Chiết khấu thương mại</i>	0	304,8	
Giá vốn hàng bán	39.888	44.880,8	-11,1%
Lợi nhuận gộp	8.737,2	13.149,6	-33,6%
Chi phí bán hàng	1.396,5	1.941,5	-28,1%
Chi phí QLDN	514,2	835,3	-38,4%
Lợi nhuận từ HĐKD	6.826,5	10.372,8	-34,2%
Doanh thu tài chính	1.162,9	1.129,1	3%
Chi phí tài chính	135	182,6	-26,1%
<i>Chi phí lãi vay</i>	76,4	157,5	-51,1%
Lợi nhuận khác	6,7	0,8	737,5%
Lợi nhuận trước thuế	7.851,2	11.317	-30,6%
Lợi nhuận sau thuế	6.246,7	9.060,5	-31,1%

Màng kinh doanh khí khô

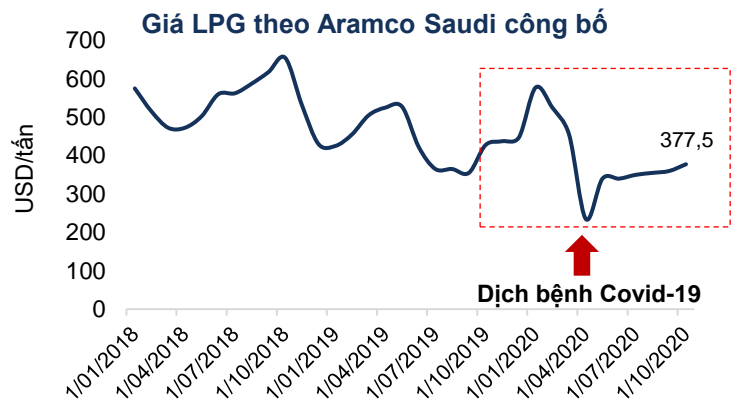
- **Sản lượng:** Sản lượng khí ẩm vào bờ và khí khô thành phẩm đạt lần lượt 6.970 triệu m³ và 6.770 triệu m³, giảm khoảng 12% yoy do (1) Sự cố phía thượng nguồn gia tăng, sản lượng nguồn khí bể Nam Côn Sơn giảm 18% yoy do lô 11.2 dừng cấp khí trong khoảng thời gian 08/03-07/08/2020 khiến sản lượng sụt giảm 1,7 triệu m³/ngày, (2) Các nhà máy điện khí giảm công suất huy động của tổ máy, nhu cầu tiêu thụ khí khô của các nhà máy điện khí suy giảm 19% yoy.
- **Giá bán:** 3Q/2020, giá dầu Brent bình quân giảm khoảng 37% yoy và quy định IMO yêu cầu hàm lượng lưu huỳnh trong nhiên liệu vận tải biển không vượt quá 0,5% chính thức có hiệu lực từ đầu năm 2020 khiến giá dầu MFO giảm mạnh hơn giá dầu Brent. Theo đó, giá thị trường khí khô 3Q/2020 bình quân đạt khoảng 2,8 USD/triệu BTU, -41% yoy. Giá dầu MFO thấp hơn giá miệng giếng tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn nên giá bán khí khô 3Q/2020 của GAS chia thành 02 nhóm: (1) Đối với bể Cửu Long và Nam Côn Sơn, giá bán áp dụng cơ chế giá sàn là giá miệng giếng cộng phí vận chuyển (vì giá thị trường thấp hơn giá miệng giếng), đạt lần lượt khoảng 4,6 USD/triệu BTU và 4,9 USD/ triệu BTU, -20,8% yoy, (2) Với bể PM3 và Hàm Rồng-Thái Bình, giá bán khí neo theo giá thị trường, theo đó, giá bán khí khô tại 02 bể này giảm theo đà giảm giá dầu MFO, đạt khoảng 3,9 USD/triệu BTU, -32% yoy.

Biến động giá dầu MFO và Brent từ đầu năm 2019 đến nay


Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

Mảng kinh doanh khí LPG

Trong 9T/2020, sản lượng LPG GAS cung ứng đạt 1.442 nghìn tấn, thực hiện 110,9% kế hoạch năm. Từ đầu năm 2020 đến nay, giá khí LPG suy giảm bởi tác động của giá dầu Brent và chính sách giãn cách xã hội (khí LPG được dùng làm nhiên liệu trong nấu ăn), đóng cửa chuỗi nhà hàng, khách sạn, khu dịch vụ ăn uống do dịch bệnh Covid-19 diễn biến phức tạp, đặc biệt trong tháng 3,4/2020. Giá bán khí LPG bình quân 09 tháng đầu năm 2020 theo Aramco Saudi công bố đạt khoảng 393 USD/tấn, giảm khoảng 10,3% yoy.



Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

IV. KẾ HOẠCH KINH DOANH NĂM 2020, 2021 VÀ ĐÁNH GIÁ

Chỉ tiêu	Đơn vị	Ước TH2020	TH2019	%YOY	KH2021	
Giá dầu Brent (USD/thùng)			64		40	45
Sản lượng						
Khí ẩm tiếp nhận	Triệu m ³	9.240	10.263,1	-10%	9.760	9.760
Khí khô	Triệu m ³	8.964,9	9.924,5	-9,7%	9.500	9.500
LPG tiêu thụ	1.000T	1.811,2	1.769,4	2,4%	1.300	1.300
Condensate	1.000T	60,7	70,4	-13,8%	55	55
Tài chính (tỷ đồng)						
Doanh thu	Tỷ đồng	63.274	75.005	-15,6%	67.000	69.000
Lợi nhuận trước thuế	Tỷ đồng	9.945	15.068,3	-34%	7.800	8.500
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ đồng	7.934	12.085,5	-34,4%	6.200	6.760

Nguồn: GAS, FPTS tổng hợp

4.1 Kế hoạch kinh doanh của GAS

- **Năm 2020:** Dựa trên kết quả kinh doanh 3Q/2020, GAS đặt kế hoạch sản lượng khí ẩm tiếp nhận và khí khô tiêu thụ năm 2020 đạt lần lượt 9.240,6 triệu m³, -10% yoy và 8.964,9 triệu m³, -9,7% yoy bởi nguồn cung khí tại lô 06.1 và 11.2 (chiếm khoảng 40% tổng sản lượng khí ẩm của GAS) thuộc bể Nam Côn Sơn suy giảm nhanh vì ở cuối giai đoạn khai thác, lô 06.1 phải dừng cấp khí trong khoảng 5T/2020 vì sự cố rò rỉ khí. Theo đó, GAS dự kiến doanh thu ước đạt 63.274 tỷ đồng, giảm 15,6% yoy và lợi nhuận sau thuế đạt 7.934 tỷ đồng, giảm 34,4% yoy.
- **Năm 2021:** Tại buổi gỡ các nhà đầu tư ngày 21/10/2020 của GAS, công ty chia sẻ kế hoạch sản lượng khí ẩm tiếp nhận và khí khô tiêu thụ lần lượt đạt 9.760 triệu m³ và 9.500 triệu m³, kế hoạch tài chính xây dựng dựa trên 2 kịch bản giá dầu Brent 40 USD/thùng và 45 USD/thùng. Ứng với giá dầu Brent 40 USD/thùng, doanh thu và lợi nhuận sau thuế đạt 67.000 tỷ đồng và 6.200 tỷ đồng, với giá dầu Brent 45 USD/thùng, doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 69.000 tỷ đồng và 6.760 tỷ đồng.

4.2 Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2020 của GAS [\(quay lại\)](#)

Chúng tôi dự phóng doanh thu hợp nhất đạt 66.432 tỷ đồng, -11,4% yoy và hoàn thành 100,4% kế hoạch, lợi nhuận sau thuế ước tính đạt 8.563,9 tỷ đồng, -29,1% yoy, hoàn thành 129% kế hoạch dựa trên các luận điểm sau:

Màng khí khô

- **Sản lượng khí khô tiêu thụ ước giảm 7,1% yoy:** Theo chúng tôi ước tính, sản lượng khí ẩm tại bể Nam Côn Sơn suy giảm khoảng 15% trong năm 2020 do các mỏ khí chủ lực (lô 06.1 và lô 11.2) đang đi vào cuối giai đoạn khai thác, lô 06.1 dừng cấp khí trong giai đoạn 08/03-07/08/2020 do sự cố rò rỉ khí khiến sản lượng giảm khoảng 250 triệu m³. Tuy nhiên, mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt đưa vào khai thác thương mại từ T11/2020, cung cấp khoảng 450 triệu m³ khí ẩm cho GAS năm 2020 nên tổng sản lượng khí ẩm GAS tiếp nhận trong năm ước đạt 9.516 triệu m³, -7,3% yoy. Theo đó, chúng tôi ước tính sản lượng khí khô tiêu thụ đạt 9.224 triệu m³, tương ứng giảm 7,1% yoy.
- **Tổ chức Cơ quan quản lý Thông tin Năng lượng Mỹ (EIA) dự báo giá dầu Brent giảm 35,4% yoy:** Từ đầu năm 2020 đến ngày 16/11/2020, do tác động kép của nguồn cung gia tăng trong bối cảnh nhu cầu xuống thấp bởi dịch bệnh, giá dầu thô Brent giảm từ 64,4 USD/thùng xuống 44 USD/thùng (có thời điểm giảm xuống mức 19 USD/thùng). Theo EIA dự báo, giá dầu thô Brent bình quân đạt 41,19 USD/thùng trong năm 2020 (-35,4% yoy). Theo đó, chúng tôi dự báo giá thị trường khí khô bình quân đạt khoảng 3 USD/triệu BTU (tương ứng giá MFO bình quân đạt khoảng 250 USD/tấn).

Ước tính giá mua và bán khí năm 2020 của GAS

Bể	Cơ chế	Giá mua khí ẩm năm 2020 (USD/triệu BTU)	Giá bán khí khô năm 2020 (USD/triệu BTU)
Cửu Long	Giá miếng giếng	3,6	4,6
Nam Côn Sơn	Giá miệng giếng	3,9	5,2
PM3 – Cà Mau	Giá thả nổi	3	4,1
Hàm Rồng – Thái Bình	Giá thả nổi	3	4,1

Nguồn: FPTS tổng hợp và ước tính

Màng khí LPG: Chúng tôi ước tính sản lượng khí LPG tiêu thụ tăng khoảng 2% trong năm 2020, đạt 1.804,4 nghìn tấn. Về giá bán, giá bán khí LPG bình quân theo Saudi Aramco công bố kỳ vọng giảm khoảng 12,5% yoy, đạt khoảng 384 USD/tấn (với giá định giá dầu Brent bình quân trong khoảng 40-45 USD/thùng).

4.3 Triển vọng kinh doanh năm 2021

Với giả định giá dầu Brent đạt 46,59 USD/thùng vào năm 2021, +14,7% yoy (theo EIA dự báo), chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của GAS lần lượt đạt 79.028 tỷ đồng và 10.256 tỷ đồng, tương ứng tăng 19% và 19,8% so với ước tính năm 2019 của chúng tôi, dựa trên:

- **Sản lượng khí khô ước tăng 6,6% yoy nhờ nguồn cung từ mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt:** Mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt đi vào hoạt động cuối năm nay dự kiến cung cấp khoảng 1.350 triệu m³ khí ẩm trong năm 2021, bù đắp sản lượng suy giảm từ bể Cửu Long (ước giảm 5% yoy) và Nam Côn Sơn (ước giảm 5% yoy). Tổng sản lượng khí ẩm GAS tiếp nhận ước đạt 10.256 triệu m³ (+7,7% yoy), theo đó, sản lượng khí khô sản xuất và tiêu thụ đạt khoảng 9.833 triệu m³ (+6,6% yoy).
- **Giá thị trường khí khô tăng khoảng 14% theo đà tăng giá dầu Brent:** Theo chúng tôi dự báo, giá dầu MFO đạt khoảng 280 USD/tấn (với giả định giá dầu Brent đạt 46,59 USD/thùng) và giá thị trường khí khô đạt khoảng 3,3 USD/triệu BTU. Do giá thị trường thấp hơn giá miêng giếng tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn nên cơ chế giá bán khí khô tương tự năm 2020:
 - + **Bể Cửu Long và Nam Côn Sơn:** Giá bán khí khô bằng tổng giá miêng miêng và phí vận chuyển, giá bán tại 02 bể này lần lượt đạt khoảng 4,7 USD/triệu BTU (+2% yoy) và 5,3 USD/triệu BTU (+2% yoy). Riêng đối với mỏ Sao Vàng-Đại Nguyệt thuộc bể Nam Côn Sơn, giá miêng giếng năm 2021 ước đạt 7,1 USD/triệu BTU, theo đó, chúng tôi ước tính giá bán khí khô tại mỏ này đạt khoảng 8,5 USD/triệu BTU (chiếm 14,6% sản lượng khí của GAS).
 - + **Bể PM3 và Hàm Rồng-Thái Bình:** Giá bán khí khô theo giá thị trường, ước đạt 4,5 USD/triệu BTU, +10,4% yoy.

V. KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Với giá đóng cửa 72.500 VNĐ/cp ngày 16/11/2020, GAS đang được giao dịch tại P/E 14,9x. Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu GAS bằng phương pháp P/E và đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu GAS với giá mục tiêu 83.900 VNĐ/cp, cao hơn 15,7% giá đóng cửa ngày 16/11/2020.

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)*	P/E*
Petronas Gas Bhd	Malaysia	173.842	30.530	11,6x
Perusahaan Gas Negara Tbk PT	Indonesia	40.765	72.184	19,5x
Chongqing Gas Group Corp Ltd	Trung Quốc	39.844	21.861	26,3x
Foran Energy Group Co Ltd	Trung Quốc	30.321	22.878	17,5x
Trung bình				18,7x
Tổng công ty Khí Việt Nam	Việt Nam	134,402	65,600	14,9x

*Doanh thu 04 quý gần nhất

*P/E: Đã điều chỉnh theo thị trường

VI. PHỤ LỤC
Phụ lục 1: Danh sách các công ty con và liên kết của GAS ([quay lại](#))

Loại hình	Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Hoạt động chính
Công ty con	Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí miền Bắc	51,31%	Phân phối khí hóa lỏng
	CTCP Phân phối khí Thấp áp Dầu khí Việt Nam	50,5%	Phân phối khí thấp áp
	CTCP Bọc ống Dầu khí Việt Nam	52,94%	Kinh doanh dịch vụ bọc ống
	CTCP Sản xuất ống thép Việt Nam	99,99%	Sản xuất ống thép
	CTCP CNG Việt Nam	56%	Sản xuất khí thiên nhiên
	CTCP LNG Việt Nam	51%	Sản xuất khí thiên nhiên
Công ty liên doanh, liên kết	CTCP Kinh doanh Khí miền Nam	35,26%	Phân phối khí hóa lỏng
	CT TNHH Khí nhiên liệu giao thông Vận tải PVGazprom	29%	Kinh doanh khí

Phụ lục 2: Sản lượng khí ẩm tại các bể và mỏ khí GAS đang thu mua ([quay lại](#))

Bể khí	Mỏ khí	2016	2017	2018	2019	9T/2020
Cửu Long		1.746	1.671	1.364	1.114	977,5
	Bạch Hổ/ Ròng/ Ròng Đồi Mồi	745	765	477	371	
	Sư Tử Đen/ Vàng/ Trắng	575	464	413	193	
	Rạng Đông/ Phương Đông	3	0	0	64	
	Cá Ngừ Vàng	114	123	128	141	
	Tê Giác Trắng/ Hải Sư Đen	168	139	112	133	
	Đại Hùng	138	66	108	96	
	Thiên Ưng	3	114	126	116	
Nam Côn Sơn		6.617	6.011	6.393	6.974	4.415
	Lô 06.1	3.203	2.937	3.224	4.094	
	Lô 11.2	1.061	859	724	602	
	Lô 12W Chim Sao	318	221	220	161	
	Hải Thạch – Mộc Tinh	2.035	1.994	2.225	2.118	
PM3 – Cà Mau		1.992	1.999	2.056	2.084	1.513
Hàm Rồng – Thái Bình		143	158	160	92	72,9

Đơn vị: triệu m3

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 0 cổ phiếu GAS, chuyên viên phân tích và người phê duyệt báo cáo hiện không nắm giữ cổ phiếu của các doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <http://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi,
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam.

ĐT: (84.24)3 773 7070/271 7171

Fax: (84.24) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp. Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm,
Quận 1, TP. Hồ Chí Minh, Việt
Nam.

ĐT: (84.28) 6 290 8686

Fax: (84.28) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán
FPT**

Chi nhánh Tp. Đà Nẵng

Tầng 3, tòa nhà Tràng Tiền, 130
Đống Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà
Nẵng, Việt Nam

ĐT: (84.236) 3553 666

Fax: (84.236) 3553 888