

Ngành : Dầu khí

Khuyến nghị THEO ĐỐI Tổng Công Ty Khí Việt Nam - CTCP (HSX: GAS)
Còn nhiều khó khăn trước mắt

Giá hiện tại:	73,200	Ngày viết báo cáo:	12/11/2020	Cơ cấu cổ đông	
Giá mục tiêu trước đây	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	1,914	VIETNAM OIL & GAS GR	95.76%
Giá mục tiêu mới:	78,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	138,379	SEAFARER CAPITAL PAR	0.5%
Tỷ suất cổ tức	7.4%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	760,590	KOREA INVESTMENT MGM	0.49%
Tiềm năng tăng giá	7%	Sở hữu nước ngoài	3.12%	TOKIO MARINE HOLDING	0.25%

Chuyên viên phân tích ngành:

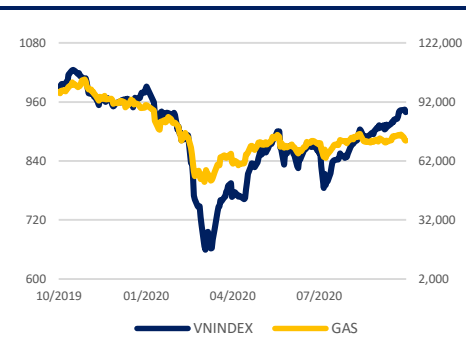
Thái Ngọc Lan Hương
(Dầu khí)
huongtnl@bsc.com.vn

Chuyên viên phân tích kỹ thuật:

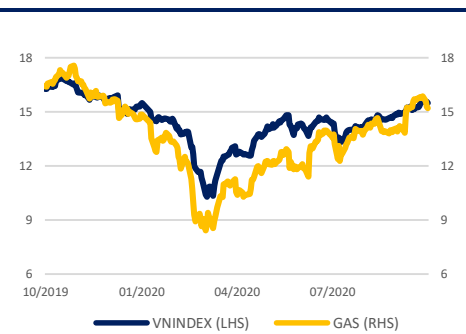
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 85,000 VND
Giá cắt lỗ: 65,000 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index

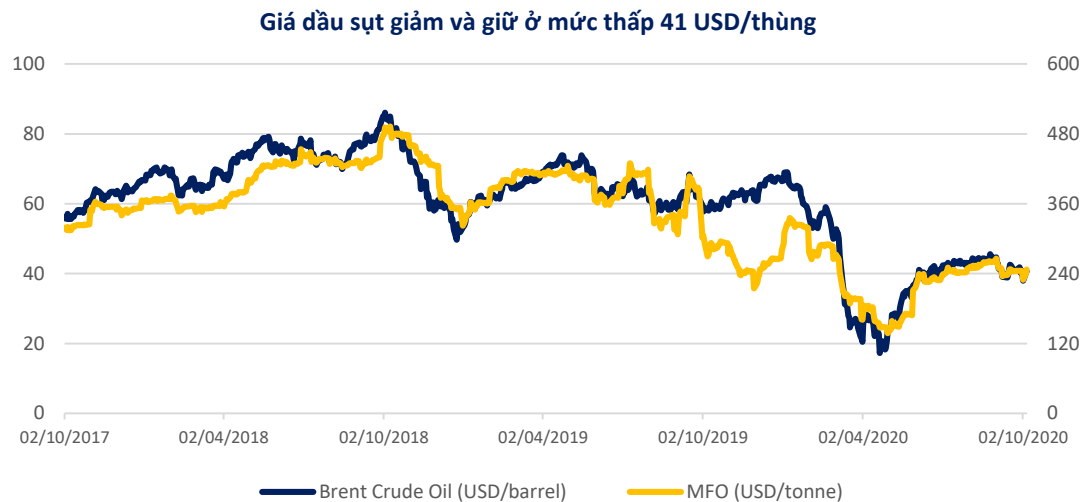


	2019	2020F	Peer	VN-Index		2018	2019	2020F	2021F
PE (x)	15.9	15.2	17.4	14.7	Doanh thu	75,612	75,005	63,991	75,257
PB (x)	2.9	2.2	2.9	2.0	Lợi nhuận gộp	17,491	16,919	11,193	13,398
PS (x)	1.7	2.1	1.4	1.5	Lợi nhuận sau thuế	11,709	12,086	8,199	9,583
ROE (%)	24.4	19.7	13.9	13.3	EPS	5,911	6,142	4,198	4,907
ROA (%)	19.4	14.6	6.63	2.4	Tăng trưởng EPS	18%	4%	-32%	17%
EV/ EBITDA (x)	15.6	9.2	9.1	14.0	Nợ ròng/ VCSH	34%	25%	31%	34%

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

- (1) Giá dầu hồi phục chậm tác động tiêu cực lên doanh thu và lợi nhuận của GAS, ước tính 1 USD giá dầu thay đổi gây ảnh hưởng cùng chiều lên khoảng 400 tỷ VND DTT và 100 tỷ VND LNST của GAS.

Giá dầu Brent trung bình 9M2020 đạt 41 USD/thùng (-36% yoy), thấp hơn rất nhiều so với giá dầu theo kế hoạch GAS đặt ra là 60 USD/thùng. Cùng với đó, giá dầu nhiên liệu MFO (yếu tố quyết định giá bán khí) và giá CP Aramco (yếu tố quyết định giá bán LPG) trung bình 9 tháng cũng giảm lần lượt là -39% yoy và -15% yoy.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Các tổ chức, định chế lớn trên toàn cầu đều dự báo giá dầu Brent trung bình năm 2020 ở khoảng 40-42 USD/thùng và giá trung bình năm 2021 ở khoảng 47-51 USD/thùng. BSC cũng đánh giá mức giá dầu 41 USD/thùng là hợp lý để làm kịch bản cơ sở cho dự phóng năm 2020. Tuy nhiên, do nhiều yếu tố bất ổn ảnh hưởng lên quá trình hồi phục giá dầu trong năm tới, chúng tôi thận trọng sử dụng mức giá 45 USD/thùng làm kịch bản cơ sở cho dự phóng năm 2021.

Giá dầu Brent	2019A	2020F	2021F	Thời điểm đưa ra dự báo
EIA	64.37	41	47	T10/2020
Morgan stanley	64.37	40	-	T5/2020
JP Morgan	64.37	40	47	T7/2020
Goldman Sachs	64.37	42	51	T9/2020

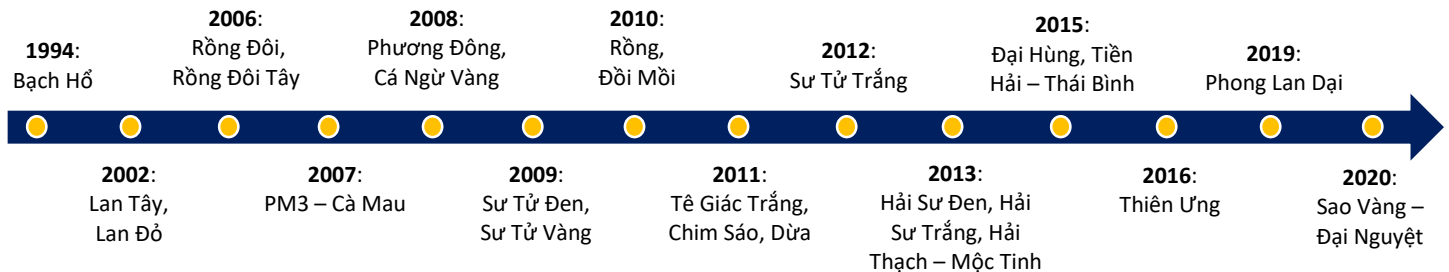
Nguồn: BSC Research

Triển vọng phục hồi kém khả quan của giá dầu gây tác động tiêu cực lên các mảng hoạt động chính của GAS như mảng khí khô và mảng LPG. Ước tính với mỗi 1 USD giá dầu trung bình năm thay đổi, DTT và LNST của GAS sẽ biến động cùng chiều lần lượt khoảng 400 tỷ VND và 100 tỷ VND (giả định các yếu tố khác không đổi).

(2) Sản lượng khí các mỏ cũ ước tính suy giảm bình quân 10% - 20%/năm.

Sản lượng các mỏ khí khu vực Đông Nam Bộ trên đà suy giảm, đặc biệt là các mỏ lớn đã khai thác trên 10 năm (ví dụ mỏ Bạch Hổ, cụm mỏ Lan Tây – Lan Đỏ). Các mỏ khí này được dự báo sẽ tiếp tục suy giảm nhanh (bình quân 10%-20%/năm) trong tương lai theo quy luật khai thác tự nhiên.

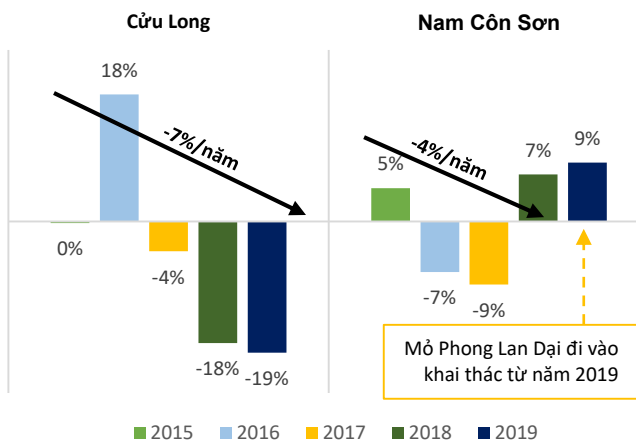
Thống kê thời điểm khai thác thương mại các mỏ khí



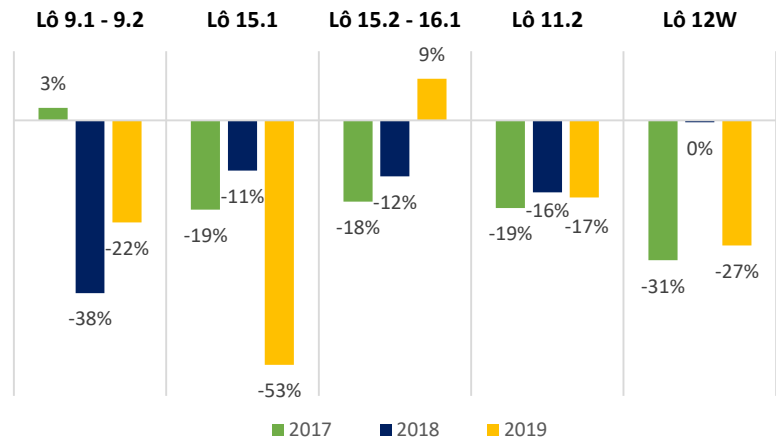
Nguồn: BSC Research

Ngoài ra, các sự cố phía thượng nguồn ngày một tăng, một số lô/mỏ phải giảm/dừng cấp khí để thực hiện công tác bảo dưỡng sửa chữa, đấu nối hệ thống mới. Cụ thể, sự cố **Lô 11.2 bể Nam Côn Sơn rò rỉ khí**, phải dừng cấp khí 5 tháng từ ngày 08/03/2020 gây sụt giảm sản lượng khoảng 1,7 triệu m³ khí/ngày.

Sản lượng các bể khí lớn suy giảm qua các năm



Sản lượng các lô mỏ cũ sụt giảm qua các năm



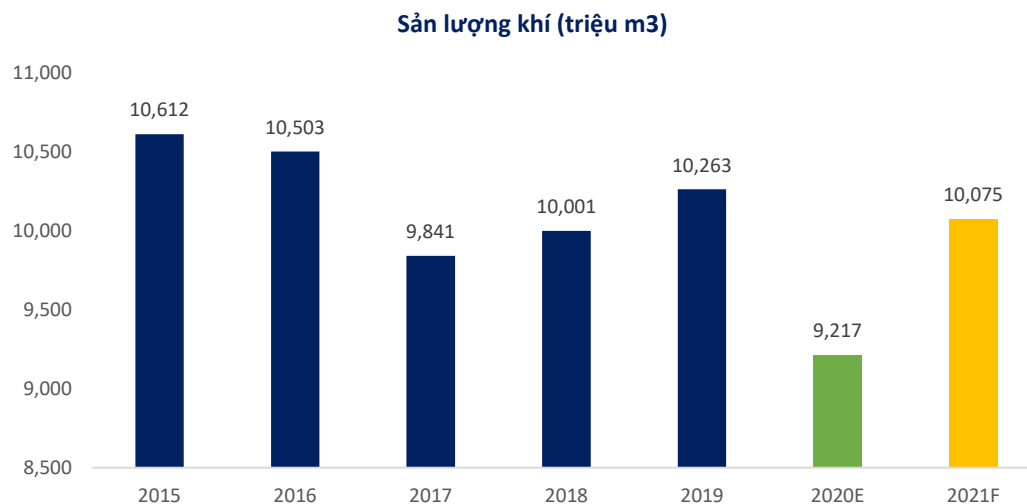
Nguồn: PV GAS, BSC Research

Sản lượng khí ảm suy giảm sẽ tác động trực tiếp đến doanh số các sản phẩm khí của GAS, đặc biệt là mảng khí khô. Đây là mảng hoạt động lớn nhất, đóng góp 50%-60% doanh thu – lợi nhuận của GAS. Vì vậy, việc phát triển các dự án khai thác, thu gom các mỏ khí mới có ý nghĩa quan trọng đối với triển vọng của doanh nghiệp.

(3) Dự án thu gom khí Sao Vàng – Đại Nguyệt dự kiến hoàn thành vào Q4/2020, bổ sung từ 1,500 triệu m3 khí/năm từ năm 2021, đóng góp khoảng 13,000 tỷ VND doanh thu.

Mỏ khí Sao Vàng - Đại Nguyệt thuộc Lô 05-1 bể Nam Côn Sơn với tổng trữ lượng khí khai thác dự kiến là 16 tỷ m3 khí sẽ góp phần tăng sản lượng khí lên từ 1,500 triệu m3 khí/năm (16% sản lượng hiện tại).

Do tình hình đại dịch phức tạp, vật tư thiết bị phục vụ dự án liên tục về chậm so với kế hoạch dự kiến. Vì vậy, GAS đã lùi kế hoạch hoàn thành 1 tháng sang tháng 11/2020. Chúng tôi đánh giá khả năng cao GAS sẽ đón dòng khí đầu tiên từ mỏ Sao Vàng - Đại Nguyệt vào tháng 11/2020.



Nguồn: PV GAS, BSC Research

Dòng khí Sao Vàng - Đại Nguyệt sẽ là nguồn bổ sung quan trọng cho các nguồn khí hiện hữu đang suy giảm, góp phần cung cấp và đáp ứng nhu cầu tiêu thụ tại khu vực Đông Nam Bộ. Trong đó, các nhà máy điện khí khu vực Đông Nam Bộ chiếm khoảng 22% sản lượng điện cả nước. Dự kiến mỏ này sẽ đóng góp khoảng 13,000 tỷ DT cho GAS năm 2021.

CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

9M2020 – Khí khô kém khả quan do sụt giảm sản lượng, LPG vượt kế hoạch 2020

Trong 9M2020, GAS ghi nhận DTT = **49,420 tỷ VND (-15% yoy)** LNST = **6,072 tỷ VND (-33% yoy)**, hoàn thành **75% kế hoạch doanh thu** và **91% kế hoạch lợi nhuận** năm 2020. DTT và LNST giảm so với cùng kỳ do:

- **Sản lượng suy giảm:**
 - Sản lượng khí khai thác, xử lý, và phân phối đạt 6,978 triệu m3 (-10% yoy), hoàn thành 71% kế hoạch
 - Sản lượng LPG phân phối đạt 1,442 ngàn tấn (-3% yoy), hoàn thành 111% kế hoạch
 - Sản lượng condensate phân phối đạt 44.5 ngàn tấn (-10% yoy), hoàn thành 81% kế hoạch
- **Giá dầu thấp:**
 - Giá dầu Brent trung bình đạt 41 USD/thùng (-36% yoy), cùng với đó giá dầu nhiên liệu MFO -40% yoy
 - Giá CP Aramco trung bình đạt 371 USD/tấn (-15% yoy), thấp hơn 15% so với mức giá kế hoạch năm 2020

Thông qua kế hoạch thoái vốn tại PV GAS South (PGS), tập trung phát triển PV GAS LPG

GAS hiện đang sở hữu 35.26% vốn điều lệ tại PV GAS South. Năm 2019, GAS có kế hoạch tăng tỷ lệ vốn góp này lên 51% nhưng không thành công. Từ năm 2020, GAS đã thay đổi chiến lược bán lẻ khí tập trung đầu tư vào PV GAS LPG (tiền thân là PV GAS North).

Tháng 10/2020, GAS đã thông qua chủ trương thoái toàn bộ phần vốn góp tại PV GAS South. Theo giá chốt phiên ngày 19/10/2020, cổ phiếu PGS có giá 14,800 VND/CP. Nếu GAS thoái toàn bộ sẽ thu được 260.85 tỷ VND, ghi nhận mức lỗ đầu tư công ty liên doanh, liên kết gần 70 tỷ VND.

Các siêu dự án Lô B - Ô Môn và Cá Voi Xanh – Tiếp tục chậm tiến độ do vướng mắc trong thỏa thuận và khó khăn tài chính

Chuỗi dự án Lô B - Ô Môn chậm tiến độ do gặp nhiều vướng mắc trong thỏa thuận. Theo tiến độ cập nhật, thời điểm đi vào khai thác thương mại sớm nhất là vào tháng 09/2024, với điều kiện quyết định đầu tư cuối cùng (FID) không trễ hơn tháng 03/2021.

Chuỗi dự án Cá Voi Xanh chậm tiến độ do nhà thầu Exxon Mobil gặp khó khăn tài chính, ước tính lỗ tới 1,86 tỉ USD năm 2020 và sẽ thiếu hụt 48 tỉ USD tiền mặt năm 2021. Mới đây công ty đã quyết định cắt giảm 30% chi phí đầu tư, và xem xét cắt giảm nhân sự và trì hoãn các dự án năm 2021. PVN và EVN đang phối hợp với Exxon Mobil để hoàn thành đàm phán các hợp đồng bán khí (GSA) vào Q4/2020 - thời điểm quyết định đầu tư thượng nguồn.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Năm 2020 – KQKD sụt giảm do sản lượng khí suy giảm và giá dầu thấp

Năm 2020, BSC dự báo GAS đạt DTT= 63,991 tỷ VND (-15% yoy) và LNST công ty mẹ = 8,035 tỷ VND (-32% yoy), tương đương EPS = 4,198 VND/CP dựa trên các giả định:

- Đón dòng khí Sao Vàng – Đại Nguyệt đầu tiên vào tháng 11/2020 với sản lượng 1.6 triệu m3/ngày đêm
- Sản lượng khí ẩm đạt 9,217 triệu m3 (-10% yoy), thấp hơn 6% so với kế hoạch do ảnh hưởng của dự án Nam Côn Sơn 2 giai đoạn 2 chậm tiến độ và các sự cố thượng nguồn
- Sản xuất và phân phối 8,895 triệu m2 khí khô (-12% yoy), 1,842 ngàn tấn LPG (+4% yoy) và 64 ngàn tấn Condensate (-8% yoy).
- Giá dầu thô trung bình năm 2020 ở ngưỡng 41 USD/thùng.

Năm 2021 – KQKD được cải thiện nhờ bổ sung khí từ mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt

Năm 2021, BSC dự báo GAS đạt DTT= 75,257 tỷ VND (+18% yoy) và LNST công ty mẹ = 9,391 tỷ VND (+17% yoy), tương đương EPS = 4,907 VND/CP dựa trên các giả định:

- Sản lượng khí mỏ Sao Vàng – Đại Nguyệt năm 2021 dự đạt 1,500 m3 khí
- Sản lượng khí bể Nam Côn Sơn (các mỏ cũ) và Cửu Long trên đà suy giảm -10% yoy
- Sản xuất và phân phối 9,585 triệu m2 khí khô (+8% yoy), 1,948 ngàn tấn LPG (+6% yoy) và 67 ngàn tấn Condensate (+10% yoy).
- Giá dầu hồi phục chậm, trung bình 45 USD/thùng

ĐỊNH GIÁ – KÉM HẤP DẪN

BSC khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu GAS với giá trị hợp lý năm 2021 là **78,500 VND/CP**. Mức giá này tương đương **upside 7%** (theo giá đóng cửa ngày 11/11/2020 là 73,200).

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá P/E với mức P/E mục tiêu 2021 là **16 lần**, tương đương mức P/E trung bình năm 2019. Mức định giá này không quá hấp dẫn so với mức P/E trung 3 năm là 15.4 lần hay mức P/E hiện tại là 15.3 lần.



Nguồn: Bloomberg, BSC Research

Bảng phân tích độ nhạy Giá trị hợp lý (Target Price) theo giá dầu Brent

TP (VND/CP)	Giá dầu Brent trung bình năm 2021 (USD/thùng)										
	40	41	42	43	44	45	46	47	48	49	50
	73,300	74,400	75,400	76,400	77,500	78,500	79,500	80,600	81,600	82,700	83,700

Nguồn: BSC Research

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	75,612	75,005	63,991	75,257
Giá vốn hàng bán	-58,120	-58,087	-52,798	-61,859
Lợi nhuận gộp	17,491	16,919	11,193	13,398
Chi phí bán hàng	-2,639	-2,394	-1,691	-2,066
Chi phí QLDN	-1,128	-875	-747	-878
Lãi/lỗ HĐKD	13,725	13,649	8,756	10,454
Doanh thu tài chính	1,477	1,665	1,705	1,816
Chi phí tài chính	-617	-241	-211	-291
Chi phí lãi vay	-440	-198	-192	-242
Lợi nhuận từ CTLD/LK	14,581	15,072	10,249	11,979
Lãi/lỗ khác	-41	-4	58	68
Lợi nhuận trước thuế	14,540	15,068	10,249	11,979
Thuế thu nhập DN	-2,831	-2,983	-2,050	-2,396
LN sau thuế	11,709	12,086	8,199	9,583
CĐTS	255	183	164	192
LNST - CĐTS	11,454	11,902	8,035	9,391
EBITDA	10,893	10,957	6,087	6,854
EPS	5,911	6,142	4,198	4,907

CĐKT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	6,706	4,476	4,900	5,568
Đầu tư ngắn hạn	21,602	24,915	23,255	23,587
Phải thu ngắn hạn	10,214	10,359	10,032	11,456
Tồn kho	1,948	1,575	1,785	1,969
TS ngắn hạn khác	462	491	514	540
TS ngắn hạn	40,932	41,815	40,486	43,977
TS hữu hình	18,149	15,438	13,469	19,185
Khấu hao	-31,881	-33,076	-35,716	-39,284
TS dở dang dài hạn	1,235	3,021	8,721	5,805
ĐT dài hạn	63	405	189	208
TS dài hạn khác	1,534	937	984	1,033
TS dài hạn	21,682	20,363	23,975	26,873
Tổng TS	62,614	62,179	64,461	70,850
Nợ phải trả	9,338	7,160	7,509	8,311
Vay ngắn hạn	1,490	1,341	1,920	2,258
Nợ ngắn hạn khác	1,018	1,454	1,247	1,333
Tổng Nợ ngắn hạn	11,847	9,964	10,676	11,902
Vay dài hạn	3,396	1,456	4,479	5,823
Nợ dài hạn khác	313	939	148	172
Tổng Nợ dài hạn	3,901	2,600	4,627	5,995
Tổng Nợ	15,747	12,564	15,303	17,897
Vốn góp	19,140	19,140	19,140	19,140
Thặng dư vốn cổ phần	211	211	211	211
LN chưa phân phối	10,599	10,109	9,325	12,641
Vốn chủ khác	15,124	19,047	19,211	19,499
Cổ đông thiểu số	1,794	1,108	1,272	1,463
Tổng Vốn chủ sở hữu	46,867	49,615	49,159	52,953
Tổng nguồn vốn	62,614	62,179	64,461	70,850
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1,914	1,914	1,914	1,914

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(LỖ)/LNST	14,540	15,068	10,249	11,979
Khấu hao và phân bổ	1,998	2,123	1,623	2,548
Thay đổi vốn lưu động	-3,730	-4,097	-2,108	-3,477
Điều chỉnh khác	-390	-414	-455	-501
LCTT từ HĐ KD	12,422	12,681	9,309	10,550
Tiền chi mua TSCĐ	-692	-2,690	-6,399	-6,397
Đầu tư khác	-6,667	-3,504	2,525	576
LCTT từ HĐ Đầu tư	-7,315	-4,722	-3,874	-5,821
Tiền chi trả cổ tức	-7,656	-8,230	-8,613	-5,742
Tiền từ vay ròng	-4,297	-1,950	3,603	1,682
Tiền thu khác	0	0	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-11,905	-10,188	-5,010	-4,060
Dòng tiền đầu kỳ	13,502	6,706	4,476	4,900
Tiền trong kỳ	-6,798	-2,229	424	668
Dòng tiền cuối kỳ	6,706	4,476	4,900	5,568

Chỉ số (%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hỗ TT ngắn hạn	2.60	3.33	2.65	2.46
Hỗ TT nhanh	2.48	3.20	2.53	2.35
Cơ cấu vốn				
Hỗ Nợ/TTS	25%	20%	24%	25%
Hỗ Nợ/VCSH	34%	25%	31%	34%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	11.79	11.51	12.12	11.54
Số ngày phải thu	23.12	22.68	25.20	22.91
Số ngày phải trả	15.59	14.48	15.24	14.94
CCC	19.32	19.72	22.08	19.51
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	23%	23%	17%	18%
Lợi nhuận LNST	15%	16%	13%	13%
ROE	25%	24%	17%	18%
ROA	19%	19%	13%	14%
Định Giá				
PE	16.8	15.9	15.2	15.9
PB	4.2	2.9	2.2	2.4
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	17%	-1%	-15%	18%
Tăng trưởng EBIT	18%	-1%	-36%	19%
Tăng trưởng LNTT	16%	4%	-32%	17%
Tăng trưởng EPS	18%	4%	-32%	17%

Nguồn: BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>
<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

