



PVG – Công ty Cổ phần Kinh doanh khí hoá lỏng miền Bắc
Mức giá hợp lý của cổ phiếu PVG vào khoảng 20.800 VNĐ/cổ phần

TIÊU ĐIỂM

- **PVG là một trong những công ty có thị phần cung cấp khí gas lớn và ổn định nhất tại thị trường miền Bắc.** PVG luôn là một trong những đơn vị đứng đầu trong số các công ty kinh doanh gas tại miền Bắc (từ các tỉnh từ Đà Nẵng trở ra), với thị phần cung cấp khí gas xét về sản lượng luôn duy trì ổn định ở mức 24% - 30% kể từ năm 2009 trở về trước và được nâng lên mức 45% - 50% kể từ đầu quý 2/2010 do lợi thế từ việc phân phối 50% sản phẩm LPG của nhà máy lọc dầu Dung Quất. Chúng tôi dự kiến năm 2010, PVG sẽ có tốc độ tăng trưởng doanh thu trên 20% nhờ tăng mạnh thị phần.
- **PVG nhận được sự hỗ trợ tích cực từ phía Tập đoàn Dầu khí quốc gia Việt Nam và Tổng công ty Khí Việt Nam.** Với vị thế là thành viên của Tổng Công ty khí Việt Nam, PVG luôn được ưu tiên hỗ trợ về tài chính và nguồn cung cấp khí hóa lỏng từ Tổng Công ty Khí Việt Nam và Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, giúp Công ty nâng cao năng lực, sự chủ động và ổn định trong hoạt động sản xuất kinh doanh.
- **Cấu trúc tài chính** Nguồn vốn hiện nay của đơn vị còn hạn chế cho việc phát triển các dự án mới. Vì vậy, trong năm 2010-2011, dự kiến PVG sẽ bán 4,95 triệu cổ phần PGD và 1,2375 triệu quyền mua PGD với doanh thu dự kiến 179,4 tỉ đồng cùng với việc đầu giá 8,38 triệu cổ phần tăng vốn lên 350 tỉ sẽ giúp công ty cải thiện tình hình tài chính hiện tại.
- **Kết quả định giá** cổ phiếu PVG theo 4 phương pháp (FCFE, FCFF, P/E, P/B) có mức giá vào khoảng 20.800 VNĐ/cổ phần. Mức giá trên tương đương với mức P/E năm 2010 vào khoảng 6,27 lần.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá giao dịch:	14.700
Cao nhất 52 tuần:	37.800
Thấp nhất 52 tuần:	14.500

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá (đồng):	10.000
Số lượng CP niêm yết:	26.617.000
Vốn hóa (tỷ đồng):	586
EPS 2009 (đồng):	1.000
EPS dự báo 2010 (đồng):	3.315

THÔNG TIN SỞ HỮU

Cổ đông	Tỷ lệ sở hữu
Tổng công ty khí Việt Nam (PVGas)	73.75%
Cổ đông trong nước	26.14%
Cổ đông nước ngoài	0.10%
Tổng cộng	100.00%

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CỦA PVG GIAI ĐOẠN 2007 – 2009 VÀ DỰ BÁO 2010 – 2014

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010F	2011F
Tổng TS (tr.đồng)	780,670	815,142	1,039,779	1,453,862	1,801,133
Vốn CSH (tr.đồng)	143,247	294,807	310,077	498,443	564,832
Vốn ĐL (tr.đồng)	135,000	266,170	266,170	350,000	350,000
Doanh thu thuần (tr.đồng)	560,523	1,294,031	1,538,717	1,847,763	2,217,316
Giá vốn hàng bán (tr.đồng)	519,524	1,231,928	1,389,617	1,690,701	2,028,841
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	41,000	62,104	149,100	157,063	188,475
Lợi nhuận sau thuế (tr.đồng)	6,954	7,805	26,607	91,023	96,033
EPS (đồng)	515	444	1,000	3,315	2,744

TỔNG QUAN VỀ DOANH NGHIỆP

PVG tiền thân là Công ty Kinh doanh Khí hoá lỏng Miền Bắc - được thành lập trên cơ sở Xí nghiệp 2 thuộc Công ty Chế biến và Kinh doanh sản phẩm khí và Bộ phận kinh doanh khí hoá lỏng của Công ty Thương mại Dầu khí tại các tỉnh phía Bắc. PVG chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần từ ngày 01/7/2007 và niêm yết cổ phiếu tại Sở GDCK Hà Nội ngày 07/01/2009.

- Kinh doanh khí hoá lỏng (LPG) và các sản phẩm dầu khí. PVG chuyên cung cấp khí gas công nghiệp (bình 45 kg) và khí gas cho hộ gia đình (bình 12 kg).
- Kinh doanh vật tư, thiết bị, phụ kiện, kho bãi, trạm chiết nạp khí hoá lỏng.
- Dịch vụ vận tải khí hoá lỏng.
- Tư vấn, thiết kế, đầu tư, chuyển giao công nghệ, bảo dưỡng, sửa chữa, lắp đặt máy thiết bị và các dịch vụ khác phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh gas.

LÝ DO ĐẦU TƯ

Hoạt động phân phối khí hoá lỏng của PVG trải dài trên một phạm vi rộng lớn, từ các tỉnh phía Bắc cho tới Đà Nẵng. Trong giai đoạn 2003 - 2009, PVG luôn là một trong những đơn vị đứng đầu trong số các công ty kinh doanh gas tại miền Bắc và cả của Việt Nam, với thị phần ổn định luôn duy trì ở mức bình quân 25% - 30% xét về sản lượng tiêu thụ tại miền Bắc. Kể từ đầu năm 2010 đến nay, với việc được ưu tiên tiếp nhận phân phối khí gas từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), hàng tháng PVG cung cấp cho thị trường miền Bắc từ 12.000 đến 14.000 tấn (tổng sản lượng khí gas được cung cấp trên thị trường miền Bắc hiện đạt khoảng 25.000 - 27.000 tấn/tháng), giúp PVG vươn lên trở thành công ty có thị phần phân phối khí gas lớn nhất tại miền Bắc (45% - 50%).

Với vị thế là thành viên của Tổng Công ty Khí Việt Nam và Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, PVG luôn được ưu tiên tiếp nhận nguồn khí hóa lỏng trực tiếp từ Nhà máy Chế biến khí Dinh Cố và Nhà máy lọc dầu Dung Quất của PVN (từ tháng 7/2009 đến nay), giúp PVG nâng cao tính chủ động và ổn định về nguồn hàng đầu vào. Sự ổn định và chủ động về nguồn cung ngay từ thị trường trong nước là lợi thế cạnh tranh lớn của PVG so với các đối thủ trên thị trường, nhất là so với các công ty nhập khẩu LPG từ các thị trường nước ngoài (thường gặp nhiều rủi ro về số lượng, giá cả biến động và tiến độ giao hàng).

Kể từ sau khi cổ phần hoá đến nay, PVG luôn nhận được sự hỗ trợ tài chính tích cực từ Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN). Năm 2007, PVG đã được PVN cho vay 150 tỷ đồng để đầu tư cho dự án Tổng kho khí hoá lỏng Miền Bắc tại Đình Vũ, Hải Phòng (khoản vay có thời hạn 3 năm, không chịu lãi suất và không có tài sản đảm bảo, PVG tiếp tục được PVN tái tài trợ khoản vay này trong vòng 3 năm tiếp theo 2010 - 2013 với lãi suất ưu đãi). Năm 2008, PVG tiếp tục được PVN cho vay 93 tỷ với lãi suất ưu đãi (8,3%/năm) có thời hạn 3 năm phục vụ nhu cầu đầu tư hệ thống cơ sở vật chất phục vụ kinh doanh. Sự hỗ trợ này đã và sẽ tiếp tục giúp PVG tiếp cận với những nguồn vốn dài hạn với chi phí ưu đãi, qua đó nâng cao đáng kể năng lực sản xuất kinh

doanh và vị thế cạnh tranh trên thị trường.

Tháng 8/2009, PVG đã bắt đầu đưa vào khai thác Tổng kho khí hoá lỏng miền Bắc (giai đoạn 1) tại Đình Vũ - Hải Phòng với sức chứa 3.000 tấn. Trong giai đoạn 2010 - 2011, PVG sẽ tiếp tục thực hiện đầu tư xây dựng và đưa vào sử dụng Tổng kho khí hóa lỏng Bắc Trung Bộ (giai đoạn 1) tại Vũng Áng - Hà Tĩnh với sức chứa 1.785 tấn và Tổng kho sản phẩm dầu khí Đà Nẵng (Sơn Trà - Tp. Đà Nẵng) với sức chứa 1.500 tấn. Theo dự kiến đến năm 2015, PVG sẽ tiếp tục đầu tư và đưa vào sử dụng giai đoạn 2 của Tổng kho khí hoá lỏng miền Bắc với sức chứa 4.500 tấn.

Sau khi các dự án này hoàn tất và đưa vào khai thác, dự kiến tổng sức chứa LPG của Công ty sẽ tăng từ 4.108 tấn hiện nay lên 11.893 tấn vào năm 2015. Điều này sẽ giúp PVG nâng cao năng lực hoạt động, tăng tính chủ động và ổn định trong việc dự trữ nguồn hàng, giảm bớt biến động giá vốn hàng bán và tiết kiệm chi phí kinh doanh.

RỦI RO ĐẦU TƯ VÀO DOANH NGHIỆP

Hoạt động của PVG hiện tại tập trung hoàn toàn vào kinh doanh khí LPG nên phụ thuộc rất nhiều vào biến động cung cầu, giá cả của khí LPG trên thị trường và tỷ giá VND/USD. Bất kỳ biến động về nguồn cung, nhu cầu tiêu thụ LPG cũng như giá khí hoá lỏng trên thị trường cũng như biến động tỷ giá đều có thể ảnh hưởng tới hoạt động và kết quả kinh doanh của Công ty, nhất là trong bối cảnh hiện nay khả năng tồn trữ và chủ động về nguồn hàng khí LPG của PVG cũng giống như các công ty khác trong ngành còn chưa cao.

Mức độ cạnh tranh trên thị trường kinh doanh phân phối khí LPG tại Việt Nam nói chung và Bắc Trung Bộ nói riêng hiện khá cao. Chỉ riêng tại miền Bắc đã có khoảng 40 nhà kinh doanh LPG. Bên cạnh các nhà phân phối lớn trong nước như Gas Petrolimex, Gas Vạn Lộc, Gas Hồng Hà, Gas Minh Quang, Công ty CP tập đoàn dầu khí Anpha còn sự tham gia của các công ty lớn nước ngoài (Shell Gas, Total Gas, Gas Thăng Long, Gas Đà Hải, ELF Gas) và sự gia nhập thị trường ngày một nhiều hơn của các doanh nghiệp chuyên nhập khẩu và phân phối gas cho các hãng nước ngoài. Cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn sẽ làm giảm tính hấp dẫn và biên lợi nhuận từ hoạt động của các công ty trong ngành trong đó có PVG.

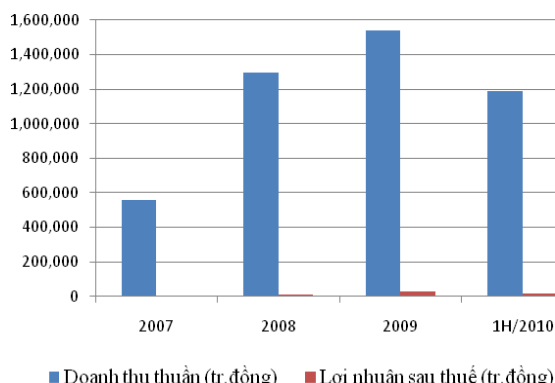
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Sản lượng tiêu thụ của PVG

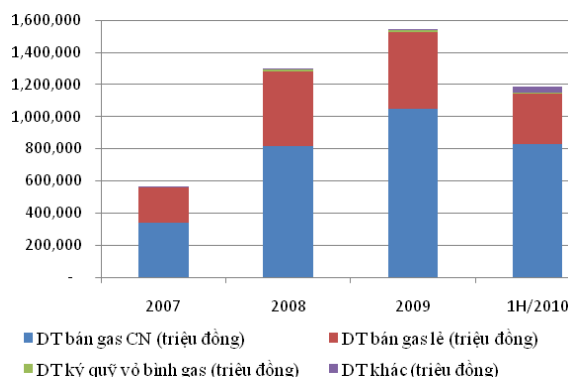
Kể từ tháng 7/2009 trở về trước, sản lượng khí LPG cung cấp ra thị trường miền Bắc của PVG đạt khoảng 7.000 - 8.000 tấn/tháng (chiếm khoảng 25% - 30% toàn thị trường) với nguồn cung chủ yếu từ Nhà máy chế biến khí Dinh Cố. Sau khi Nhà máy lọc dầu Dung Quất vận hành và cung cấp sản phẩm LPG cho thị trường nội địa, PVG đã chuyển sang tiếp nhận nguồn cung này và một phần nhập khẩu từ nước ngoài để thay thế cho nguồn từ Nhà máy chế biến khí Dinh Cố. Tính từ đầu năm 2010 đến nay, bình quân hàng tháng PVG cung cấp cho thị trường miền Bắc 12.000 - 14.000 tấn (trong đó khoảng 10.000 - 12.000 tấn tiếp nhận từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất và phần còn lại nhập khẩu), giúp thị phần của PVG tăng mạnh lên mức 45% - 50%, trở thành nhà cung cấp khí gas lớn nhất miền Bắc. Tuy nhiên, lượng LPG trong nước mới chiếm khoảng 75% tổng nguồn cung của PVG thời

gian vừa qua.

Biểu đồ 1: Doanh thu – lợi nhuận của PVG



Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu của PVG



Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

Doanh thu thuần của PVG năm 2009 tăng 19% so với năm 2008. Tốc độ tăng này tương đối khả quan so với mức tăng bình quân của các công ty phân phối khí gas niêm yết khác (khoảng 17,5%). Hiệu quả hoạt động kinh doanh của PVG cũng được nâng cao đáng kể trong năm 2009: Doanh thu thuần chỉ tăng 19% so với năm 2008 tuy nhiên lợi nhuận gộp tăng trên 140% và lợi nhuận sau thuế tăng trên 240%. So với các doanh nghiệp trong ngành, tốc độ tăng lợi nhuận của PVG năm 2009 khá cao. Nguyên nhân chủ yếu là do việc PVG đưa vào sử dụng Tổng kho khí hoá lỏng miền Bắc (giai đoạn 1) tại Đình Vũ - Hải Phòng với sức chứa 3.000 tấn và đã giúp PVG nâng cao năng lực dự trữ, qua đó kiểm soát tốt giá vốn hàng bán.

Với việc phân phối 50% sản phẩm LPG của nhà máy lọc dầu Dung Quất đã giúp doanh thu của PVG tăng mạnh mẽ. Trong 6 tháng đầu năm 2010, doanh thu của PVG tăng 77,17% so với cùng kỳ năm 2009.

Trong tổng cơ cấu doanh thu của PVG, doanh thu từ hoạt động bán gas công nghiệp đạt 826 tỉ đồng chiếm tỉ trọng chính với tỷ trọng chiếm 69,62% trong tổng cơ cấu doanh thu (1H/2010) và trung bình chiếm 65,30% trong tổng doanh thu từ năm 2007 tới nay. Đóng góp lớn thứ 2 trong doanh thu là doanh thu bán gas lẻ cho hộ tiêu dùng với doanh thu 1H/2010 đạt 314 tỉ đồng chiếm 26,5% doanh thu của PVG và trung bình từ 2007-1H/2010 chiếm 33,16%. Các hoạt động còn lại đạt 46,1 tỉ đồng chiếm 3,88% trong tổng doanh thu trong 1H/2010, trong cả giai đoạn 2007-1H/2010 trung bình chiếm 1,01% tổng doanh thu. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của gas công nghiệp tăng trưởng mạnh nhất với mức tăng 28,6% năm 2009 và 135% trong 6 tháng đầu năm 2010. Doanh thu từ bán gas lẻ cũng tăng trưởng 2,6% trong năm 2009 và tăng mạnh 44% trong 6 tháng đầu năm 2010.

Bảng 1: Cơ cấu doanh thu của PVG

Chỉ tiêu	2007		2008		2009		1H/2010	
	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT	Giá trị	%/DTT

DT thuần (triệu đồng)	560,523	100.00%	1,294,031	100.00%	1,538,717	100.00%	1,187,364	100.00%
DT bán gas CN (triệu đồng)	339,532	60.57%	814,467	62.94%	1,047,409	68.07%	826,648	69.62%
DT bán gas lẻ (triệu đồng)	216,653	38.65%	468,949	36.24%	481,022	31.26%	314,604	26.50%
DT ký quỹ vô bình gas (tr đồng)	3,557	0.63%	7,008	0.54%	8,361	0.54%	4,758	0.40%
DT khác (triệu đồng)	781	0.14%	3,607	0.28%	1,925	0.13%	41,353	3.48%

Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

Bảng 2: Cơ cấu chi phí của PVG

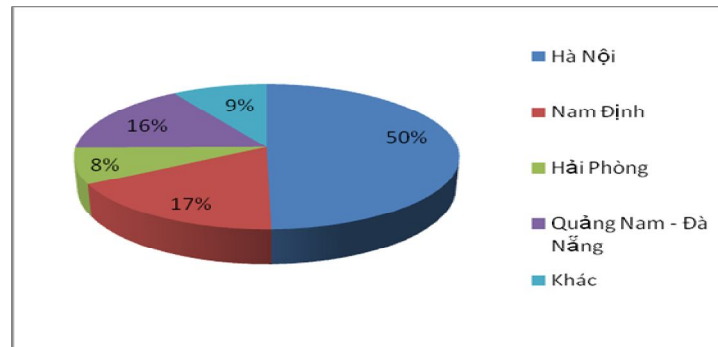
Chỉ tiêu	2007		2008		2009		1H/2010	
	Giá trị (tr.đồng)	Tỉ trọng /DT	Giá trị (tr.đồng)	Tỉ trọng / DT	Giá trị (tr.đồng)	Tỉ trọng / DT	Giá trị (tr.đồng)	Tỉ trọng / DT
Giá vốn hàng bán	519,524	92.69%	1,231,928	95.20%	1,389,617	90.31%	1,117,956	94.15%
CP tài chính	110	0.02%	11,996	0.93%	36,819	2.39%	6,899	0.58%
CP bán hàng	35,036	6.25%	71,741	5.54%	96,247	6.26%	50,603	4.26%
CP quản lý DN	10,379	1.85%	17,499	1.35%	28,924	1.88%	13,440	1.13%
Tổng CP	565,049	100.81%	1,333,163	103.02%	1,551,607	100.84%	1,188,899	100.13%

Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

Tỷ trọng giá vốn hàng bán/doanh thu của PVG cao hơn so với các đơn vị phân phối LPG trong ngành đang niêm yết. Trong năm 2009, tỷ trọng giá vốn/doanh thu của PVG đạt 90,31% trong khi trung bình của ngành LPG trong các công ty đang niêm yết là 89,41%. Mức biên lợi nhuận gộp của PVG đạt 9,69% trong khi biên lợi nhuận gộp trung bình ngành đạt 10,59%. Trong cơ cấu chi phí của PVG tổng chi phí đã vượt tổng doanh thu từ hoạt động kinh doanh. Lợi nhuận của PVG chủ yếu phụ thuộc vào doanh thu hoạt động tài chính của đơn vị.

Thị trường tiêu thụ LPG chính của PVG là tại Hà Nội với tỷ trọng chiếm 50% tổng doanh thu tiêu thụ. Tiếp theo là thị trường Nam Định, Quảng Nam – Đà Nẵng, Hải Phòng và các địa phương còn lại.

Biểu đồ 3: Thị trường tiêu thụ LPG của PVG



Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

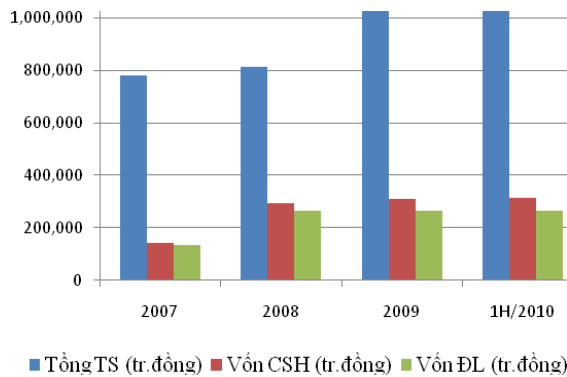
Bảng 3: So sánh kết quả kinh doanh của PVG với một số doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Mã CK	Doanh thu '09 (VND)	LN sau thuế '09 (VND)	EPS trailing (VND)	Biên LN ròng '09
Công ty CP KD khí hoá lỏng miền Nam	PGS	1,978,865,247,689	39,973,530,508	2,823	2.02%
Công ty CP Gas Petrolimex	PGC	1,655,460,234,940	63,800,611,438	2,299	3.85%
Công ty CP tập đoàn dầu khí Anpha	ASP	1,587,264,315,024	38,107,610,573	1,311	2.40%
Công ty CP TM và DV dầu khí Vũng Tàu	VMG	375,036,108,453	1,522,441,962	158	0.41%
Công ty CP MT Gas	MTG	192,114,172,422	9,454,572,777	1,633	4.92%
Công ty CP KD khí hoá lỏng miền Bắc	PVG	1,538,717,263,798	26,606,630,097	1,227	1.73%

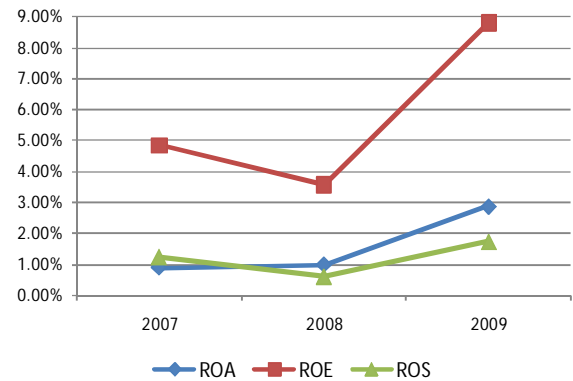
Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

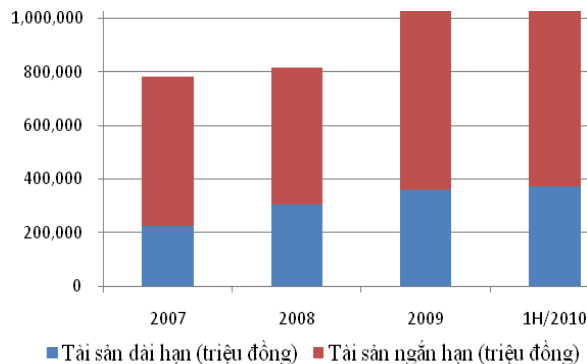
Biểu đồ 4: Đồ thị tình hình tài chính của PVG



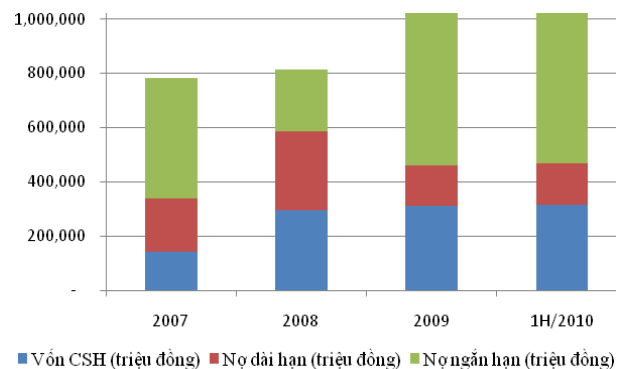
Biểu đồ 5: ROA, ROE, ROS của PVG



Biểu đồ 6: Đồ thị tài sản của PVG



Biểu đồ 7: Đồ thị cơ cấu vốn của PVG



Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

▪ Tài sản:

Tính đến hết Quý 2/2010, tổng tài sản của PVG là 1.152 tỷ đồng. Trong cơ cấu tài sản trong những năm qua của Công ty, tỷ trọng tài sản ngắn hạn luôn đạt 65% - 70%, phù hợp với đặc thù hoạt động thương mại (phân phối khí hóa lỏng), trong đó các khoản phải thu ngắn hạn chiếm tỷ trọng chủ đạo (trên 50% tài sản ngắn

hạn), hàng tồn kho thường chiếm tỷ trọng không cao do khả năng tồn trữ khí của PVG còn hạn chế (đây cũng là tình trạng chung của hầu hết các doanh nghiệp kinh doanh gas nội địa). Tài sản dài hạn thường chiếm 30% - 35% tổng tài sản, trong đó phần lớn là tài sản cố định (bao gồm giá trị của hệ thống công trình kho chứa, trạm nạp LPG, hệ thống máy móc phục vụ đo, chiết nạp LPG, phương tiện vận chuyển LPG) và chi phí trả trước dài hạn (bao gồm các khoản trả trước cho giá trị bình gas đã đưa vào sử dụng và tiền thuê đất).

▪ **Nguồn vốn:**

Nợ phải trả của PVG hiện khoảng 832 tỷ đồng, chiếm 72,2% tổng nguồn vốn, trong đó phần lớn là nợ ngắn hạn (680 tỷ đồng). Xét về cơ cấu các khoản nợ, khoản mục phải trả người bán chiếm tỷ trọng chủ đạo (trên 515 tỷ đồng), điều này cho thấy PVG có quan hệ kinh doanh và tận dụng khá tốt các khoản tín dụng thương mại với các đối tác như Tổng Công ty khí Việt Nam, Nhà máy lọc dầu Dung Quất. Ngoài ra PVG hiện đang có khoản nợ ngắn hạn (nợ dài hạn đến hạn trả) 150 tỷ đồng (khoản vay từ PVN năm 2007, không có tài sản đảm bảo, lãi suất ưu đãi và đáo hạn trong năm 2013). Nhìn chung cơ cấu vốn của PVG hiện nay khá tốt, phù hợp với đặc thù hoạt động đồng thời đảm bảo được an toàn tài chính cho Công ty.

▪ **Khả năng thanh toán:**

Khả năng thanh toán của PVG luôn được đảm bảo khá tốt trong những năm vừa qua. So với các doanh nghiệp thương mại nói chung, các hệ số thanh toán ngắn hạn và đặc biệt là hệ số thanh toán nhanh của Công ty luôn ở mức tương đối cao (do hàng tồn kho luôn chiếm tỷ trọng không cao trong tài sản ngắn hạn).

▪ **Khả năng sinh lời:**

Mặc dù năm 2009, hoạt động kinh doanh của PVG có cải thiện tích cực so với năm 2008, tuy nhiên nhìn chung biên lợi nhuận và khả năng sinh lời của Công ty không cao và chỉ ở mức trung bình so với các doanh nghiệp kinh doanh LPG khác. Tuy nhiên, biên lợi nhuận thấp và khả năng sinh lời không cao hiện nay cũng là tình trạng chung của hầu hết các doanh nghiệp trong ngành hiện nay. Nguyên nhân là do giá mua khí gas đầu vào, chi phí vận chuyển, bảo quản và các chi phí bán hàng cao, trong khi đó giá bán LPG đầu ra buộc phải tuân theo mặt bằng cạnh tranh trên thị trường và đồng thời phải chịu sự quản lý của Cục quản lý giá (Bộ Tài chính), các doanh nghiệp nội địa không thể tùy tiện tăng giá để thu lợi nhuận cao.

Bảng 4: Một số chỉ tiêu tài chính cơ bản của PVG

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010F	2011F
Chỉ tiêu về khả năng thanh toán					
Hệ số thanh toán ngắn hạn	1.25	2.23	1.18	1.22	1.18
Hệ số thanh toán nhanh	1.20	2.08	1.07	1.14	1.10
Chỉ tiêu về Tài sản - Nguồn vốn					
Tài sản ngắn hạn/Tổng tài sản	0.71	0.63	0.66	0.67	0.68
Tài sản dài hạn/Tổng tài sản	0.29	0.37	0.34	0.33	0.32
Hệ số nợ/Tổng tài sản	0.82	0.64	0.70	0.66	0.69
Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	4.45	1.77	2.35	1.92	2.19
Chỉ tiêu về năng lực hoạt động					

Vòng quay tổng tài sản	0.72	1.62	1.66	1.48	1.36
Vòng quay các khoản phải thu	3.20	6.83	5.90	5.52	5.43
Vòng quay các khoản phải trả	0.88	2.24	2.46	2.19	2.02
Vòng quay hàng tồn kho	23.09	43.23	29.02	26.63	26.35
Chỉ tiêu về khả năng sinh lời					
LN sau thuế/DTT (ROS)	1.24%	0.60%	1.73%	4.93%	4.33%
LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE)	4.85%	3.56%	8.80%	22.52%	18.06%
LN sau thuế/Tổng TS (ROA)	0.89%	0.98%	2.87%	7.30%	5.90%
LN từ hoạt động SXKD/DTT	1.71%	0.65%	1.79%	6.13%	5.39%
Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần					
Thu nhập trên mỗi cổ phần (EPS)	515	444	1,000	3,315	2,744
Giá trị sổ sách của cổ phần (B/V)	10,500	11,076	11,590	14,092	15,879

Nguồn: PVG, PSI dự báo

Bảng 5: So sánh các chỉ tiêu tài chính của PVG với một số doanh nghiệp trong ngành

Tên công ty	Mã CK	Tổng TS '09 (tr VND)	Vốn CSH '09 (tr VND)	Vốn DL '09 (tr VND)	ROA	ROE	EPS trailing (VND)	B/V '09 (VND)
Công ty CP KD khí hoá lỏng miền Nam	PGS	1,231,678	192,244	150,000	3.25%	20.79%	2,823	12,816
Công ty CP Gas Petrolimex	PGC	1,004,076	545,030	264,998	6.35%	11.71%	2,299	20,567
Công ty CP tập đoàn dầu khí Anpha	ASP	985,661	268,475	228,300	3.87%	14.19%	1,311	11,760
Công ty CP TM và DV dầu khí Vũng Tàu	VMG	234,348	136,127	96,000	0.65%	1.12%	158	14,180
Công ty CP MT Gas	MTG	209,133	147,474	80,000	4.52%	6.41%	1,633	18,434
Công ty CP KD khí hoá lỏng miền Bắc	PVG	1,039,779	308,493	266,170	2.56%	8.62%	1,227	11,590

Nguồn: PVG, PSI tổng hợp

TỔNG QUAN NGÀNH KHÍ HÓA LỎNG (LPG) TẠI VIỆT NAM

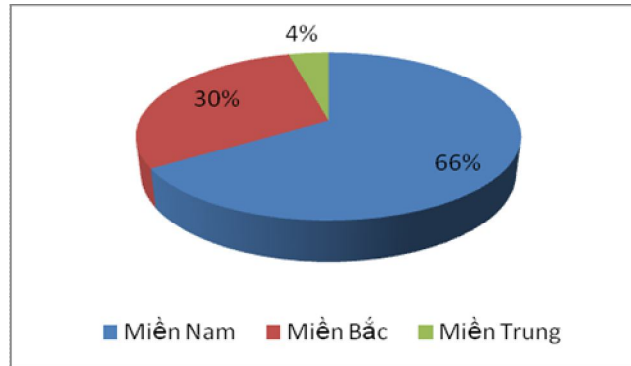
LPG (Liquefied Petroleum Gas): Là hỗn hợp hydrocarbon nhẹ, ở thể khí. LPG tồn tại trong thiên nhiên ở các giếng dầu hoặc giếng gas và cũng có thể sản xuất ở các nhà máy lọc dầu. LPG được dùng làm chất đốt trong dân dụng và công nghiệp. Ngoài ra, LPG còn được sử dụng làm nhiên liệu cho động cơ trong giao thông vận tải và một phần nguyên liệu cho các nhà máy hóa dầu.

Thị trường tiêu thụ sản phẩm khí gas hoá lỏng (LPG) tại Việt Nam hiện nay bao gồm các đối tượng chính là các cơ sở công nghiệp và trong giao thông vận tải (chiếm khoảng 35%), cơ sở thương mại, dịch vụ và hộ tiêu thụ dân dụng (chiếm khoảng 65%). Xét về nhu cầu tiêu thụ của từng vùng thị trường thì miền Nam là thị trường lớn nhất và có nhu cầu tiêu thụ cao nhất, chiếm khoảng 66% nhu cầu của cả nước, kể đến là miền Bắc (tính cho đến Đà Nẵng) và miền Trung tương ứng chiếm khoảng 30% và 4%.

Biểu đồ 8: Thị phần tiêu thụ LPG tại Việt Nam

Cung:

trường hiện
yếu đến từ
Khí Việt

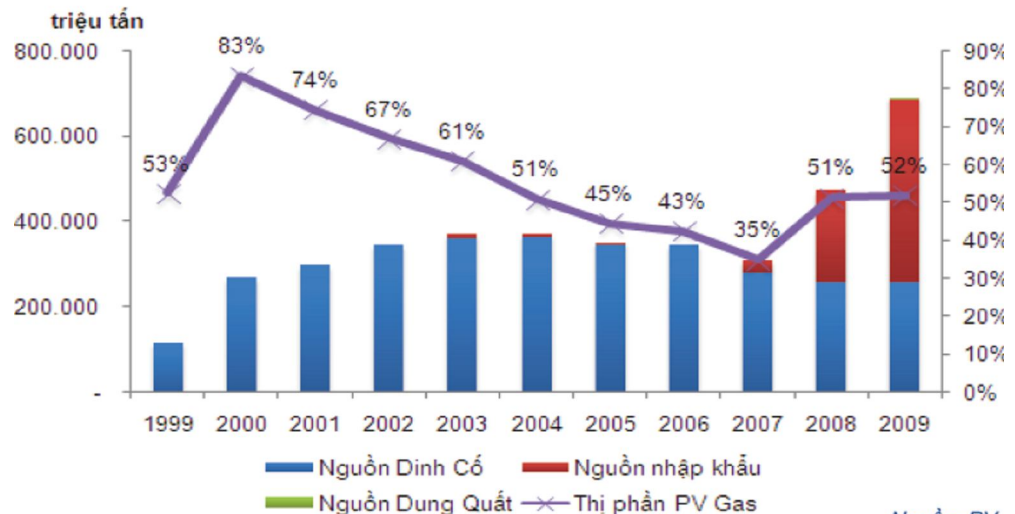


Nguồn: PVGas
Trên thị
nay LPG chủ
Tổng công ty
Nam

(PVGas) đơn vị chiếm vốn chi phối tại PVGas City hiện nay với nguồn cung sản xuất đến từ nhà máy GPP Dinh Cố với nguồn đầu vào từ mỏ Bạch Hổ với sản lượng khoảng hơn 350.000 tấn/năm (đáp ứng khoảng 35% nhu cầu thị trường). Năm 2009, nguồn cung trong nước có thêm từ nhà máy lọc dầu Dung Quất với sản lượng 130.000 tấn, và sau đó sản lượng khí vận hành ổn định vào khoảng 340.000 tấn/năm sẽ làm gia tăng sản lượng LPG sản xuất trong nước, phần còn lại được nhập khẩu thông qua các đầu mối nhập khẩu LPG tại Việt Nam. Sản lượng LPG của PVGas cung cấp chiếm khoảng 52% nguồn cung LPG tại Việt Nam hiện nay.

Biểu đồ 9: Cung LPG của PVGas

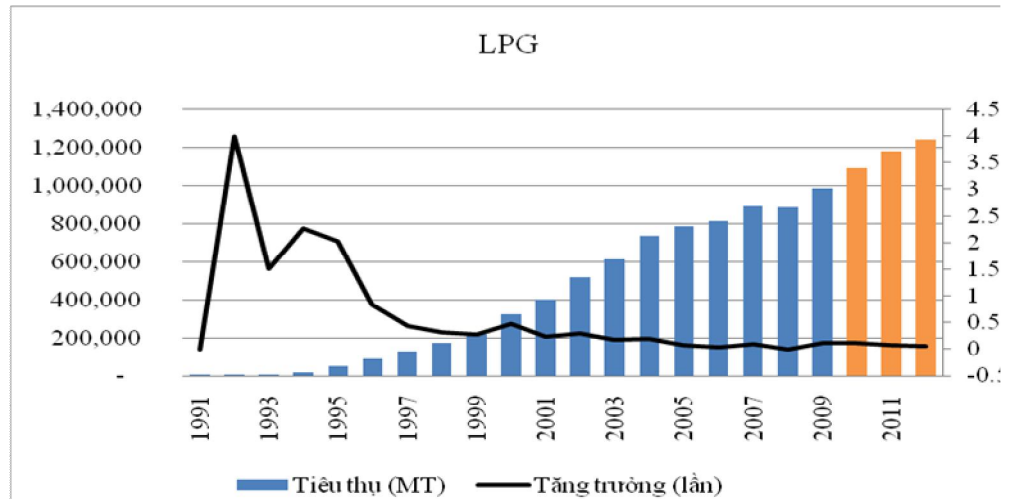
Sản lượng LPG sản xuất và nhập khẩu của PV Gas cho thị trường hộ công nghiệp.



Nguồn: PV

Cầu: Cầu dự kiến năm 2010 cả nước khoảng 1,1 triệu MT/năm. Thị trường Miền Nam lớn nhất với 66% thị phần, Miền Bắc chiếm 40% và Miền Trung khoảng 4%. Với tốc độ tăng trưởng tiêu thụ trong giai đoạn 1999 – 2009 đạt trung bình 17%/năm và tốc độ tăng giảm dần về mức 11% cho giai đoạn 2010-2012, từ 2013 tăng trưởng ổn định vào khoảng 5%/năm.

Biểu đồ 10: Tiêu thụ LPG tại Việt Nam



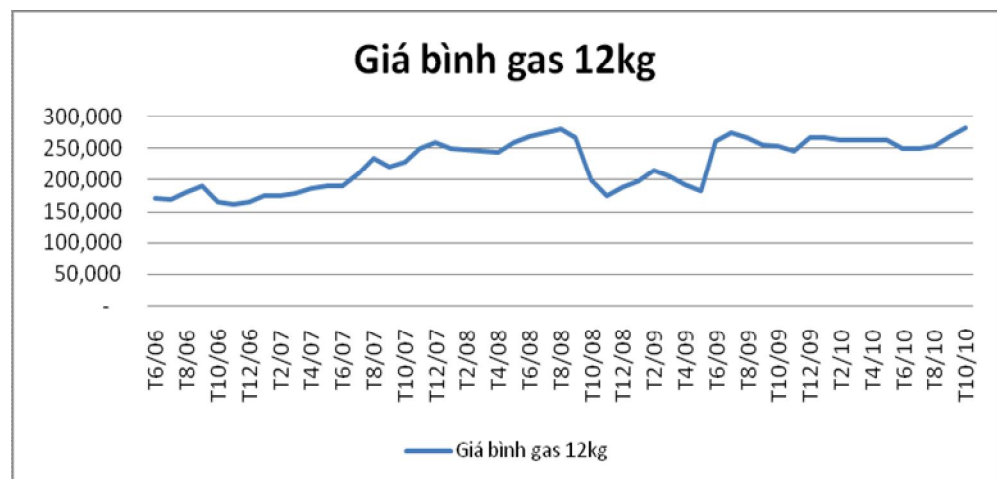
Nguồn: PVGas, PSI tổng hợp

Tại thị trường phía Nam thị phần lớn nhất hiện nay thuộc về Công ty Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam (PGS) với thị phần khoảng 20%, tiếp theo là các đơn vị như SP, Petrolimex gas.... Trong đó chủ yếu các đơn vị này tiêu thụ nhờ vào sản lượng khí cung cấp cho các hộ tiêu dùng công nghiệp chiếm khoảng 70% sản lượng tiêu thụ. Còn lại là tiêu thụ cho các hộ tiêu dùng cá nhân và cho các phương tiện giao thông.

Trong thời gian từ 2006-2010 giá bình LPG trên thị trường đã liên tục biến động, cá biệt năm 2007 giá khí cuối năm tăng gần gấp đôi so với đầu năm. Và tiếp tục biến động mạnh vào năm 2008-2009 khi nền kinh tế khủng hoảng và giá dầu, giá khí biến động mạnh. Từ cuối năm 2009 tới nay giá LPG đã tăng trở lại và hiện nay đang ổn định ở mức giá 282.000 đồng/ bình 12kg.

Biểu đồ 11: Biến động giá bình gas 12kg tại Việt Nam

Nguồn: PSI tổng hợp



Rủi ro, thách thức với các doanh nghiệp trong ngành

Kho tồn trữ LPG đầu mối nhỏ, số lượng và sức chứa hạn chế: Hiện nay đa số các kho chứa LPG của các doanh nghiệp đều là kho định áp có công suất nhỏ, giới

hạn trong khoảng 1.000 - 4.000 tấn, kho LPG của Tổng công ty khí Việt Nam hiện có sức chứa lớn nhất nước nhưng cũng chứa được tối đa 7.000 tấn, rất nhỏ so với các nước phát triển hơn trong khu vực. Do không có đủ kho dự trữ với sức chứa lớn nên các doanh nghiệp kinh doanh LPG thường không thể ký hợp đồng nhập khẩu dài hạn với số lượng lớn, hoặc ký hợp đồng nhưng không thể cùng lúc chuyển về với khối lượng lớn. Vì vậy các doanh nghiệp thường không chủ động được nguồn cung và luôn bị động trong việc bình ổn thị trường. Đây là lý do chủ yếu khiến thị trường gas trong nước thường có nhiều biến động về giá so với thế giới. Ngoài ra, do lượng dự trữ tồn kho thấp, các doanh nghiệp phải tăng vòng quay lượng hàng nhập vào - bán ra, kéo theo chi phí vận chuyển, lưu kho tăng đồng thời buộc phải mua theo từng chuyến nhỏ với giá cao và không ổn định.

Đội tàu vận chuyển LPG của các công ty trong nước phần lớn đã cũ và có tải trọng nhỏ: Cho đến thời điểm hiện nay, hơn 50% lượng LPG tiêu thụ ở Việt Nam được nhập khẩu chủ yếu từ Trung Quốc, Hàn Quốc, Thái Lan, Malaysia, Singapore và Indonesia bằng các tàu áp lực cũ, tải trọng nhỏ với cước phí vận tải cao. Để có thể nhập khẩu trực tiếp LPG từ các nước Trung Đông bằng tàu lạnh với cước phí vận tải thấp cần có kho đầu mối dung lượng lớn, trong khi đây là điểm hạn chế của các doanh nghiệp phân phối LPG nội địa.

Hệ thống phân phối còn manh mún, khó kiểm soát: Hiện nay mỗi cửa hàng, đại lý gas có thể bán cho rất nhiều nhà phân phối gas nên hệ thống phân phối trên thị trường gas lúc này có thể hiểu vừa là của chung các doanh nghiệp kinh doanh gas, vừa không thuộc về một doanh nghiệp nào cả. Điều đó khiến cho hệ thống phân phối gas hoạt động lộn xộn, giá gas bán lẻ khó kiểm soát, thường xuyên biến động. Đây còn là một nguyên nhân dẫn đến việc không kiểm soát được tình trạng sang chiết gas lậu, chiếm dụng bình gas và gas giả nhãn hiệu của các công ty kinh doanh gas lớn.

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ CỦA DOANH NGHIỆP

1. Tổng kho khí hoá lỏng Bắc Trung Bộ (giai đoạn 1)

- Tổng mức đầu tư: 126,3 tỷ đồng
- Địa điểm: Vũng Áng, tỉnh Hà Tĩnh
- Qui mô sức chứa: 1.785 tấn
- Tiến độ thực hiện dự án: PVG đã hoàn tất công tác san lấp mặt bằng, thiết kế bản vẽ thi công và dự toán. Tháng 12/2009 PVG đã ký kết hợp đồng xây lắp của hải gói thầu chính là chế tạo lắp dựng bồn cầu 1.500 tấn, bồn trụ 285 tấn và gói thầu xây lắp toàn bộ công trình. Dự kiến đến Quý 1 năm 2011 công trình sẽ hoàn thành và được đưa vào sử dụng.

2. Tổng kho sản phẩm dầu khí Đà Nẵng

- Tổng mức đầu tư: 218,7 tỷ đồng
- Địa điểm: quận Sơn Trà, Tp. Đà Nẵng
- Qui mô sức chứa: 1.500 tấn
- Tiến độ thực hiện dự án: Tính đến tháng 6/2010, PVG đã hoàn tất công tác thiết kế bản vẽ thi công và dự toán, đang thực hiện các thủ tục chuẩn bị đầu tư để hoàn tất công tác san lấp mặt bằng trong năm 2010. Dự kiến đến Quý 4 năm

2011 công trình sẽ hoàn thành và được đưa vào sử dụng.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Giả định doanh thu, giá vốn, lợi nhuận

Dựa trên các thông tin về hoạt động kinh doanh của PVG hiện tại, kế hoạch và chiến lược hoạt động sản xuất kinh doanh trong tương lai, các dự báo về triển vọng phát triển của nền kinh tế Việt Nam, ngành kinh doanh phân phối khí gas hoá lỏng, chúng tôi đưa ra các giả định đối với hoạt động kinh doanh của PVG một cách tương đối thận trọng như sau:

- Công ty đang ở giai đoạn tăng trưởng mạnh, thị phần cung cấp khí gas bắt đầu tăng mạnh từ năm 2010 nên sẽ duy trì được tốc độ tăng trưởng doanh thu cao trong khoảng 5 năm tới, sau đó tốc độ tăng trưởng sẽ giảm dần trong 5 năm tiếp theo và sẽ ổn định kể từ năm 2020 trở đi. Cụ thể, tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2010 – 2014 vào khoảng 16%, giai đoạn 2015 - 2019 bình quân khoảng 7%, và tăng trưởng đều 5% kể từ năm 2020 trở đi.
- Doanh thu hoạt động tài chính được tính toán dựa vào lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng hàng năm trên bảng cân đối kế toán dự kiến.
- Giá vốn hàng bán chiếm tỉ lệ bình quân khoảng 91% tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2010.
- CP lãi vay dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán. Lãi vay ngắn hạn bình quân khoảng 13%/năm, trung dài hạn bình quân khoảng 15%/năm kể từ năm 2010.
- CP quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm khoảng 1,85%/tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2010.
- CP bán hàng trung bình chiếm khoảng 6%/tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2010.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn điều lệ sẽ tăng từ 266.17 tỷ đồng năm 2009 lên 350 tỷ đồng vào năm 2010 và khoảng 700 tỷ đồng vào năm 2020.

Tỷ lệ trả cổ tức dự kiến năm 2010 và 2011 là 8,4%, năm 2012 và 2013 là 9%, năm 2014 đến 2017 là 10% và kể từ năm 2018 trở đi Công ty sẽ trả cổ tức đều đặn với tỉ lệ là 11%.

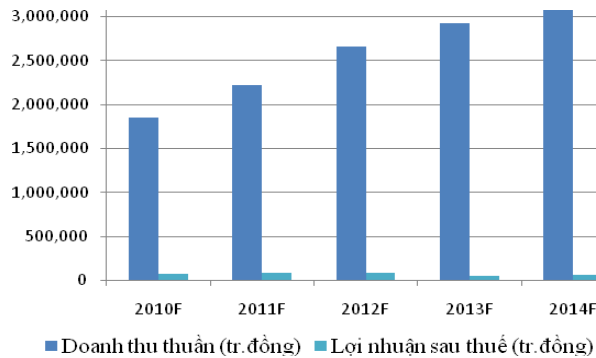
Bảng 6: Các chỉ tiêu tài chính giai đoạn 2010 – 2015

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010F	2011F
Tổng TS (tr.đồng)	780,670	815,142	1,039,779	1,453,862	1,801,133
Vốn CSH (tr.đồng)	143,247	294,807	310,077	498,443	564,832
Vốn ĐL (tr.đồng)	135,000	266,170	266,170	350,000	350,000
Doanh thu thuần (tr.đồng)	560,523	1,294,031	1,538,717	1,847,763	2,217,316
Giá vốn hàng bán (tr.đồng)	519,524	1,231,928	1,389,617	1,690,701	2,028,841
Lợi nhuận gộp (tr.đồng)	41,000	62,104	149,100	157,063	188,475

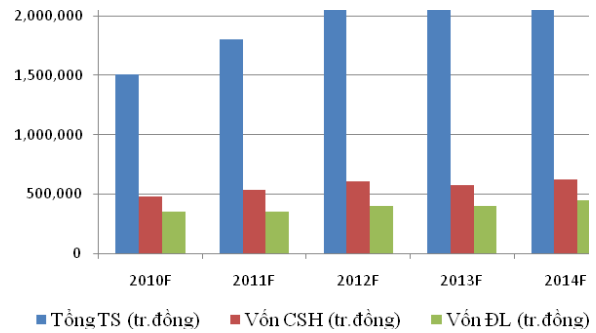
Lợi nhuận sau thuế (tr.đồng)	6,954	7,805	26,607	91,023	96,033
EPS (đồng)	515	444	1,000	3,315	2,744
Tỉ lệ cổ tức/Mệnh giá CP	-	3.0%	8.0%	8.4%	8.4%

Nguồn: PVG, PSI dự báo

Biểu đồ 12: Dự báo doanh thu, lợi nhuận của PVG



Biểu đồ 13: Dự báo tài sản, vốn của PVG



Nguồn: PVG, PSI dự báo

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Tổng hợp kết quả định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho PVG. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành kinh doanh phân phối khí gas hoá lỏng trên cơ sở các công ty niêm yết có tính chất hoạt động và quy mô tương tự tại Việt Nam. Mức giá chúng tôi định giá vào khoảng 20.800 VNĐ/cổ phần.

Phương pháp định giá	Giá
FCFE	24.302
FCFF	16.204
P/E	23.207
P/B	19.729

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

(ĐVT: triệu đồng)

	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,294,065	1,540,365	1,848,439	2,218,126	2,661,752
Các khoản giảm trừ doanh thu	34	1,648	675	810	973
Doanh thu thuần về bán hàng và cung cấp dịch vụ	1,294,031	1,538,717	1,847,763	2,217,315	2,660,779
Giá vốn hàng bán	1,231,927	1,389,616	1,690,700	2,028,840	2,434,608
Lợi nhuận gộp về bán hàng và cung cấp dịch vụ	62,103	149,100	157,062	188,475	226,170
Doanh thu hoạt động tài chính	47,515	40,412	119,294	130,159	78,229
Chi phí tài chính	11,995	36,818	20,560	24,672	29,606
Chi phí bán hàng	71,740	96,246	111,169	133,403	160,084
Chi phí quản lý doanh nghiệp	17,499	28,924	31,310	41,073	49,287
Lợi nhuận (lỗ) thuần từ hoạt động kinh doanh	8,383	27,522	113,316	119,485	65,420
Thu nhập khác	2,810	770	1,654	1,985	2,382
Chi phí khác	2,305	21	1,191	1,430	37
Lợi nhuận (lỗ) khác	505	748	462	555	2,344
Tổng lợi nhuận (lỗ) kế toán trước thuế	8,889	28,271	113,779	120,041	67,765
Chi phí thuế TNDN hiện hành	1,084	1,664	22,755	24,008	13,553
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	-	-	-	-	-
Lãi (lỗ thuần) trong công ty liên doanh/liên kết	-	-	-	-	-
Lợi nhuận (lỗ) sau thuế TNDN	7,805	26,606	91,023	96,032	54,212
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông của Công ty Mẹ	7,805	26,606	91,023	96,032	54,212
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	444	1,000	3,315	2,744	1,446

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.



PSI CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

BAN PHÂN TÍCH

Giám Đốc ban

Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn

Bùi Đức Hoàn

Nghiên cứu thị trường, vĩ mô

Phân tích ngành, công ty

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Ninh Quang Hải
hainq@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhtht@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanna1@psi.vn