

BẢN TIN CẬP NHẬT NHANH

Ngày 16 tháng 9 năm 2016

CẬP NHẬT KQKD

PVG đã công bố báo cáo tài chính 1H.2016 soát xét với doanh thu và LNST không khả quan. Cụ thể, doanh thu nửa đầu năm 2016 của PVG đạt 1.194,6 tỷ đồng (-8% yoy, hoàn thành 40,4% kế hoạch). Trong đó, doanh thu bán gas công nghiệp vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của PVG, đạt 1.009,6 tỷ đồng (-18,8% yoy, đóng góp 84,5% trong tổng doanh thu). Trong khi đó, doanh thu bán gas lẻ cho các hộ gia đình chỉ đóng góp 5,9% vào tổng doanh thu của PVG, đạt 59,7 tỷ đồng. Mảng CNG dù chỉ mới đi vào kinh doanh từ tháng 8/2015 nhưng cũng đã mang lại nguồn doanh thu khá cho PVG, với 93,8 tỷ đồng doanh thu, chiếm 7,8% trong cơ cấu doanh thu của PVG. Các hoạt động kinh doanh khác như ký quỹ vỏ bình gas, doanh thu từ cung cấp dịch vụ chỉ chiếm tỷ trọng nhỏ, khoảng 2,6% trong tổng doanh thu của công ty.

Hoạt động sản xuất và kinh doanh LPG: Đây là hoạt động kinh doanh chính của công ty, chiếm trung bình trên 90% doanh thu của PVG. Sản phẩm chính của công ty là bình gas 45 kg phân phối cho các hộ công nghiệp và bình gas 12 kg phân phối cho các hộ gia đình. Trong 6 tháng đầu năm 2016, sản lượng kinh doanh LPG của công ty là 103.000 tấn, mang về 1.069,3 tỷ đồng (-14% yoy) với 84,5% doanh thu đến từ hoạt động phân phối gas công nghiệp, tương ứng với mức sản lượng 73.700 tấn và 15,5% đến từ hoạt động bán lẻ với sản lượng 29.700 tấn. Trong đó, mảng công nghiệp gần như không tăng trưởng so với cùng kỳ, nhưng mảng bán lẻ có tốc độ tăng trưởng tốt hơn, khoảng 5-6% vì chính sách của công ty hiện nay sẽ đánh mạnh vào mảng bán lẻ và được hưởng một phần sự hỗ trợ của tập đoàn trong chiến lược quảng bá sản phẩm và các nguồn cung trong nước được ưu đãi với mức cạnh tranh và đáp ứng nhu cầu kịp thời. Thị phần mảng gas của PVG hiện nay khoảng 30%, trong đó bán lẻ chiếm thị phần khoảng 16%. Công ty đặt kế hoạch đến 2020, tăng thị phần bán lẻ lên đến 30%.

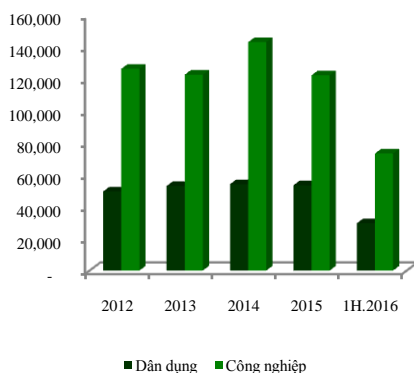
Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Trang

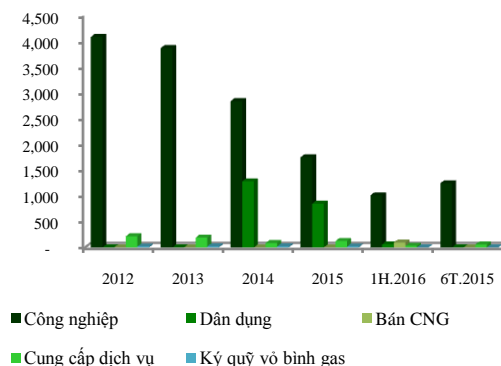
tttrang_hcm@vcbs.com.vn

+84-8 38 200 751 (Ext: 641)

Sản lượng LPG (tấn)



Cơ cấu doanh thu của PVG



Nguồn: PVG, VCBS

Về hệ thống kênh phân phối: trước đây, PVG bán hàng thông qua các tổng đại lý. Tuy nhiên, công ty chia sẻ việc phân phối hàng thông qua tổng đại lý có nhiều nhược điểm như việc bán qua tổng đại lý chỉ được bán cho 3 công ty, mà mỗi công ty lại có rất nhiều thương hiệu nên sẽ dẫn đến

tình trạng cạnh tranh giá giữa các tổng đại lý. Tuy kênh bán hàng qua tổng đại lý có thể tăng sản lượng rất nhanh nhưng công ty không kiểm soát được tình hình bán hàng của các tổng đại lý. Do đó từ năm 2013, công ty đã chuyển hướng bán cho các đại lý cấp 2 cũng như xây dựng kênh phân phối của riêng mình đến các tỉnh thành trọng điểm như Hà Nội, Nam Định, Đà Nẵng, nên sẽ không bị sức ép chiết khấu giảm giá của tổng đại lý. Đối tượng khách hàng chính của PVG trong mảng phân phối gas công nghiệp là các công ty chuyên về sản xuất gốm, sứ, thủy tinh, gạch men, chế biến thực phẩm, nông sản, thủy sản, các nhà máy sản xuất đồ điện tử như Samsung Thái Nguyên, Bắc Ninh, nhà máy LG Hải Phòng và mới đây, công ty mới ký hợp đồng với Lotte, khách hàng nhôm ở Quảng Ninh và một đối tác khác.

Nguồn hàng LPG phụ thuộc vào GAS và thị trường nhập khẩu. Đầu vào LPG của công ty được mua từ hai nguồn chính, từ thị trường nội địa chủ yếu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất với sản lượng bao tiêu là khoảng 50.000/tháng và nhà máy Dinh Cố. Tuy nhiên, nguồn khí nội địa cũng chỉ đáp ứng được khoảng 38% nhu cầu kinh doanh của công ty, còn lại là nhập khẩu chủ yếu từ thị trường Nhật. Bên cạnh đó, nguồn hàng từ Dung Quất có chất lượng thấp hơn do có hàm lượng olefin cao hơn so với nguồn hàng từ Dinh Cố hay nguồn hàng nhập khẩu. Hiện tại GAS là đơn vị đầu mỗi bao tiêu LPG cho 2 nhà máy Dung Quất và Dinh Cố, tuy nhiên GAS sẽ tính toán làm sao để giá bán khí cho PVG tính theo giá khí từ miệng giếng cộng với các chi phí giải nén, phân phối không thấp hơn giá PVG bán cho khách hàng. Do đó, khi đưa ra thị trường, tất cả các mặt hàng đều chỉ theo một thương hiệu của Petrovietnam Gas. Chúng tôi cho rằng nguồn khí đầu vào từ tổng công ty và nhập khẩu có thể giúp PVG chủ động hơn trong hoạt động sản xuất, tuy nhiên cũng chịu rủi ro bị khống chế giá khí đầu vào.

Hệ thống kho chứa quy mô lớn hỗ trợ hoạt động kinh doanh của PVG. Công ty có một hệ thống kho chứa trải dài từ Bắc đến Trung với tổng công suất lên đến gần 15.000 tấn, gồm tổng kho LPG Hải Phòng với công suất 1.108 tấn, tổng kho LPG miền Bắc với tổng công suất 7.500 tấn và là tổng kho lớn nhất miền Bắc. Tổng kho LPG Bắc Trung Bộ với tổng công suất 3.285 tấn. Cuối cùng là tổng kho sản phẩm dầu khí Đà Nẵng với sức chứa 3.000 tấn, đã hoàn thành và đi vào sử dụng giai đoạn 1 công suất 1.500 tấn.

Biên lợi nhuận luôn duy trì ở mức thấp do giá khí đầu vào và chi phí vận chuyển cao. Các năm qua, biên LNG của PVG khá thấp do chi phí giá vốn luôn chiếm tỷ trọng lớn trên doanh thu. Lý giải điều này, chúng tôi cho rằng do đặc thù của các doanh nghiệp kinh doanh khí là giá khí đầu vào và chi phí vận chuyển khá cao, trong khi đó, đầu ra lại gặp phải sự cạnh tranh gay gắt. Tuy nhiên chúng tôi nhận thấy, trong các năm qua, tỷ suất LNG của PVG cũng đã có sự cải thiện, đặc biệt là từ năm 2015, duy chỉ có riêng Q2.2016, tỷ suất LNG lại giảm mạnh do chi phí tăng cao. Do đó, biên LNG của công ty chỉ đạt 12,4%, giảm so với mức 14,8% của cùng kỳ năm ngoái, và biên LNR vẫn duy trì mức khá thấp 0,82%. Bên cạnh đó, riêng trong Q2.2016, chi phí lãi vay đã không còn vốn hóa vào TSCĐ như các quý trước nên khi tỷ suất LNG giảm xuống, nợ vay không đổi dẫn đến chi phí lãi vay tăng lên do đó chi phí lãi vay/doanh thu tăng lên, cùng với sự gia tăng trong chi phí bán hàng dẫn đến biên LNR sụt giảm. Tỷ trọng giá vốn hàng bán/doanh thu của PVG cao hơn so với các đơn vị phân phối khí LPG trong ngành như PGS, GAS. Các năm gần đây, tỷ lệ này duy trì trung bình ở mức 93-94% và giảm nhẹ xuống còn 87,7% trong nửa đầu năm 2016. Công ty chia sẻ, thời gian trước, biên LNG mảng bán lẻ cao hơn so với mảng công nghiệp, tuy nhiên trong các năm trở lại đây, biên LNG của mảng bán lẻ lại thấp hơn do tình hình cạnh tranh trên thị trường. LNG của mảng bán gas chỉ dao động quanh mức 100-130 USD/tấn, thấp hơn so với mức trung bình 150 USD/tấn.

Một điều chú ý trong KQKD 6T.2016 là: Trong 5 tháng đầu năm, công ty vẫn giữ nguyên mô hình công ty đơn vị thành viên, tuy nhiên đến tháng thứ 6, PVG đã sáp nhập hết các công ty con vào công ty mẹ. Cho nên, KQKD trong 5 tháng đầu năm vẫn được cộng ngang như bình thường, nghĩa là các công ty con hạch toán độc lập, sau đó chuyển lợi nhuận về công ty mẹ thành báo cáo hợp nhất, duy chỉ có tháng thứ 6, KQKD được cộng gộp hết vào báo cáo của công ty mẹ, tức là sẽ không tồn tại báo cáo hợp nhất nữa. Do đó, trên báo cáo tài chính 6 tháng của PVG chỉ bao gồm doanh thu đầu tư tài chính của các công ty con trong 5 tháng nên sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và cả chi phí.

Hoạt động kinh doanh CNG. Cuối năm 2013, PVG đã ký hợp đồng hợp tác kinh doanh phân phối khí CNG Thái Bình với PVD tại dự án Khí mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình lô 102&106 với tổng mức đầu tư 400 tỷ đồng, mỗi bên đóng góp 50%. Tổng trữ lượng của hai mỏ khí này khoảng 4.342 tỷ Sm³, sản lượng khai thác ổn định khoảng 200 triệu Sm³/năm và cung cấp khí liên tục trong vòng 20 năm. Dự án đã đi vào hoạt động và đón dòng khí đầu tiên từ tháng 8/2015. Khí được đưa từ mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình về đất liền và phân phối theo hai hệ thống:

- Phân phối khí thấp áp khoảng 50-70 triệu Sm³/ năm (mét khối khí tiêu chuẩn) cho khu công nghiệp Tiền Hải.
- Chế biến và phân phối CNG khoảng 150 triệu Sm³/năm cho các khách hàng công nghiệp trong bán kính 150 km quanh huyện Tiền Hải – Thái Bình.

Trong 6 tháng đầu năm 2016, doanh thu của mảng CNG đạt 93,9 tỷ đồng, đóng góp 7,8% vào tổng doanh thu của PVG. Tổng sản lượng của mỏ là khoảng 200 triệu Sm³, trong đó 50 triệu Sm³ là khí thấp áp, 150 triệu Sm³ là CNG. Hiện tại các đơn vị đã bán gần hết sản lượng này. Công ty chia sẻ, với tình hình giá dầu thấp như hiện nay, hoạt động kinh doanh CNG chưa mang lại lợi nhuận, nếu giá dầu tăng lên khoảng 55-60 USD/thùng thì công ty sẽ hòa vốn. Sản lượng kỳ vọng trong mảng CNG cho năm 2016 là hơn 30 triệu Sm³ và năm 2017 khoảng 70 triệu Sm³. Trong đó, tổng sản lượng đã ký với các khách hàng đã vượt kế hoạch 50%. Tình hình giá dầu thấp như hiện nay tác động khá lớn đến hoạt động kinh doanh mảng CNG. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mảng kinh doanh này chính là động lực tăng trưởng trong dài hạn của PVG vì CNG là một loại khí sạch, thân thiện với môi trường, giúp nâng cao hiệu suất, kéo dài chu kỳ bảo dưỡng và tuổi thọ máy móc thiết bị. Bên cạnh đó, CNG còn có nhiều ưu điểm khác như giá thành rẻ hơn so với các loại nhiên liệu khác từ 10-30%, chi phí vận chuyển thấp hơn so với LPG. Tuy nhiên trong thời điểm hiện tại, mảng CNG chưa thể mang lại lợi nhuận cho PVG và chúng tôi kỳ vọng khi giá dầu hồi phục lên mức 60 USD/thùng, PVG sẽ có thể ghi nhận lợi nhuận từ hoạt động này.

Công ty ghi nhận lỗ thuần hoạt động tài chính trong khi tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng mạnh. Trong nửa đầu năm 2016, hoạt động tài chính mang về cho PVG 5,2 tỷ đồng doanh thu, giảm mạnh so với mức 12,4 tỷ đồng của cùng kỳ năm 2015. Nguyên nhân là vì lợi nhuận từ hoạt động đầu tư giảm 62% so với cùng kỳ, chỉ đạt 3,8 tỷ đồng. Trong khi đó, chi phí tài chính cũng giảm nhưng với tỷ lệ thấp hơn (-31,7% yoy) nên công ty ghi nhận lỗ thuần từ hoạt động tài chính. Tỷ lệ chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp/doanh thu tăng đột biến từ 3,6% lên 9,2% do sự tăng mạnh của chi phí bán hàng. Nguyên nhân làm tăng chi phí bán hàng cũng như chi phí quản lý doanh nghiệp là do công ty đang đẩy mạnh công tác phát triển thị trường mảng kinh doanh mới khí CNG, đồng thời tăng cường hoạt động quảng bá cho các sản phẩm gas.

Do sự gia tăng trong chi phí bán hàng và sụt giảm doanh thu từ hoạt động tài chính, LNST của PVG trong 6T.2016 giảm 27,7% so với cùng kỳ 2015, chỉ đạt 10,7 tỷ đồng. Biên LNR cũng chỉ duy trì ở mức rất thấp, đạt 0,89% do chi phí gia tăng như đã phân tích ở trên. LNST trong 6 tháng đầu năm giảm sút do một số các lý do chính sau (1) giá dầu chưa thật sự khởi sắc dẫn đến việc dư nguồn cung, làm cho việc thay đổi giá liên tục nên thị trường gas phải mất một thời gian dài để ổn định lại mặt bằng giá, (2) hoạt động bán lẻ chịu áp lực cạnh tranh cao, một số thành viên trong hiệp hội bán lẻ không đạt được thỏa thuận dẫn đến việc giảm giá để cạnh tranh với thị trường và (3) hoạt động kinh doanh CNG chưa mang lại lợi nhuận nhưng lại khiến chi phí tăng cao do các hoạt động phát triển thị trường mảng này thời gian đầu.

Tuy nhiên công ty cũng chia sẻ các thành viên trong hiệp hội cũng đang nỗ lực đàm phán nhằm thống nhất được một mức giá nhất định để tình hình hoạt động trong Q3 và Q4 ổn định hơn. Hiện tại, hoạt động trong thị trường gas chịu chi phối chính về giá do người dân vẫn chưa có những nhận thức đúng đắn về chất lượng sản phẩm. Công ty đang xây dựng chiến lược dài hạn đến 2020-2025 nhằm ổn định thị trường gas và nâng nhận thức của người dân về chất lượng sản phẩm gas. Như vậy, trong 6 tháng đầu năm 2016, công ty đã hoàn thành 40,5% kế hoạch doanh thu và 87,4% kế hoạch LNST.

TRIỂN VỌNG 2016

Tiềm năng tăng trưởng của thị trường LPG: thị trường LPG Việt Nam có tốc độ phát triển khá nhanh với nhu cầu LPG tăng nhanh chóng từ 400.000 tấn năm 2000 lên 1.368.000 tấn năm 2015 với tốc độ tăng trưởng bình quân khoảng 10%/năm. Thị trường LPG được chia làm 3 vùng chính là miền Bắc, miền Trung và miền Nam. Thời gian trước, miền Nam được xem là thị trường có nhu cầu tiêu thụ cao nhất, chiếm khoảng 60%, kế đến là miền Bắc với 30% và miền Trung khoảng 10%. Tuy nhiên trong những năm trở lại đây, tốc độ tăng trưởng của thị trường miền Bắc luôn duy trì mức cao nhất (khoảng 25%) và thị phần gần như ngang bằng với miền Nam.

Tiềm năng tăng trưởng của thị trường CNG:

- **Nhu cầu sử dụng lớn:** khu vực Tiền Hải-Thái Bình là nơi tập trung các khu công nghiệp trọng điểm tại các tỉnh Hà Nội, Bắc Ninh, Thái Nguyên, Hưng Yên, Hải Phòng... Đây là các tỉnh luôn thu hút dòng vốn đầu tư nước ngoài lớn, lượng vốn FDI liên tục tăng. Bên cạnh đó, hoạt động sản xuất kinh doanh bền vững, bảo vệ môi trường sống và bầu khí quyển đang là xu hướng toàn cầu và với ưu thế là nguồn nhiên liệu sạch với ít chất thải ô nhiễm môi trường và nhiệt lượng cao, CNG ngày càng được sử dụng rộng rãi như là nhiên liệu thay thế cho các loại nhiên liệu truyền thống xăng dầu, than đá.
- **PVG là đơn vị cung cấp CNG duy nhất trên thị trường miền Bắc:** hiện tại trên thị trường miền Bắc, PVG là đơn vị duy nhất cung cấp CNG, do đó không chịu áp lực cạnh tranh lớn.

Rủi ro: (1) Giá khí đầu vào do GAS khống chế, PVG không chủ động được nguồn khí đầu vào và (2) mảng CNG của PVG hiện chưa mang lại lợi nhuận nhưng lại khiến chi phí tăng cao, dù tiềm năng tăng trưởng lớn, nhưng điều này sẽ khiến LN chung của PVG giảm xuống.

ĐÁNH GIÁ SƠ BỘ

Chúng tôi nhận thấy PVG là một doanh nghiệp có hoạt động kinh doanh ổn định, tuy nhiên, tình hình giá dầu thế giới giảm trong thời gian qua đã ảnh hưởng đáng kể đến kết quả kinh doanh của PVG. Chúng tôi so sánh PVG với các công ty cùng ngành có hoạt động kinh doanh tương tự. Trong đó, tình hình kinh doanh của PVG có vẻ kém khả quan hơn so với các đối thủ cùng ngành, mặc dù tình hình giá dầu giảm tác động chung đến toàn ngành. Cho năm 2016, PVG đặt kế hoạch doanh thu đạt 2.952 tỷ đồng (+7,6% thực hiện 2015) và LNST đạt 12,24 tỷ đồng (-50% thực hiện 2015). Với kết quả kinh doanh trong nửa đầu năm như hiện nay (doanh thu hoàn thành 40,4% kế hoạch và LNST hoàn thành 87,4% kế hoạch năm), chúng tôi cho rằng PVG có khả năng hoàn thành kế hoạch vì (1) giá dầu đã bắt đầu có xu hướng hồi phục, tuy tốc độ còn chậm, (2) mảng kinh doanh CNG có tiềm năng tăng trưởng tốt trong tương lai như đã phân tích ở trên, mặc dù chưa mang lại lợi nhuận nhưng sẽ đóng góp vào cơ cấu doanh thu của PVG.

Mã	Doanh thu 1H.2016	% yoy	LNST 1H.2016	% yoy	Biên LNG	Biên LNR	EPS trailing	P/E trailing
PGS	2.052,2	+3,06%	292,2	+256,3%	18,30%	14,20%	6.790	2,43
PGC	1.149,4	-6,20%	58,8	+11,1%	24,80%	5,12%	1.490	7,62
CNG	438,5	-3,80%	58,8	+1,7%	27,10%	0,14%	4.420	9,52
PVG	1.194,6	-8,02%	10,7	-28,2%	12,35%	0,82%	560	13,39

Bảng: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Cho năm 2016, chúng tôi dự phóng PVG sẽ đạt 2.418,4 tỷ đồng doanh thu (-11,6% yoy) và LNST đạt 18,1 tỷ đồng (-25,6% yoy). Theo đó, EPS forward 2016 của PVG đạt 654 đồng/cổ phiếu. Tại mức giá ngày 15.09.2016 là 7.500 đồng/cổ phiếu, PVG đang giao dịch với mức P/E forward là 11,5, khá cao so với các doanh nghiệp cùng ngành. Chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PVG.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Lý Hoàng Anh Thi

Phụ Trách phòng Phân tích Nghiên cứu

lhathi@vcbs.com.vn

Trần Thị Thu Trang

Chuyên viên Phân tích

ttttrang_hcm@vcbs.com.vn