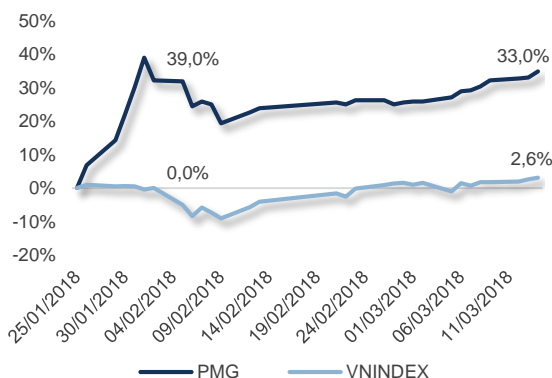


CTCP Đầu tư và Sản xuất Petro Miền Trung (HOSE: PMG)
Bùi Quốc Hiếu

Chuyên viên phân tích

Email: hieubq@fpts.com.vn

Tel: (84.28) - 6290 8686 - Ext : 7584

Diễn biến giá cổ phiếu PMG và VNINDEX


Thông tin giao dịch		15/03/2018
Giá hiện tại		22.650
Giá cao nhất 52 tuần (đ/CP)		23.350
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/CP)		16.800
Số lượng CP niêm yết (CP)		33.000.000
Số lượng CP lưu hành (CP)		33.000.000
KLGD BQ 3 tháng (CP/ngày)		93.982
% sở hữu nước ngoài		0,02%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)		330
Vốn hóa (tỷ đồng)		747,45

Tổng quan doanh nghiệp	
Tên	Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Petro Miền Trung
Địa chỉ	Lô 4, khu công nghiệp Điện Nam - Điện Ngọc, phường Điện Nam Bắc, thị xã Điện Bàn, tỉnh Quảng Nam
Doanh thu chính	Kinh doanh khí LPG
Chi phí chính	Mua khí LPG từ nhà cung cấp
Lợi thế cạnh tranh	Doanh nghiệp có thị phần lớn về cung cấp LPG miền Trung, nhất là khu vực Quảng Nam, Huế và Tây Nguyên.
Rủi ro chính	Giá dầu biến động ảnh hưởng đến giá mua và bán khí LPG

Triển vọng từ Tổng kho – Cầu cảng và nhà máy chiết nạp tại Khu kinh tế mở Chu Lai, Quảng Nam

CTCP Đầu tư và Sản xuất Petro Miền Trung (PMGas) hoạt động trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, chiết nạp và phân phối khí dầu mỏ hóa lỏng (LPG). PMGas là doanh nghiệp kinh doanh LPG có thị phần lớn nhất khu vực Miền Trung với hơn 75% thị phần và chiếm hơn 50% thị phần ở khu vực Tây Nguyên với 3 thương hiệu LPG dân dụng PM-Gas, V-Gas và Picnic-VIP.

Năm 2017 là một năm ghi nhận nhiều kết quả tích cực của PMGas khi đạt doanh thu đạt 926 tỷ đồng tăng 98,1%yoy. Bên cạnh đó, lợi nhuận sau thuế đạt 49,1 tỷ đồng, tăng 118,7%yoy.

Tháng 03/2018, PMGas khánh thành Tổng kho – Cầu cảng và nhà máy chiết nạp LPG tại Khu kinh tế mở Chu Lai, Quảng Nam với sức chứa 5.000 tấn và công suất chiết nạp 12.000 tấn/năm. Tổng kho Chu Lai được hoàn thành sẽ giúp PMGas chủ động về nguồn khí, tăng số lượng khí nhập sẽ giảm giá thành sản xuất và cơ hội cho PMGas mở rộng thị trường chủ lực là Miền Trung và Tây Nguyên. Đồng thời, đây sẽ là tiền đề để PMGas mở rộng thị trường xuất khẩu sang Lào và Campuchia.

Hệ thống Cầu cảng của PMGas tại Khu Kinh tế mở Chu Lai là cửa ngõ đón dòng khí từ bể Cá Voi Xanh năm 2021 sẽ lợi thế phát triển cho PMGas khi hệ thống khí Cá Voi Xanh đi vào hoạt động.

Hệ thống Tổng kho – Cầu cảng và nhà máy chiết nạp Chu Lai đi vào hoạt động, cùng với những hệ thống tổng kho lớn khác của PMGas như tổng kho Biên Hòa khoảng 2.000 tấn nâng khả năng tồn trữ của PMGas lên 8.000 tấn, sẽ giúp giữ vững lợi thế cạnh tranh cho PMGas ở khu vực Đông Nam Bộ và Đồng Bằng Sông Cửu Long.

Với nền tảng về cơ sở hạ tầng và uy tín thương hiệu, PMGas đã đặt kế hoạch thận trọng cho năm 2018 với doanh thu đạt 1.062 tỷ đồng tăng trưởng 20% và lợi nhuận sau thuế sẽ đạt khoảng 58 tỷ đồng tăng trưởng 15% so với năm 2017. Đồng thời, mục tiêu năm 2020 sẽ đạt doanh thu 2.000 tỷ đồng với CAGR giai đoạn 2018-2020 đạt 31,2%/năm.

I. TỔNG QUAN VỀ PMGAS

1. Sơ lược về doanh nghiệp

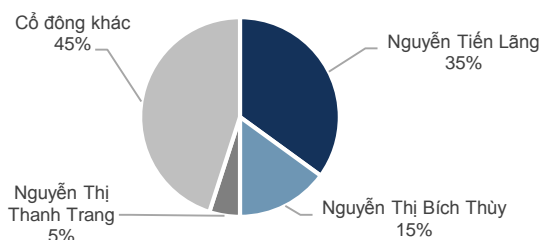
Công ty Cổ phần Đầu tư và Sản xuất Petro Miền Trung được thành lập vào ngày 09/05/2007 với hoạt động kinh doanh chính là phân phối, chiết nạp, sản xuất kinh doanh vỏ bình gas (khí LPG), hoạt động này mang lại cho PMGas khoảng 900 tỷ doanh thu vào năm 2017. Cuối tháng 12/2017, Công ty chính thức lên sàn HOSE với mã chứng khoán PMG.

Từ khi thành lập, PMG hoạt động chủ yếu ở thị trường khu vực miền Trung bao gồm các tỉnh Quảng Nam, Thừa Thiên Huế, Lâm Đồng, Quảng Trị và Bình Định. Với chiến lược mở rộng đến các thị trường khác trong cả nước, kể từ năm 2016 PMG mở rộng sang các tỉnh khác ở khu vực phía Nam như Bà Rịa – Vũng Tàu, Tây Ninh.

Chủ tịch Hội đồng quản trị (HĐQT) hiện nay của PMGas là ông Nguyễn Tiến Lãng, có hơn 25 năm kinh nghiệm hoạt động trong lĩnh vực kinh doanh khí gas, ông là một trong những nhà sáng lập của Hiệp hội gas Việt Nam. Với chiến lược thay đổi thói quen tiêu dùng chuyển từ các hình thức nấu nướng cũ sang sử dụng gas với lợi thế tiết kiệm hơn, sạch hơn của khu vực Quảng Nam, Tây Nguyên và các tỉnh lân cận. Đây là tiền đề để PMGas mở rộng sản xuất và đạt được tốc độ tăng trưởng doanh thu trên 89% vào năm 2017.

2. Cơ cấu sở hữu

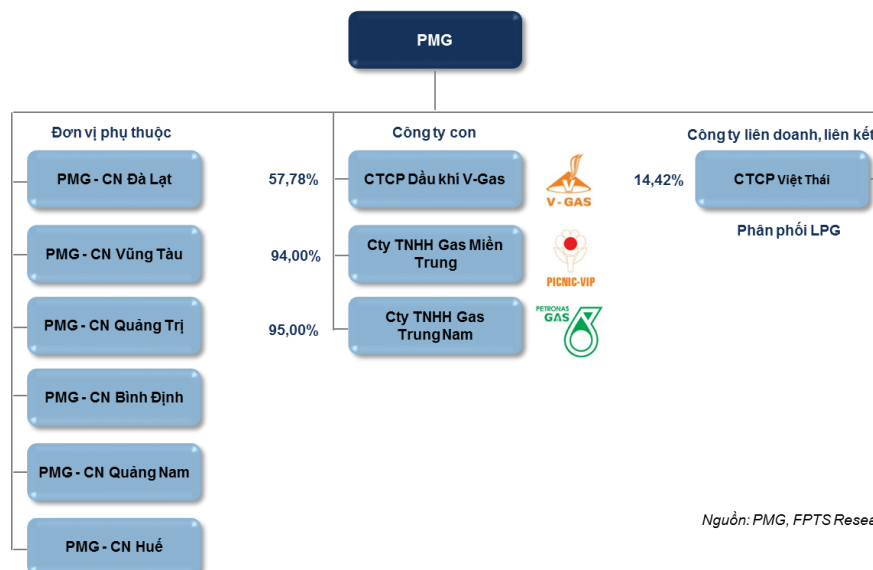
BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu cổ đông của PMG năm 2017



Nguồn: PMGas, FPTs Research

Hiện nay cổ đông nội bộ của PMG đang nắm giữ số lượng cổ phần kiểm soát của công ty. Trong đó, ông Nguyễn Tiến Lãng – Chủ tịch HĐQT và bà Nguyễn Thị Bích Thủy – Tổng giám đốc nắm giữ cổ phần lớn nhất trong cơ cấu sở hữu của PMG với tổng tỷ lệ nắm giữ 50%.

HÌNH 1: Cơ cấu sở hữu của PMGas



Nguồn: PMG, FPTs Research

Trong cấu trúc quản lý của PMG, hiện công ty có 6 chi nhánh trực thuộc, 3 công ty con và 1 công ty liên doanh liên kết hoạt động chính trong lĩnh vực kinh doanh khí LPG trong nước.

CTCP Dầu khí V-Gas là doanh nghiệp 100% vốn đầu tư của Thái Lan, hoạt động từ 1993 trên diện tích 29.851m² đất tại TP Biên Hòa, tỉnh Đồng Nai. V-Gas có hệ thống cầu cảng duy nhất trong khu vực có thể đón tàu LPG; hệ thống tổng kho với sức chứa 2.000 tấn; 01 nhà máy sản xuất bình Gas với công suất 120.000 bình/năm được đặt tại KCN Phú Mỹ 1, Tân Thành, Bà Rịa - Vũng Tàu; nhà máy chiết nạp Gas tại Biên Hòa, Đồng Nai, Đức Trọng Lâm Đồng, Vũng Tàu công suất chiết nạp 12.000 tấn/năm. Bên cạnh đó, thương hiệu V-Gas đã được thị trường Miền Nam và đồng bằng sông Cửu Long biết đến từ rất lâu.

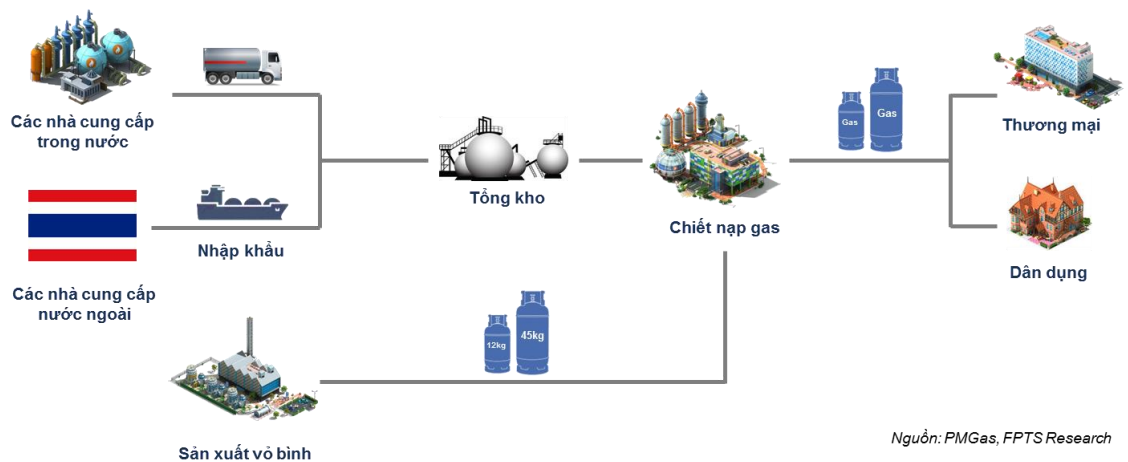
Công ty TNHH Gas Miền trung, hoạt động kinh doanh về Gas gần 20 năm với kho có dung tích hơn 500 m³, nhà máy chiết nạp công suất 12.000 tấn/năm tại KCN Điện Nam, Điện Ngọc tỉnh Quảng Nam. Công ty trực tiếp đầu tư và quản lý dự án tổng kho, cầu cảng tại Tam Hiệp - Kỳ Hà - Chu Lai tỉnh Quảng Nam có sức chứa hơn 5.000 m³ và có hệ thống chiết nạp công suất 36.000 tấn/năm, cùng với hệ thống cầu cảng riêng có thể đón tàu có trọng tải từ 5.000- 20.000 DWT. Đồng thời, một thương hiệu sở hữu bởi PMG là Picnic-VIP đã được khẳng định và chiếm thị phần rất lớn tại khu vực Miền Trung.

Công ty TNHH Trung Nam thành lập 27/10/2000 có trụ sở tại Quận 12, TP.HCM hoạt động gần 20 năm trong lĩnh vực Gas, với hệ thống phân phối tại khu vực TPHCM và vùng phụ cận, là cầu nối để phát triển thị phần tại khu vực TP.HCM.

Công ty Cổ phần Việt Thái là doanh nghiệp lớn, có các dự án và hệ thống đối tác uy tín trong lĩnh vực kỹ thuật, hạ tầng và phân phối khí Gas khắp cả nước, là đối tác tiềm năng trong chiến lược hoạt động và mở rộng thị phần của Petro Miền trung.

3. Chuỗi giá trị kinh doanh của PMGas

HÌNH 2: *Chuỗi giá trị kinh doanh của PMGas*



Nguồn: PMGas, FPT Research

Chuỗi giá trị kinh doanh khí LPG của PMGas tương đối khép kín từ khâu nhập khí, lưu trữ, sản xuất vỏ bình, chiết nạp và phân phối.

Nguồn khí LPG, hiện nay của PMGas chủ yếu được nhập từ các nhà xuất khẩu Thái Lan (quốc gia có sản lượng LPG lớn nhất khu vực) như Origin. Bên cạnh đó, PMGas còn mua khí từ những nhà cung cấp lớn trong nước như Công ty TNHH Kinh doanh sản phẩm khí (trực thuộc PVGas).

Cơ sở hạ tầng nhập khẩu LPG, PMGas hiện có hai hệ thống cầu cảng nhập khí LPG:

- **Hệ thống cầu cảng tại Sông Đồng Nai**: hệ thống có diện tích 2.203 m² cầu cảng, có thể đón tàu tải trọng 20.000 tấn do CTCP Dầu khí V-Gas quản lý để nhập khẩu LPG với khối lượng nhập 500 – 1.500 tấn/lần.

HÌNH 3: Hệ thống Tổng kho Chu Lai của PMGas tại Tam Hiệp Núi Thành, Quảng Nam

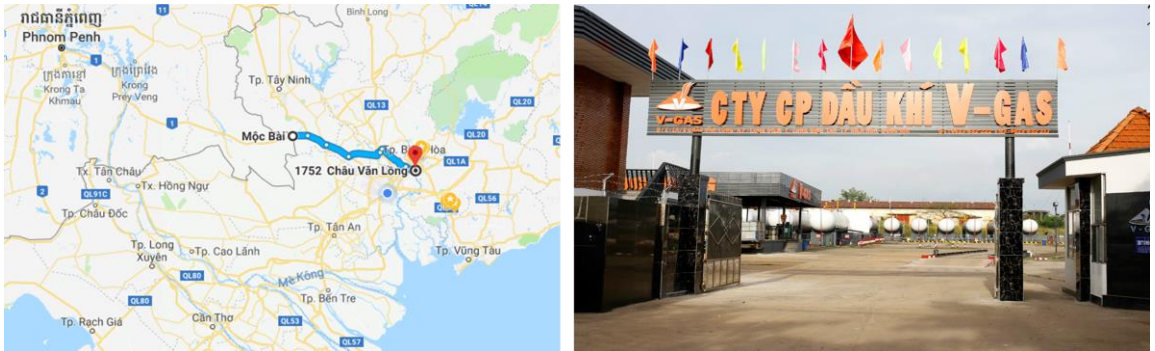


- Dự án hệ thống cầu cảng tại Cảng Tam Hiệp, Núi Thành tỉnh Quảng Nam: có diện tích 14.490m² cầu cảng có thể đón tàu tải trọng 20.000 tấn do Công ty TNHH Gas Miền Trung quản lý với tổng mức đầu tư hơn 200 tỷ đồng.

Hệ thống kho chứa, dung tích kho chứa có thể tồn trữ là điểm cạnh tranh quan trọng đối với các công ty kinh doanh LPG nói chung. Hiện nay, PMGas có 9 kho tồn trữ khí LPG:

- Tổng kho tại TP Biên Hòa với sức chứa của tổng kho hơn 2.000 tấn của V-Gas. Tổng kho này có lợi thế gần TP.HCM và cửa khẩu Mộc Bài giúp dễ xuất sang Campuchia.

HÌNH 4: Hệ thống Tổng kho Chu Lai của PMGas tại Tam Hiệp Núi Thành, Quảng Nam



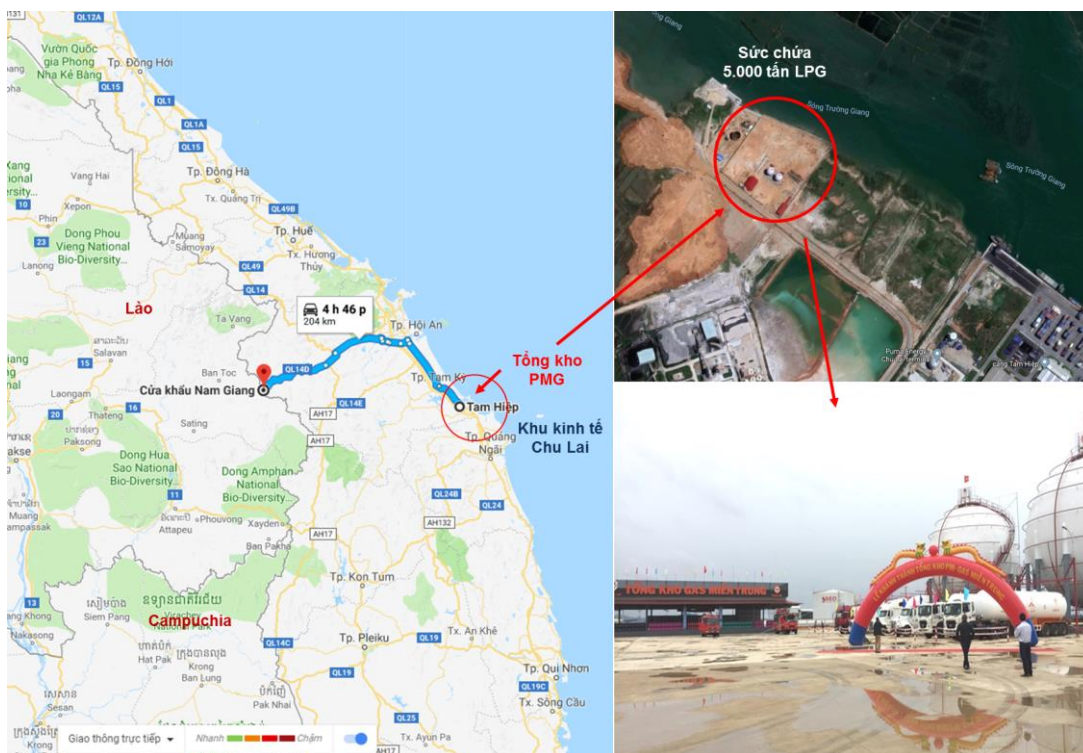
- Tổng kho tại KCN Điện Nam, Điện Ngọc với sức chứa gần 1.000 tấn của PMG.
- Tổng kho tại Khu kinh tế (KKT) Chu Lai thuộc Tam Hiệp Núi Thành, tỉnh Quảng Nam với sức chứa gần 5.000 tấn của Công ty TNHH Gas Miền Trung. Việc PMGas đưa vào sử dụng 2 tổng kho này, sẽ giúp giảm chi phí hoạt động trong thời gian tới.

Nếu tính tổng sức chứa của tất cả các kho chứa, hiện PMG có thể tồn trữ khoảng 8.000 tấn tương đương so với mức 8.100 tấn tồn trữ của CTCP Kinh doanh khí Miền Nam (PGS).

Với việc đưa Tổng kho, cầu cảng tại khu kinh tế ở Chu lai đi vào hoạt động, cùng với Tổng kho và cầu cảng tại Biên Hoà, Đồng Nai đang khai thác, PMG hiện đã sở hữu 02 cầu cảng liền với tổng kho tồn trữ dung tích lớn. Bên cạnh đó, cùng với hệ thống mạng lưới tổng kho, nhà máy chiết xuất hiện có tại khắp các tỉnh Miền Trung và Miền Nam, PMGas hoàn toàn có thể chủ động trong việc đảm bảo nguồn cung ra thị trường, kiểm soát và phòng tránh được các rủi ro về biến động giá của khí LPG thế giới, tiết giảm thời gian và chi phí vận chuyển.

Tổng kho Chu Lai với 5.000 tấn là tổng kho LPG lớn nhất khu vực miền Trung, đồng thời là tổng kho gần nhất đến khu vực biên giới Việt Nam – Lào ở khu vực miền Trung. Đây là thế mạnh cho PMGas để xuất khẩu sang khu vực Lào và Campuchia.

HÌNH 5: Hệ thống Tổng kho Chu Lai của PMGas tại Tam Hiệp Núi Thành, Quảng Nam



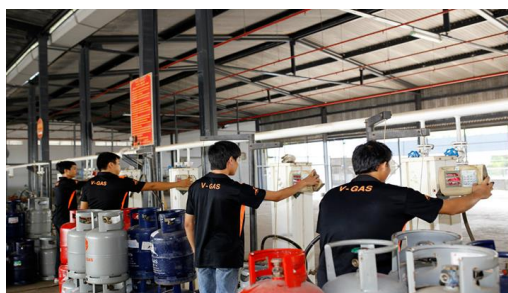
Lĩnh vực sản xuất vỏ bình



Nguồn: PMGas, FPTs Research

Để đảm bảo an toàn và chủ động trong hoạt động chiết nạp LPG, PMGas chủ động sản xuất vỏ bình cung cấp cho hoạt động chiết nạp. Hiện nay, PMGas sản xuất 2 loại vỏ bình gồm loại 12kg và 45kg. Hệ thống 1 do chi nhánh của CTCP Dầu khí V-Gas phụ trách sản xuất tại KCN Phú Mỹ 1 Tân Thành, Bà Rịa - Vũng Tàu với công suất tối thiểu 120.000 bình/năm, ngoài ra nhà máy còn có chức năng bảo dưỡng vỏ bình, sơn sửa vỏ bình. Bên cạnh đó, PMGas còn sở hữu hệ thống bảo dưỡng vỏ bình tại Lô 4 KCN Điện Nam Điện Ngọc do PMGas sở hữu với 2 hệ thống dây chuyền sơn bảo dưỡng vỏ bình với công suất 200.000 bình/năm. Tính đến cuối năm 2017, PMG có 1.200.000 vỏ bình với giá 450.000/bình tương đương 540 tỷ đồng.

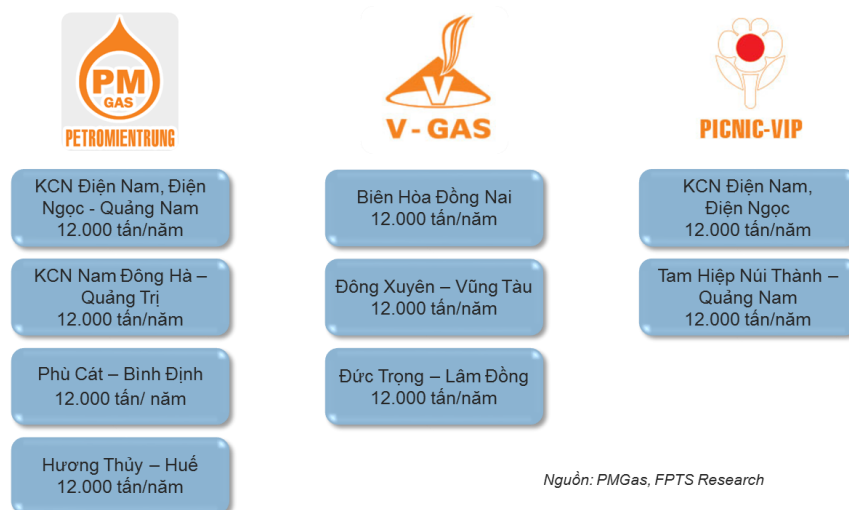
Chiết nạp



Nguồn: PMGas, FPTs Research

Hiện nay, PMGas có 9 nhà máy chiết nạp gas tại các công ty như sau:

HÌNH 6: *Hệ thống Tổng kho Chu Lai của PMGas tại Tam Hiệp Núi Thành, Quảng Nam*



Tổng công suất chiết nạp LPG của PMGas đạt khoảng 108.000 tấn/năm, trong đó thuộc sở hữu của PMGas khoảng 48.000 tấn/năm, Công ty TNHH Gas Miền Trung khoảng 24.000 tấn/năm và V-Gas sở hữu khoảng 36.000 tấn/năm.

Phân phối

Hiện nay, PMGas phân phối các sản phẩm gas đến thị trường thông qua hệ thống đại lý với 3 thương hiệu gas chính gồm PM Gas, V-Gas và Picnic-VIP trên thị trường rộng khắp cả nước. Về giá bán, hiện nay phương thức tính giá bán của các doanh nghiệp LPG nói chung và PMGas nói riêng theo chuẩn của Saudi Aramco (giá CP Saudi):

Giá bán LPG = Giá LPG nhập khẩu + Premium + VAT + chi phí vận chuyển

Giá LPG nhập khẩu = (CP Saudi + Premium) x (1 + Thuế suất nhập khẩu) x (1 + VAT%)

PMGas hiện cung cấp hơn 90.000 tấn LPG/năm bao gồm các loại bình 12kg và loại 45kg cho thương mại và dân dụng. Các sản phẩm của PMGas cung cấp ra thị trường thông qua các đại lý phân phối lớn. Các đại lý này sẽ trực tiếp đến PMGas nhận hàng nên tiết giảm được chi phí vận chuyển và từ đó giảm giá thành sản phẩm.

Khách hàng lớn của PMGas là doanh nghiệp sản xuất công nghiệp như Nhà máy Gạch Đồng Tâm, Dầu khí Quảng Bình, DNTN Dịch Vụ Gas Hạnh Nguyên, Công ty TNHH Dầu Khí Xanh, Công ty TNHH Hoàng Ân Tây Ninh, Công Ty TNHH Tân Nhà Việt, ngoài ra công ty còn có một hệ thống đại lý khách hàng tiềm năng tiêu thụ và bán lẻ đến tận tay người tiêu dùng khắp Miền Trung, Miền Nam và Tây Nguyên.

Mục tiêu dài hạn của PMGas là đẩy mạnh hơn nữa khai thác thị trường Miền Trung (hiện đang chiếm trên 60% thị phần phân phối gas dân dụng), mở rộng phạm vi hoạt động tại các tỉnh Tây Nguyên, đồng bằng Sông Cửu Long với mục tiêu lần lượt là 60% và 30% thị phần gas tiêu dùng tại các khu vực này. Đồng thời, PMGas định hướng sẽ tiến tới mở rộng thị trường Campuchia và Lào.

4. Năng lực cạnh tranh

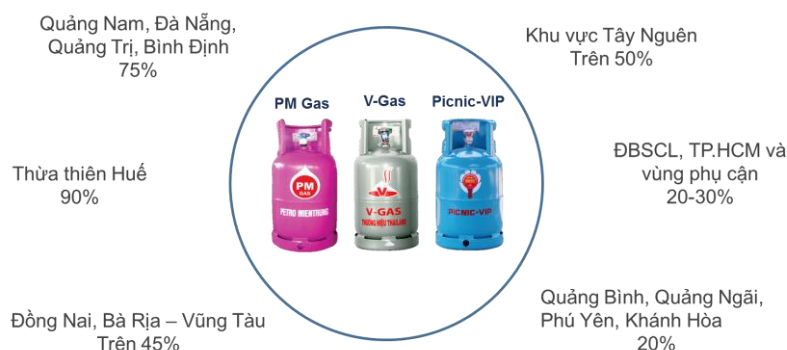
PMGas là một trong những doanh nghiệp có thương hiệu và năng lực cạnh tranh lớn so với những doanh nghiệp kinh doanh LPG lớn khác trong ngành. Xét về tiêu chí khả năng tồn trữ và chiết nạp, đây là hai tiêu chí quan trọng nhất đối với các doanh nghiệp kinh doanh LPG, đối với hai tiêu chí này thì PMGas có khả năng tồn trữ lên đến 8.000 tấn và công suất chiết nạp lên đến 108.000 tấn/năm tương đương với các doanh nghiệp kinh doanh LPG lớn trong ngành.

BẢNG 1: So sánh PMG với các doanh nghiệp tương đồng

Tiêu chí					
Kho tồn trữ (tấn)	8.000	8.100	7.500	10.440	3.100
Công suất chiết nạp (tấn/năm)	108.000	176.000	180.000	96.400	85.000
Sản xuất vỏ bình (bình/năm)	320.000	1.000.000	Sơn sửa, kiểm định	Sơn sửa, kiểm định	Sơn sửa, kiểm định
Sản lượng LPG (tấn/năm)	90.000	279.620	202.202	142.881	99.138
Thị trường	Miền Trung, Miền Nam và Tây Nguyên	Quảng Trị trở vào	Đà Nẵng trở ra	Cả nước	Cả nước

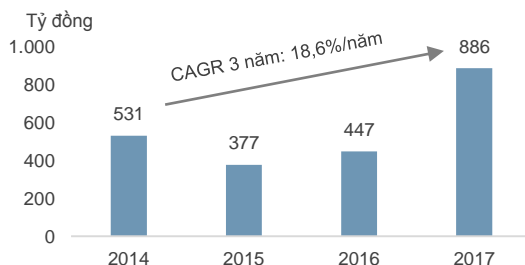
Nguồn: FPTIS Research

Đồng thời, PMGas còn là một trong số ít doanh nghiệp LPG trong nước có năng lực sản xuất vỏ bình LPG riêng với công suất hiện tại khoảng 320.000 tấn/năm. Bên cạnh đó, PMGas là doanh nghiệp chiếm thị phần phân phối gas tiêu dùng lớn nhất ở khu vực Miền Trung trên 60% thị phần và Tây Nguyên với trên 50% thị phần.

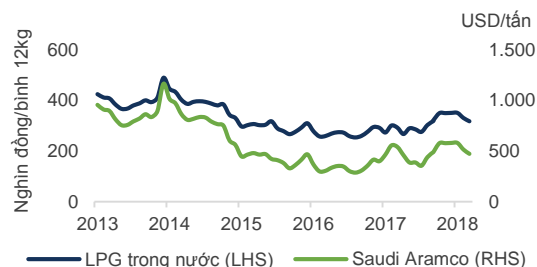
Thị phần của PMGas


II. ĐÁNH GIÁ VỀ TÀI CHÍNH

1. Doanh thu

BIỂU ĐỒ 2: Doanh thu thuần của PMGas


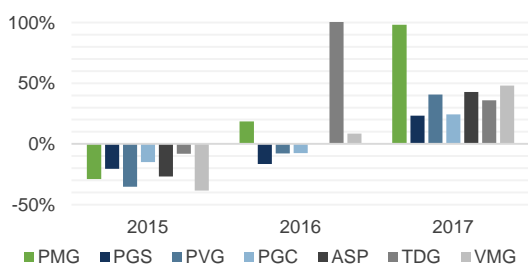
Nguồn: PMGas, FPTIS Research

BIỂU ĐỒ 3: Diễn biến giá LPG ở Việt Nam


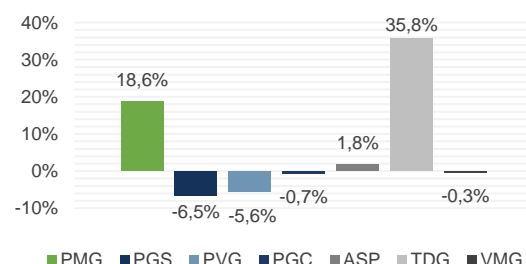
Nguồn: Bộ Công Thương, FPTIS Research

Trong năm qua, PMGas đã có những bước phát triển ấn tượng mặc dù bị ảnh hưởng bởi thị trường dầu mỏ nên giá bán LPG sụt giảm dẫn đến doanh thu năm 2015 và 2016 ở mức thấp, nhưng tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2017 đạt 98,1% yoy, đồng thời tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) 3 năm đạt 18,6%/năm, đây là mức cao nhất so với các doanh nghiệp khác trong

ngành và cao hơn gấp gần 5 lần so với mức 3,8%/năm của ngành. Trong đó, doanh thu chủ yếu của PMGas là doanh thu đến từ kinh doanh LPG chiếm trung bình hơn 98% tổng doanh thu. Hoạt động cho thuê máy kiểm định LPG chiếm tỉ trọng nhỏ và đang có xu hướng giảm dần.

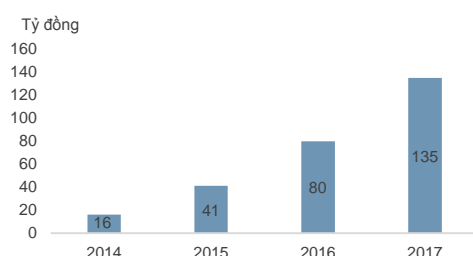
BIỂU ĐỒ 4: Tăng trưởng doanh thu hàng năm


Nguồn: FPT Research

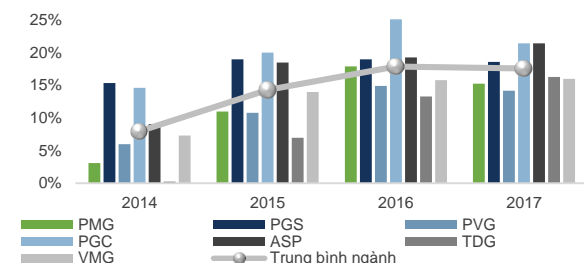
BIỂU ĐỒ 5: CAGR 2014-2017


Nguồn: FPT Research

2. Lợi nhuận gộp và lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh

BIỂU ĐỒ 6: Lợi nhuận gộp của PMGas


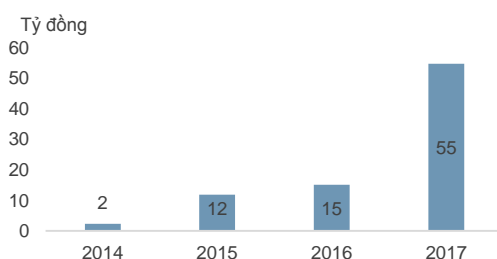
Nguồn: PMGas, FPT Research

BIỂU ĐỒ 7: Biên lợi nhuận gộp của ngành


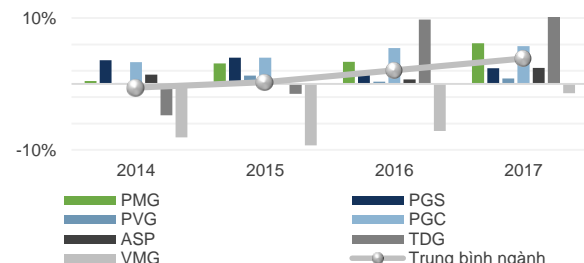
Nguồn: FPT Research

Lợi nhuận gộp của PMGas trong giai đoạn 2014-2017 có những cải thiện lớn, lợi nhuận gộp của PMGas tăng từ 16 tỷ đồng năm 2014 lên 135 tỷ đồng vào năm 2017 tương đương CAGR 3 năm khoảng 102,1%/năm.

Với ban đầu chỉ có một kho dự trữ 1.000 tấn tại KCN Điện Nam, Điện Ngọc với công suất chiết nạp 12.000 tấn/năm đến năm 2016 khả năng tồn trữ đã tăng thêm 3.000 tấn và công suất chiết nạp lên 96.000 tấn nên biên lợi nhuận gộp của PMGas cũng có những bước cải thiện từ mức 3,1% năm 2014 lên mức 15,2% vào năm 2017 mức này sắp tiến đến mức 17,6% của các doanh nghiệp trong ngành.

BIỂU ĐỒ 8: LN từ HĐKD của PMGas


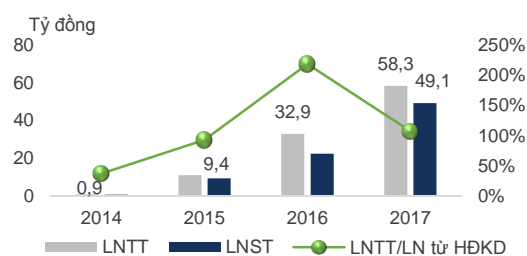
Nguồn: PMGas, FPT Research

BIỂU ĐỒ 9: LN từ HĐKD/DTT của ngành


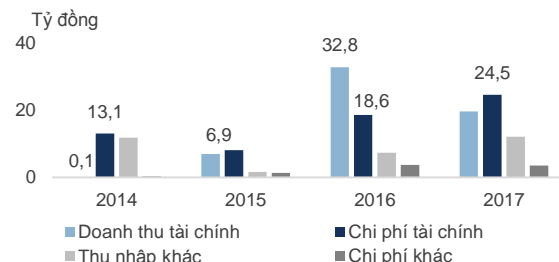
Nguồn: FPT Research

Tuy nhiên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (LN từ HĐKD) của PMGas có những tăng trưởng khá cao. Đồng thời, đặc điểm PMGas chủ yếu bán hàng cho các đại lý và bán trực tiếp cho các đối tác nhận hàng tại kho nên tiết giảm chi phí vận chuyển, do đó tỷ lệ LN từ HĐKD/DTT của PMGas duy trì ở mức cao hơn so với các doanh nghiệp khác trong ngành.

3. Lợi nhuận trước thuế và sau thuế

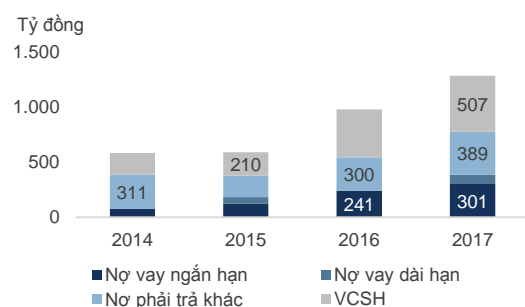
BIỂU ĐỒ 10: LNTT và LNST của PMGas


Nguồn: PMGas, FPTs Research

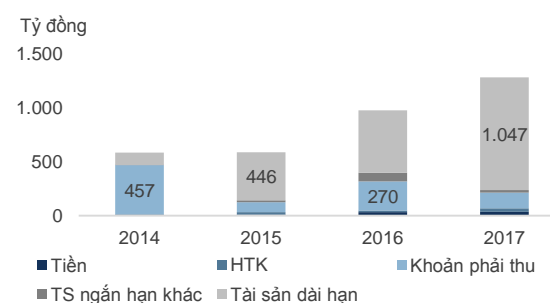
BIỂU ĐỒ 11: Hoạt động tài chính và khác PMGas


Nguồn: FPTs Research

Lợi nhuận trước thuế (LNTT) và sau thuế (LNST) của PMGas nhìn chung được cải thiện qua các năm với tốc độ tăng trưởng kép 4 năm khoảng 308,9%/năm. Năm 2016 và năm 2017, hoạt động tài chính của PMGas có những biến động khiến LNTT của công ty biến động không cùng tỷ lệ với LN từ HKKD. Trong năm 2016, PMGas ghi nhận khoản lãi do thanh lý khoản đầu tư 23,16 tỷ tại CTCP Dầu khí V-Gas với giá bán lớn hơn giá gốc khoản đầu tư là 12,0 tỷ. Ngoài ra, khi thực hiện hợp nhất khoản đầu tư, điều chỉnh khoản đầu tư từ công ty con sang công ty liên kết đối với CTCP Dầu khí V-Gas phát sinh khoản lãi 11,16 tỷ đồng.

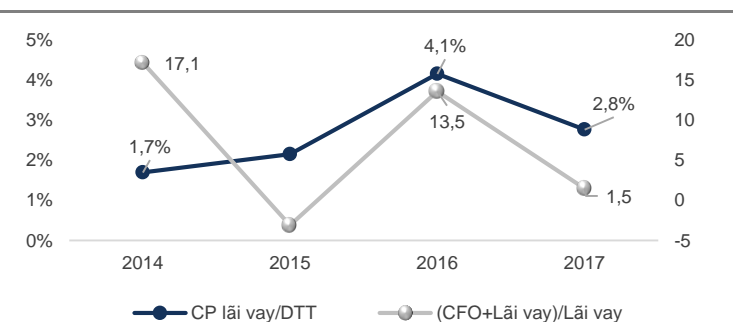
BIỂU ĐỒ 12: Cấu trúc nguồn vốn của PMGas


Nguồn: PMGas, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 13: Cấu trúc tài sản của PMGas


Nguồn: FPTs Research

Năm 2017, chi phí tài chính của PMGas tăng 24,5 tỷ đồng, chủ yếu là lãi cho các khoản nợ vay ngắn hạn dùng tài trợ cho thiếu hụt vốn lưu động, nhất là khoản phải thu. Do đặc thù hoạt động kinh doanh của PMGas bán hàng thông qua hệ thống đại lý, do đó các khoản phải thu chiếm tỷ trọng tương đối cao khoảng 60% trong cơ cấu tài sản lưu động. Bên cạnh đó, cũng trong năm này PMGas phát sinh khoản nợ vay dài hạn 86,2 tỷ đồng chủ yếu dùng để trang trải cho hoạt động đầu tư Tổng kho Chu Lai tại Quảng Nam.

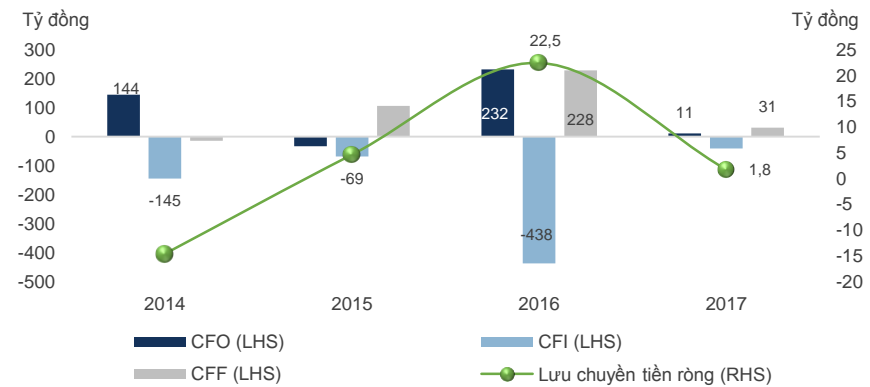
BIỂU ĐỒ 14: Khả năng trả lãi vay của PMGas


Nguồn: PMGas, FPTs Research

Mặc dù chi phí lãi vay tăng nhưng không ảnh hưởng nhiều đến kết quả kinh doanh của PMGas trong năm 2017, vì chi phí lãi vay chỉ chiếm 2,8% doanh thu thuần. Đồng thời, khả năng trả lãi bằng dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của PMGas mặc dù giảm so với năm trước nhưng vẫn ở mức an toàn, với tỷ lệ trả nợ khoảng 1,5 lần.

4. Dòng tiền

BIỂU ĐỒ 15: *Dòng tiền của PMGas*

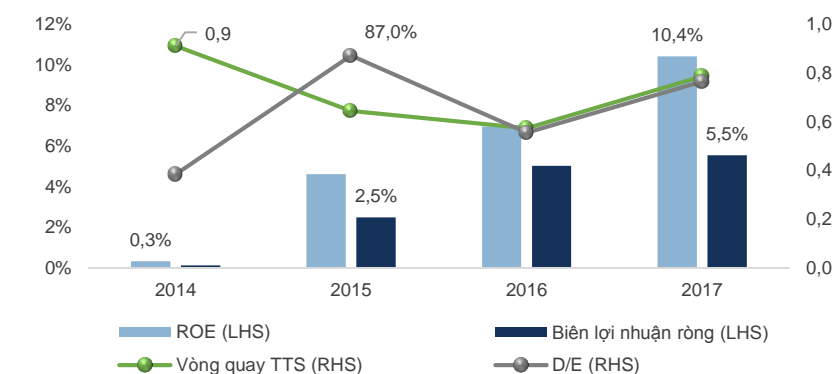


Nguồn: PMGas, FPTs Research

Dòng tiền của PMGas trong những năm qua có nhiều biến động, trong đó biến động nhất là dòng tiền đầu tư (CFI). Năm 2016, PMGas chi cho hoạt động đầu tư 438 tỷ đồng, trong đó khoảng 146 tỷ đồng để mua sắm máy móc thiết bị, khoảng 163 tỷ đồng mua công cụ nợ và góp vốn vào đơn vị khác. Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của PMGas có sự cải thiện, nhưng năm 2017 bị sụt giảm do sự gia tăng hàng tồn kho cho dự trữ khi tăng các tổng kho và tăng các khoảng chi phí trả trước dài hạn (phân bổ công cụ, dụng cụ dài hạn). Dòng tiền từ hoạt động tài chính (CFF) năm 2016 của PMGas tăng do đi vay để đầu tư Tổng kho Chu Lai và thu từ phát hành cổ phiếu, dòng CFF năm 2017 không biến động nhiều. Nhìn chung, dòng tiền ròng của PMGas năm 2017 bị giảm do chi cho hoạt động đầu tư và trả nợ gốc vay.

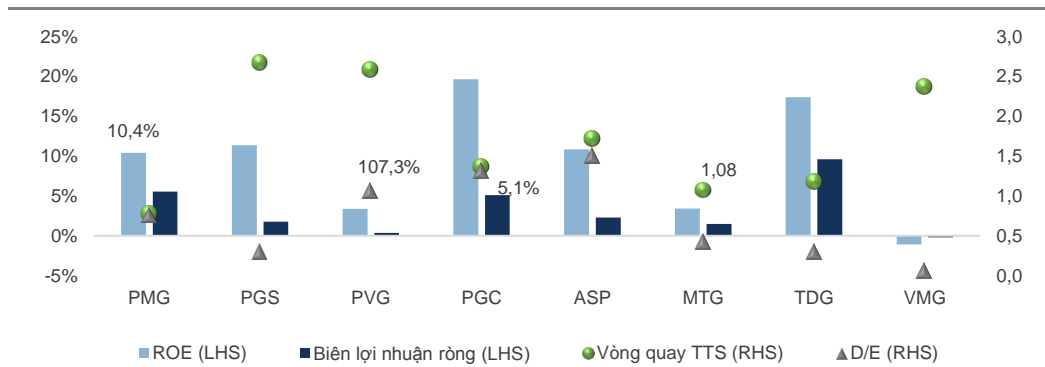
5. Phân tích dupont

BIỂU ĐỒ 16: *Phân tích Dupont của PMGas năm 2017*



Nguồn: PMGas, FPTs Research

Chỉ số ROE của PMGas nhìn chung đang có những cải thiện đáng kể từ mức 0,3% vào năm 2014 đã lên mức 10,4% vào năm 2017. Trong đó có thể thấy sự cải thiện này chủ yếu đến từ sự gia tăng của biên lợi nhuận ròng, trong đó năm 2017 với sự đóng góp của sự hiệu quả về vòng quay tổng tài sản và gia tăng sử dụng đòn bẩy tài chính.

BIỂU ĐỒ 17: Phân tích Dupont của các doanh nghiệp trong ngành năm 2017


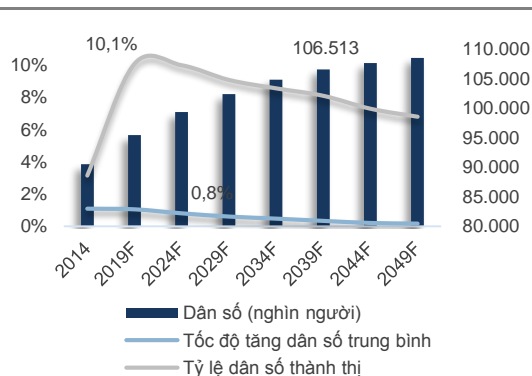
Nguồn: FPTs Research

Mặc dù so với các doanh nghiệp khác trong ngành, biên lợi nhuận ròng của PMGas ở mức cao so với những doanh nghiệp tương đồng. Tuy nhiên, chỉ số ROE năm 2017 của PMGas ở mức thấp so với các doanh nghiệp tương đồng khác. Nguyên nhân là do hiện nay hệ số vòng quay tài sản của PMGas ở mức thấp so với các doanh nghiệp khác mặc dù về cơ sở hạ tầng tồn trữ và chiết nạp tương đương, vì PMGas đã đầu tư khoảng 270 tỷ đồng cho dự án Tổng kho Chu Lai mới khánh thành vào đầu năm 2018 do đó chưa tạo ra lợi nhuận trong năm 2017. Kỳ vọng những năm tới khi dự án này đi vào hoạt động sẽ giúp cải thiện hệ số vòng quay tổng tài sản và chỉ số ROE của PMGas. Bên cạnh đó, PMGas sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức thấp so với những doanh nghiệp khác.

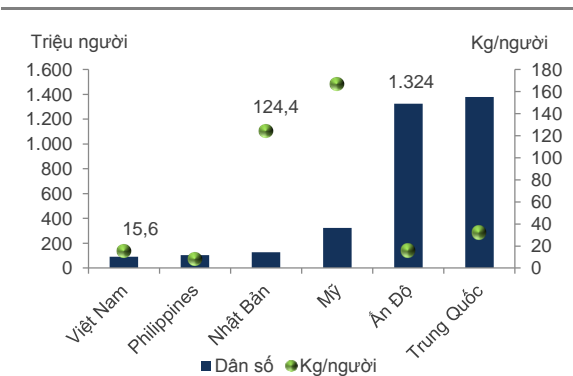
III. TRIỂN VỌNG VÀ NHẬN ĐỊNH

1. Triển vọng của PMGas

Chiến lược dài hạn PMGas vẫn sẽ tập trung vào việc kinh doanh xuất nhập khẩu, phân phối sản phẩm khí LPG. Đồng thời, mở rộng mạng lưới tổng đại lý, các đại lý nhỏ, các trung tâm thương mại, nhà hàng, khách sạn, khu resort, hộ gia đình sử dụng khí gas trong đun nấu trên khắp cả nước. Đây là phân khúc có nhiều tiềm năng tăng trưởng nhất trong ngành khí Việt Nam và cũng là định hướng phát triển của ngành với tốc độ tăng trưởng LPG dân dụng cả nước được dự báo khoảng 7,6% năm.

BIỂU ĐỒ 18: Dân số bình quân hàng năm


Nguồn: WB, FPTs Research

BIỂU ĐỒ 19: Tiêu thụ LPG trên người năm 2016


Nguồn: WB, FPTs Research

Hiện tại mức tiêu thụ LPG trên đầu người của Việt Nam vẫn còn thấp chỉ khoảng 15,6kg/người/năm thấp hơn so với mức tiêu thụ của Trung Quốc khoảng 16,9 kg/người/năm và Nhật Bản khoảng 124,4 kg/người/năm. Cho thấy trong dài hạn, thị trường LPG vẫn còn nhiều dư địa để tăng trưởng. Theo thống kê năm 2016 khu vực Duyên Hải Miền Trung chỉ có 38,7%

dân số sử dụng LPG để đun nấu và con số này ở khu vực Tây Nguyên chỉ khoảng 13% dân số. Do đó, có thể thấy dư địa tăng trưởng trong tương lai cho PMGas vẫn còn rất lớn.

PMG đã, đang và sẽ tiếp tục mở rộng đầu tư về cơ sở hạ tầng, tìm kiếm và thực hiện M&A các doanh nghiệp có tiềm năng cùng lĩnh vực kinh doanh và có cơ sở hạ tầng LPG. Bên cạnh đó, PMGas lập kế hoạch xây dựng chuỗi hệ thống phân phối LPG và các sản phẩm có liên quan đến LPG dân dụng mang thương hiệu PMGas. Mục tiêu đưa PMGas trở thành một trong những tập đoàn lớn tại Việt Nam trong lĩnh vực xuất nhập khẩu, tồn trữ, phân phối Gas và các sản phẩm liên quan đến Gas.

Việc đưa tổng kho, cầu cảng tại khu kinh tế Chu Lai đi vào hoạt động, cùng với Cầu cảng và tổng kho hiện có tại Đồng Nai, PMGas đã sở hữu 2 tổng kho và cầu cảng với dự trữ dung tích lớn. Đồng thời, cùng với hệ thống mạng lưới nhà máy chiết nạp và kho tồn trữ tại khắp các tỉnh Miền Trung, Miền Nam và Tây Nguyên. Điều này sẽ giúp việc cung ứng, phân phối LPG tiết giảm được tối đa chi phí vận chuyển, hoàn toàn chủ động và điều tiết được nguồn cung ra thị trường. Bên cạnh đó, PMGas cũng có thể kiểm soát và phòng tránh được rủi ro về biến động giá của khí gas thế giới, là những lợi thế mà không doanh nghiệp kinh doanh gas dân dụng có được tại khu vực từ Miền trung đến Tây nguyên, phù hợp với chiến lược kinh doanh đã đặt ra của PMGas là đẩy mạnh hơn nữa khai thác thị trường Miền Trung, mở rộng phạm vi hoạt động, chiếm lĩnh thị phần chi phối tại Tây Nguyên, đồng bằng Sông Cửu Long. Đồng thời hướng tới thị trường Campuchia.

Theo kế hoạch thận trọng năm 2018, PMGas sẽ đạt 1.062 tỷ đồng với tăng trưởng 20%yoy và lợi nhuận sau thuế sẽ đạt khoảng 58 tỷ đồng tăng trưởng 15%yoy. Đồng thời, tăng trưởng dài hạn năm 2020 PMGas sẽ đạt doanh thu 2.000 tỷ đồng với CAGR giai đoạn 2018-2020 đạt 31,2%/năm.

2. Nhận định

PMGas được xem là doanh nghiệp đáng đầu tư trong dài hạn, những cơ sở cho nhận định này:

- PMGas là doanh nghiệp có vị thế trong lĩnh vực kinh doanh LPG dân dụng, nhất là khu vực Miền Trung chiếm hơn 75% thị phần ở khu vực này và hơn 50% thị phần ở khu vực Tây Nguyên.
- Sở hữu hệ thống tồn trữ lớn ở khu vực Miền Trung và Đông Nam Bộ tương đương so với các doanh nghiệp kinh doanh LPG lớn khác trong ngành, sẽ là tiền đề giúp PMGas mở rộng thị phần sang các khu vực lân cận.
- Nguồn LPG chủ yếu của PMGas được nhập khẩu từ đối tác Thái Lan với số lượng lớn nên chi phí thấp gia tăng tính cạnh tranh của sản phẩm của PMGas với các doanh nghiệp khác trong nước.
- PMGas sở hữu những hệ thống tổng kho và cầu cảng có quy mô lớn trong lĩnh vực LPG và vị trí thuận lợi cho nhập khẩu và xuất khẩu sản phẩm LPG. Đặc biệt, tổng kho và hệ thống cầu cảng của PMGas tại Khu kinh tế mở Chu Lai, Quảng Nam là hệ thống tổng kho có vị trí chiến lược về phát triển thị trường Miền Trung và hưởng nhiều ưu đãi về thuế và tiền thuê đất của Nhà nước.
- Điểm yếu của PMGas là hiện tại kênh phân phối của PMGas vẫn là các đại lý, sẽ làm công ty bị phụ thuộc vào các kênh phân phối trung gian. Tuy nhiên, điều này sẽ giúp PMGas tránh sự chồng chéo trong hệ thống phân phối, tiết giảm chi phí vận chuyển khi bán hàng trực tiếp tại trạm chiết nạp. Đồng thời điều này sẽ không ảnh hưởng lớn đến biên lợi nhuận của PMGas, do PMGas là doanh nghiệp cung cấp LPG bán buôn lớn với cơ sở hạ tầng nhập LPG có lợi thế cạnh tranh lớn mà các doanh nghiệp khác khó có được.

BẢNG 2: So sánh PMG với các doanh nghiệp tương đồng

Mã CK	Khả năng tồn trữ (tấn)	Công suất chiết nạp (tấn/năm)	Sản lượng (tấn/năm)	Doanh thu (tỷ đồng)	P/E (x)
PGS	8.100	176.000	279.620	6.127	18,9
PVG	7.500	180.000	202.202	3.552	21,0
PGC	10.440	96.400	142.881	2.958	7,3
ASP	3.100	85.000	991.380	1.910	6,5
Bình quân	7.285	134.350	404.021	3.637	13,4
PMG	8.000	108.000	90.000	886	14,6

Với kết quả kinh doanh trong năm 2017, EPS của PMGas đạt 1.554 đồng/cổ phiếu, tương đương P/E là 14,6x lần tại mức giá đóng cửa 22.650 đồng/cổ phiếu vào ngày 15/03/2018. Với mức P/E của nhóm doanh nghiệp kinh doanh LPG tương đồng về quy mô sản xuất với PMG khoảng 13,4x lần chúng tôi khuyến nghị **THEO DÕI** đối với cổ phiếu PMG tại thời điểm hiện tại.

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 và chuyên viên phân tích không nắm giữ cổ phiếu PMG nào.

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, Tp. Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 37737070 / 2717171
Fax: (84.24) 37739058

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

Tầng 3, tòa nhà 136-138 Lê Thị Hồng
Gấm, Q.1, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.28) 62908686
Fax: (84.28) 62910607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

100 Quang Trung, P.Thạch Thang,
Quận Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.236) 3553666
Fax: (84.236) 3553888