

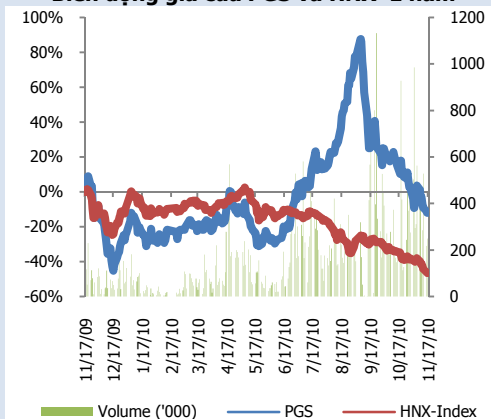
**Nguyễn Hữu Duy**  
Chuyên viên phân tích  
Email: [Duy.NguyenHuu@tls.vn](mailto:Duy.NguyenHuu@tls.vn)

Mã: **PGS-** Sàn: **HNX**

Ý kiến phân tích: **MUA**  
Giá mục tiêu cuối 2010 : **34,500 VND**

	THỐNG KÊ
Giá ngày 17/11/2010	28,500 VND
Ngành: Dầu khí	
Mô hình kinh doanh: Thương mại khí hóa lỏng	
Niên yết từ	15/11/2007
Số cổ phiếu lưu hành	15,875,600
Số cổ phiếu thực tế giao dịch	6,505,821
Vốn hóa (tỷ VND)	476.3
Giá cao 52 tuần (VND)	60,000
Giá thấp 52 tuần (VND)	17,500
KLGD trung bình 10 ngày	498,206
% Thay đổi giá 1 tháng	-24.9%
% Thay đổi giá 3 tháng	-34.8%
% Thay đổi giá 6 tháng	+11.8%
% Thay đổi giá 12 tháng	-8.5%
% Sở hữu nước ngoài	
% Giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%
Beta 52 tuần	1.186
Nguồn: TLS	

**Biến động giá của PGS và HNX 1 năm**



**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH (Tỷ VND)**

	2008	2009	2010F
Tài sản	825	1232	2212
Vốn sở hữu	165	194	406
Doanh thu	1713	1979	2978
EBIT	1	30	140
LNST	30	40	216
EPS (VND)	2,006	2,665	12,373
Cổ tức (VND)	1,450	1,900	1,400
PE (x)	5.1	11.6	2.5
PB (x)	1.1	2.6	0.9
Tăng doanh thu	117.2%	17.5%	50.5%
Tăng EPS	23.5%	17.3%	363.4%
Lãi biên gộp	4.7%	7.7%	10.0%
Lãi biên ròng	1.8%	17.2%	439.0%
ROA	3.7%	3.2%	9.7%
ROE	20.1%	26.7%	135.8%
Lợi suất cổ tức	6.6%	7.6%	4.1%

Nguồn: PGS và TLS

## CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM

17/11/2010

Với kết quả kinh doanh quý 3 tốt hơn chúng tôi dự đoán và kế hoạch, chúng tôi đã nâng mức EPS cho PGS năm 2010 lên 5,700 đồng so với mức 3,200 đồng dự báo vào tháng 6/2010. Mức EPS này chỉ phản ánh hoạt động kinh doanh cốt lõi của PGS và không bao gồm khoản lợi nhuận tài chính bất thường. Với mức EPS này giá mục tiêu của chúng tôi năm 2010 là 34,500 đồng, cao hơn **21.05%** so với giá đóng cửa ngày 17/11/2010. Chúng tôi khuyến nghị **MUA**.

### GIỚI THIỆU CÔNG TY

Công ty cổ phần kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam (PGS : HNX) đứng vị trí số 1 tại thị trường cung cấp gas ở miền Nam với thị phần 18%, so với 12% của 02 đối thủ cạnh tranh là Petrolimex và Sài Gòn Petro. PGS có 04 dòng sản phẩm chính là : (1) khí hóa lỏng LPG, (2) xăng, dầu, nhớt, (3) khí CNG, và (4) phân bón. Trong đó dòng sản phẩm khí hóa lỏng LPG chiếm hơn 90% doanh thu và 80% lợi nhuận gộp. Trong dòng khí hóa lỏng, hai sản phẩm thương mại chính mà PGS đang đưa ra thị trường là loại bình gas công nghiệp (45kg) và loại bình gas dân dụng (12kg). Năm 2009, PGS công bố doanh thu đạt 1,979 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 40 tỷ đồng.

### DIỄN BIẾN MỚI

**Kết quả kinh doanh Quý 3 tăng trưởng rất ấn tượng.** PGS đã công bố kết quả kinh doanh quý 3 năm 2010 với doanh thu hợp nhất đạt 997.79 tỷ đồng, tăng 82% so với cùng kỳ năm ngoái; năng suất tổng doanh thu 09 tháng đầu năm đạt 2,486 tỷ so với kế hoạch đặt ra 1,731.49 tỷ. Có được kết quả doanh thu này chủ yếu đến từ : (i) sự tăng trưởng mạnh mẽ hàng LPG & xăng dầu nhớt và (ii) sản phẩm mới CNG.

Tỷ đồng	30/09/2009	30/09/2010	% thay đổi
Doanh thu LPG (tỷ đồng)	1094.38	2183.85	100%
Doanh thu xăng dầu nhớt (tỷ đồng)	45.15	75.64	68%
Doanh thu CNG (tỷ đồng)	1.52	191.24	12481%
Doanh thu đặt cọc bình gas (tỷ đồng)	5.01	8.25	65%
Doanh thu khác từ phân bón, đạm (tỷ đồng)	25.33	27.73	9%
<b>Doanh thu hợp nhất PGS</b>	<b>1171.39</b>	<b>2486.70</b>	<b>112%</b>

Nguồn : PGS và TLS phân tích

**147 tỷ đồng đóng góp vào thu nhập tài chính** khi trong Quý 3 PGS tiến hành bán 5.61 triệu cổ phiếu PGD với giá trung bình khoảng 31,000 đồng và bán 5.61 triệu quyền mua cổ phiếu PGD cho Tổng công ty khí Việt Nam.

**PGS tăng vốn lên 380 tỷ.** Việc tăng vốn này đã được Đại hội đồng cổ đông thông qua. Hiện tại thời gian để thực hiện việc tăng vốn vẫn chưa công bố vì thế chúng tôi sẽ cập nhật sau và chúng tôi chưa phản ánh vào mô hình thu nhập sự kiện này.

### ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Nhu cầu sử dụng khí thiên nhiên vẫn được dự đoán tăng trưởng 2 con số trong vòng 5 năm tới.** Theo dự đoán của EIU và EIA thì nhu cầu sử dụng khí thiên nhiên tại Việt Nam có tốc độ tăng trưởng kép bình quân giai đoạn 2010 – 2014 vào khoảng 15.8%, cao gấp 2.5 lần so với tốc độ tăng trưởng GDP.

**PGS định vị tốt tại thị trường gas miền Nam.** Theo thông tin từ PGS, hiện nay PGS đang giữ vị trí số 1 tại thị trường gas Việt Nam với thị phần dao động từ 18%. Năm 2010 PGS dự định tăng mức thị phần này lên khoảng 19.7%.

**Danh mục đầu tư vào các công ty liên kết lành mạnh.** Chúng tôi đánh giá cao danh mục đầu tư vào các công ty liên kết của PGS ở các khía cạnh sau: (1) phù hợp với chiến lược phát triển của PGS, (2) giảm thiểu rủi ro nguồn cung bình gas, và (3) đem lại một khoản lợi nhuận tài chính.

### ĐỊNH GIÁ

Giá mục tiêu của chúng tôi cuối năm 2010 đối với PGS là **34,500 đồng** dựa trên mức EPS 2010 điều chỉnh là 5,769 đồng và PE mục tiêu 6 lần. Mức EPS này được rút ra từ : (1) tốc độ tăng sản lượng khí hóa lỏng 10.5%, (2) PGS tiếp tục duy trì 17.5% thị phần tại miền Nam Việt Nam và (3) tốc độ tăng trung bình giá bán gas tăng 10%. Chúng tôi khuyến nghị **MUA**

### RỦI RO ĐẦU TƯ

**Tập đoàn đầu khí Việt Nam (PVN) đã có những động thái tăng giá bán khí.** PVN đang có những động thái cho thấy sẽ tăng giá bán khí trong tương lai để phù hợp với giá khí tự nhiên quốc tế. Hiện nay giá bán khí của PVN dao động ở mức 3-3.5 USD/btu. Nếu giá bán khí tăng lên 4.3 USD/btu theo giá quốc tế thì sẽ ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của PGS (hoặc PGS phải tăng giá bán để giữ lợi nhuận biên nhưng mất thị phần, hoặc giảm lợi nhuận biên để giữ thị phần).

**30% gas là giả.** Theo thống kê ngành thì hiện nay có đến 30% gas trên thị trường là gas giả. Con số này cao gấp 2 lần so với thị phần gas mà PGS đang nắm giữ.

**Cháy nổ.** Đang kinh doanh mặt hàng được tổ chức chất lượng thế giới xếp loại nguy hiểm, PGS phải tuân thủ các quy định chặt chẽ về vận chuyển, bảo quản và xử lý nhằm đảm bảo an toàn.

**Đổ vỡ nguồn cung (supply disruption).** Đây là một rủi ro nếu xảy ra thì sẽ ảnh hưởng đến toàn bộ hoạt động của PGS, tuy nhiên chúng tôi đánh giá xác suất để xảy ra rủi ro này thấp khi nguồn cung từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất sớm đi vào hoạt động.

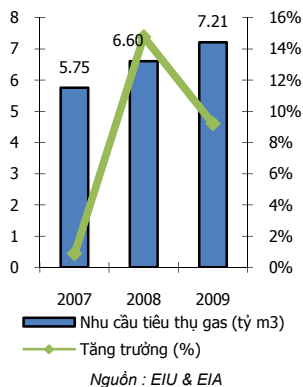
THÔNG TIN TÀI CHÍNH TÓM TẮT

Đơn vị : Tỷ VND

Mô hình thu nhập	2009	2010F	2011F	2012F	Bảng Cân Đối Kế Toán	2009	2010F	2011F	2012F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1,979</b>	<b>2,978</b>	<b>3,543</b>	<b>4,223</b>	<b>Tài sản ngắn hạn</b>				
Giá vốn hàng bán	(1,835)	(2,681)	(3,197)	(3,736)	Tiền & tương đương tiền	167	252	300	357
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>144</b>	<b>297</b>	<b>346</b>	<b>487</b>	Đầu tư tài chính ròng	-	84	77	70
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>7.3%</i>	<i>10.0%</i>	<i>9.8%</i>	<i>11.5%</i>	Khoản phải thu	390	587	699	833
Chi phí bán hàng	(102)	(129)	(161)	(202)	Hàng tồn kho ròng	76	110	132	154
Chi phí QLDN	(12)	(28)	(35)	(43)	Chi phí trả trước, TSNH khác	39	79	117	129
Thu nhập hoạt động khác	-	-	-	-	<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>672</b>	<b>1,112</b>	<b>1,323</b>	<b>1,578</b>
<b>Lợi nhuận hoạt động/EBIT</b>	<b>30</b>	<b>140</b>	<b>150</b>	<b>241</b>	<b>Tài sản máy móc thiết bị</b>				
Lãi vay ròng	(13)	(18)	(21)	(25)	Nguyên giá	307	656	722	794
Thu nhập tài chính ròng	29	165	3	3	Trừ khấu hao lũy kế	(33)	(169)	(358)	(500)
Thu nhập đầu tư ròng	-	0	0	0	Đầu tư tài chính dài hạn	108	46	46	46
Khác	(3)	-	-	-	Tài sản máy móc thiết bị ròng	273	487	364	294
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>43</b>	<b>287</b>	<b>131</b>	<b>219</b>	Tài sản dài hạn khác	178	566	625	675
Thuế thu nhập	(3)	(72)	(33)	(55)	<b>Tổng Tài Sản</b>	<b>1,232</b>	<b>2,212</b>	<b>2,358</b>	<b>2,592</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>40</b>	<b>216</b>	<b>99</b>	<b>164</b>	<b>Vay nợ ngắn hạn</b>				
Lợi ích của cổ đông thiểu số	-	25	25	25	Vay ngắn hạn	30	214	204	193
Cổ tức trả (VND/cổ phiếu)	1,900	1,400	1,500	1,500	Khoản phải trả	770	847	932	1,025
Lợi nhuận giữ lại	12	170	51	117	Nợ khác	61	22	56	48
Số cổ phiếu bình quân (m)	15	15	16	16	<b>Tổng vay nợ ngắn hạn</b>	<b>861</b>	<b>1,083</b>	<b>1,191</b>	<b>1,310</b>
Số cổ phiếu cuối năm (m)	15	16	16	16	<b>Vay nợ dài hạn</b>	<b>177</b>	<b>594</b>	<b>565</b>	<b>536</b>
<b>Thu nhập/cổ phiếu (VND)</b>	<b>2,665</b>	<b>12,373</b>	<b>4,660</b>	<b>8,801</b>	<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>194</b>	<b>406</b>	<b>473</b>	<b>617</b>
Cổ tức cổ phiếu thường (VND)	1,900	1,400	1,500	1,500	Cổ phiếu thường	150	159	159	159
<i>Tỷ lệ trả cổ tức/LN (cp thường)</i>	<i>71%</i>	<i>21%</i>	<i>48%</i>	<i>29%</i>	Quỹ đầu tư phát triển	8	40	55	80
					Lãi chưa phân phối	30	200	252	369
					Cổ phiếu Quỹ	-	-	-	-
					Nguồn ngân sách & quỹ khác	5	6	7	9
					<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>129</b>	<b>129</b>	<b>129</b>
					<b>Tổng vay nợ &amp; VCSH</b>	<b>1,232</b>	<b>2,212</b>	<b>2,358</b>	<b>2,592</b>
<b>Báo cáo dòng tiền</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>Tăng trưởng &amp; tỷ suất (%)</b>				
Lợi nhuận ròng	40	216	99	164	Tăng trưởng Doanh thu	18%	50%	19%	19%
Điều chỉnh tăng giảm:					Tăng trưởng EBIT	48%	367%	7%	61%
Khấu hao	11	136	189	142	Tăng trưởng lợi nhuận ròng	17%	439%	-54%	67%
Thay đổi hàng tồn kho	(64)	(35)	(21)	(22)	Tăng trưởng EPS	17%	364%	-62%	89%
Thay đổi khoản phải thu	(192)	(197)	(111)	(134)	Tỷ suất LN gộp	8%	10%	10%	12%
Thay đổi khoản phải trả	304	77	85	93	Tỷ suất EBIT	2%	5%	4%	6%
Khác	20	-	-	-	<b>Các chỉ số</b>				
<b>Dòng tiền từ hoạt động KD</b>	<b>118</b>	<b>196</b>	<b>240</b>	<b>243</b>	ROE	27%	136%	62%	104%
Thay đổi TSCĐ hữu hình	(191)	(349)	(66)	(72)	ROA	3%	10%	4%	6%
Thay đổi đầu tư ngắn hạn	193	(84)	8	7	Số ngày hàng tồn kho	15	15	15	15
Thay đổi đầu tư dài hạn	(35)	62	-	-	Số ngày khoản phải thu	72	72	72	72
Khác	(73)	-	-	-	Số ngày khoản phải trả	153	115	106	100
<b>Dòng tiền từ hoạt động Đ.Tư</b>	<b>(40)</b>	<b>(372)</b>	<b>(58)</b>	<b>(65)</b>	Vay nợ ròng/VCSH (x)	1.07	1.99	1.62	1.18
Cổ phần phát hành	-	9	-	-	Độ che phủ lãi vay - EBIT(x)	2	8	7	10
Thay đổi các quỹ khác	2	1	1	1	<b>Định giá so sánh (giá ngày 17/11/2010)</b>				
Thay đổi các khoản nợ vay	30	184	(11)	(10)	PE (x)	11.63	2.51	6.65	3.52
Thay đổi nợ dài hạn	26	417	(30)	(28)	PB (x)	2.55	0.90	-	-
Chia cổ tức cho cổ đông	(1)	22	24	24	Lợi suất cổ tức (%)	7.60	4.10	-	-
Khác	(2)	(373)	(119)	(107)					
<b>Dòng tiền hoạt động T.chính</b>	<b>55</b>	<b>260</b>	<b>(134)</b>	<b>(120)</b>					
Dòng tiền thuần	133	84	48	58					
Tiền mặt đầu kỳ	118	167	252	300					
<b>Tiền mặt cuối kỳ</b>	<b>167</b>	<b>252</b>	<b>300</b>	<b>357</b>					
<b>Ước tính dòng tiền tự do</b>	<b>2009</b>	<b>2010F</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>					
Lợi nhuận ròng	40	216	99	164					
Cộng thêm chi phí khấu hao	11	136	189	142					
(-) tăng TSLĐ, không kể tiền mặt	326	356	163	197					
(+) tăng VNNH	(89)	222	108	119					
(-) tăng nguyên giá TSMMTB	11	349	66	72					
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(375)</b>	<b>(132)</b>	<b>167</b>	<b>156</b>					

Chú thích: TSLĐ = tài sản lưu động; VNNH = vay nợ ngắn hạn; TSMMTB = Tài sản máy móc thiết bị; TSNH: Tài Sản Ngắn Hạn; VCSH: vốn chủ sở hữu; EBIT: lợi nhuận trước thuế và lãi vay; EBITDA: Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao  
Nguồn: Chứng Khoán Thăng Long

Nhu cầu và tăng trưởng khí thiên nhiên tại Việt Nam 2007-2009



## ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

**Nhu cầu sử dụng khí thiên nhiên vẫn được dự đoán tăng trưởng 2 con số trong vòng 05 năm tới – cao gấp 2.5 lần tốc độ tăng trưởng kinh tế.** Theo EIA và EIU dự báo thì tốc độ tăng trưởng trung bình kép hằng năm (CAGR) về nhu cầu sử dụng khí thiên nhiên tại Việt Nam khoảng 15.81% trong vòng năm năm tới. Tốc độ này cao 2.5 lần so với tốc độ tăng trưởng kinh tế Việt Nam giai đoạn 2010-2014.

**Bảng : Trữ lượng và sử dụng nhu cầu khí thiên nhiên 2010 - 2014**

Chỉ tiêu	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Trữ lượng khí thiên nhiên (tỷ m3)	575	600	630	650	650
Nhu cầu sử dụng khí thiên nhiên (tỷ m3)	8.26	9.48	10.99	12.76	14.85
Thay đổi nhu cầu (%)	14.57%	14.79%	15.90%	16.12%	16.43%
<b>Tốc độ tăng trưởng kép hằng năm (%)</b>	<b>15.81%</b>				

Nguồn : EIA và EIU

**Bảng : So sánh tốc độ tăng trưởng nhu cầu gas và GDP Việt Nam 2010 - 2014**

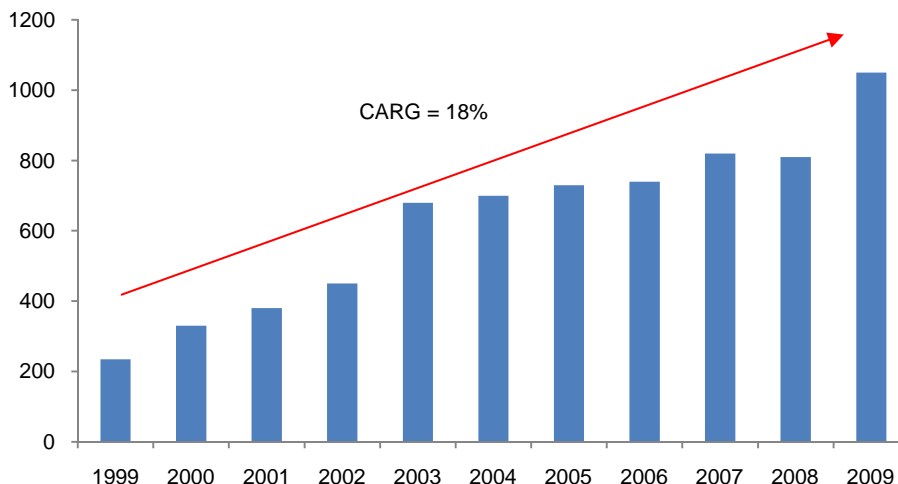
Chỉ tiêu	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F
Tăng trưởng nhu cầu gas (%)	14.6%	14.8%	15.9%	16.1%	16.4%
Tăng trưởng GDP thực (%)	6.20%	6.90%	7.10%	7.40%	7.50%

Nguồn : EIU

Điều này cho phép chúng tôi kỳ vọng thị trường khí thiên nhiên tại Việt Nam vẫn còn nhiều cơ hội để phát triển trong vòng 05 năm tới.

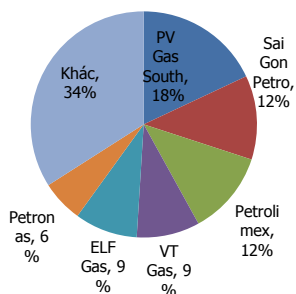
Riêng đối với thị trường khí hóa lỏng LPG (Liquefied petroleum gas) PGS dự đoán tăng trưởng trung bình kép 7.42% trong vòng giai đoạn 2010-2015. Tỷ lệ này là tương đối thận trọng so với tốc độ tăng trưởng nhu cầu sử dụng LPG trong giai đoạn 1999 – 2009 với tốc độ tăng trưởng kép (CARG) vào khoảng 18%.

**Nhu cầu LPG (tỷ tấn) giai đoạn 1999-2009**



Nguồn : PV Gas

Thị phần gas tại thị trường miền Nam năm 2008



**Bảng : Nhu cầu tiêu thụ khí hóa lỏng LPG theo dự đoán của PGS**

	2010	2015	2020	2025
Miền Nam (nghìn tấn)	762	1048	1350	1643
Miền Bắc (nghìn tấn)	280	409	527	641
Miền Trung (nghìn tấn)	103	180	232	282
Tổng cộng	1145	1637	2109	2566
<b>Tăng trưởng bình quân</b>	<b>7.42%</b>	<b>5.19%</b>	<b>4.01%</b>	

Nguồn : PGS

**PGS đang định vị tốt tại thị trường gas miền Nam –chiếm 66% dung lượng của cả nước.** Theo số liệu của PGS thì thị phần PGS tại thị trường miền Nam chiếm khoảng 18-19%. Mức thị phần này tương đối an toàn so với 02 đối thủ còn lại là SaiGon Petro và Petrolimex, trong đó mỗi doanh nghiệp chiếm khoảng 12%.

PGS đang lên kế hoạch để gia tăng mức thị phần này lên 19.7% năm 2010 và 22% năm 2015 dựa trên những nền tảng : (1) đảm bảo được nguồn cung từ công ty mẹ PV Gas, (2) đang sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp, (3) và đang có những dự án đầu tư nhằm củng cố hệ thống phân phối.

**Bảng : Mục tiêu thị phần của PGS trong 5 -15 năm nữa**

Chỉ tiêu	2010F	2015F	2025F
Tổng sản lượng (nghìn tấn)	150	230	433.5
%Thị phần toàn quốc	13.1	15	16.9
%Thị phần phía Nam	19.7	22	26.4

Nguồn : PGS

**PGS đang sở hữu một danh mục đầu tư các công ty liên doanh khá lành mạnh.** Hiện nay PGS đang đóng góp vốn vào 04 công ty. Chúng tôi đánh giá danh mục này tương đối lành mạnh ở các khía cạnh sau : (1) phù hợp với chiến lược phát triển của PGS trong tương lai, (2) giảm thiểu rủi ro về nguồn cung bình, (3) có một khoản lợi nhuận tài chính. Trong đó, theo cách phân loại của chúng tôi với mức đóng góp dưới 20% được xem là khoản đầu tư tài chính và được ghi nhận vào bảng báo cáo lợi lỗ trong kỳ thực hiện giao dịch. Với cách phân loại này thì sau việc thực hiện thành công chuyển nhượng 5.61 triệu cổ phiếu và quyền mua sẽ đem lại cho PGS một khoản lợi nhuận tài chính bất thường 147 tỷ đồng trong năm tài chính 2010.

**Bảng : Danh mục đầu tư vào các công ty liên kết của PGS**

Danh mục	Giá trị (tỷ)	Tỷ lệ góp (%)	Đánh giá	
			Tài chính	Phi tài chính
Công ty liên doanh Vinabenny	50	20.83		Phù hợp với chiến lược tăng thị phần và năng lực phân phối LPG
Cty CP CNG Vietnam	22.8	34.02	Lời tài chính chưa hiện thực -2.74 tỷ đồng*	Phù hợp cho chiến lược phát triển năng lượng sạch
Nhà máy sản xuất bình khí Petro Việt Nam	17.2	20		Đảm bảo nguồn cung bình
Cty CP Phân phối khí thấp áp**	56.1	17	Lời tài chính ròng hiện thực 147 tỷ	

Nguồn : PGS & TLS phân tích

\*Theo thông tin từ ĐHCĐ

\*\*Chi tiết như bảng sau

**Bảng : Hiện thực hóa lợi nhuận khoản đầu tư PGD**

Đầu tư tài chính PGD (Tỷ đồng)	Giá trị	Ghi chú
Số lượng cổ phiếu (triệu)	5.61	
Chi phí đầu tư (tỷ đồng)	(56.10)	Giá vốn là 10,000 đồng
Thu nhập đầu tư (Tỷ)	173.91	Giá bán trung bình là 31,000 đồng
Số lượng quyền	1.40	4 cổ phiếu thì được 1 quyền mua
Thu nhập từ quyền (Tỷ)	29.45	Giá bán trung bình là 21,000 đồng
Phí chuyển quyền (Tỷ)	(0.28)	
Lợi nhuận ròng tài chính từ PGD	146.98	

Nguồn : PGS

**Kỳ vọng cải thiện lợi nhuận gộp cho LPG từ năm 2011 trở đi** khi PV Gas công bố kế hoạch kinh doanh bán khí LPG ở mức 700 đôla / tấn. Trong kế hoạch chào bán cổ phiếu lần đầu ra công chúng (IPO) của PV Gas, PV Gas đã công bố thông tin sẽ bán khí LPG ở mức 700 đôla / tấn cho các mặt hàng LPG. Đây là 01 trong những điều kiện có thể giúp PGS cải thiện được lợi nhuận gộp biên của mình trong giai đoạn 2011 – 2013.

**Bảng : Giá bán từng loại sản phẩm khí của PV Gas**

	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Sản phẩm LPG (USD / tấn)	717	700	700	700	700	700
Sản phẩm LNG (USD / triệu BTU)	-	-	12	12	12	13
Sản phẩm Condensate (USD / tấn)	203	550	550	550	550	550

Nguồn : PV Gas

**ĐỊNH GIÁ 2010**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá theo thị trường để định giá PGS, trong đó sử dụng chỉ số PE như chỉ số chính về giá trị (key value indicator). Chúng tôi tin rằng phương pháp này phù hợp với thị trường mới nổi như Việt Nam với thời gian đầu tư trong vòng 1 năm do đặc điểm thói quen định giá theo PE của phần lớn nhà đầu tư nội địa chiếm tới trên 90% giá trị giao dịch thị trường. Chúng tôi tiến hành hai bước: (1) dựa trên nền tảng của doanh nghiệp chúng tôi dự báo thu nhập trên một cổ phiếu của PGS đến cuối năm 2010, (2) sử dụng chỉ số PE trung bình ngành hiện tại (hoặc trung vị trong trường hợp có sự chênh lệch lớn giữa giá trị lớn nhất và giá trị nhỏ nhất) làm hệ số nhân mục tiêu tính giá.

**Thu nhập trên mỗi cổ phiếu của PGS đến cuối năm 2010 đạt 5,769.21 đồng, không bao gồm thu nhập từ tài chính bất thường.** Chúng tôi xây dựng dự đoán thu nhập trên mỗi cổ phiếu của PGS dựa trên một số giả định sau:

**Giả định về doanh thu**

Hiện tại PGS đang có 04 mảng kinh doanh lớn đóng góp vào doanh thu là : (1) khí hóa lỏng, (2) xăng dầu nhớt, (3) khí CNG và (4) khác gồm phân bón và đặt cọc bình. Trong đó mặt hàng khí hóa lỏng đóng góp khoảng 90% trong tổng doanh thu thuần.

**Dự báo doanh thu khí hóa lỏng.** Chúng tôi tiến hành dự đoán doanh thu 2010 của PGS dựa trên các giả định sau : (1) tổng nhu cầu LPG vẫn tiếp tục tăng trưởng ở mức 10.5% cao hơn 1.5 lần so với tốc độ tăng trưởng GDP, (2) PGS vẫn tiếp tục duy trì thị phần của mình ở mức 17.5% và (3) giá bán LPG của PGS tăng 10% sau khi có đợt tăng giá bán gas bình 12 kg với mức tăng thêm 5,000 đồng / kg. Với giả định này chúng tôi kỳ vọng doanh thu khí hóa lỏng của PGS đạt khoảng 2,596 tỷ đồng.

**Bảng : Dự báo doanh thu khí hóa lỏng**

Dự phóng doanh thu	2008	2009	2010F
Doanh thu LPG (tỷ đồng)	1,630.66	1,808.34	2,596.06
Tổng nhu cầu LPG cả nước (tỷ tấn)	810	1050	1155
Sản lượng (tấn)	120,627	154,874	202,125
Giá bán LPG (đồng / kg)	13,518.18	11,676.20	12,843.82

Nguồn : BCB2010, PV Gas và TLS tổng hợp

**Dự phóng doanh thu xăng dầu nhớt, CNG và khác.** Các mặt hàng này phụ thuộc vào sự tăng trưởng nhu cầu vận chuyển. Với việc giả định nhu cầu vận chuyển tăng trưởng hằng năm là 5%, chúng tôi dự phóng doanh thu của các sản phẩm còn lại của PGS (loại trừ khí LPG) năm 2010 là 382.02 tỷ đồng. Chúng tôi xây dựng bảng dự phóng cho các sản phẩm còn lại của PGS như sau:

**Bảng : Dự báo doanh thu các sản phẩm khác**

Dự phóng doanh thu	2008	2009	2010F
Doanh thu xăng dầu nhớt (tỷ đồng)	63.42	65.67	79.30
Sản lượng (triệu lít)	5.05	5.26	6.05
Giá bán TB xăng dầu nhớt (đồng / lít)	12,555.93	12,491.92	13,116.51
Doanh thu CNG	-	24.22	254.6
Sản lượng (triệu m3)	-	2.91	30.61
Giá bán TB CNG	-	8,318.34	8,318.34
Doanh thu đặt cọc bình gas	7.252	10.127	12.98
Tỷ lệ so với khí LPG	0.00	0.01	0.01
Doanh thu khác từ phân bón, đạm	11.682	70.5	35.12
Doanh thu thuần hợp nhất ngoại trừ LPG	82.35	170.52	382.02

Nguồn : BCB2010, BCTC 09/2010 và TLS tổng hợp

Tổng hợp lại doanh thu thuần hợp nhất của PGS năm 2010 đạt 2,978.08 tỷ đồng.

**Bảng : Dự báo doanh thu PGS**

Dự phóng doanh thu hợp nhất PGS	2008	2009	2010F
Doanh thu LPG (tỷ đồng)	1,630.66	1,808.34	2,596.06
Doanh thu xăng dầu nhớt (tỷ đồng)	63.42	65.67	79.30
Doanh thu CNG (tỷ đồng)	-	24.22	254.62
Doanh thu đặt cọc bình gas (tỷ đồng)	7.25	10.13	12.98
Doanh thu khác từ phân bón, đạm (tỷ đồng)	11.68	70.50	35.12
Doanh thu thuần hợp nhất PGS	1,713.01	1,978.86	2,978.08

*Nguồn : BCB2010, BCTC 09/2010 và TLS tổng hợp*

**Giá định về chi phí**

Chi phí giá vốn hàng bán thường chiếm tỷ lệ cao trong cơ cấu doanh thu của PGS với tỷ lệ trên 90% , cụ thể năm 2007 và 2008 tỷ lệ này là 95% và năm 2009 là 92%. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp thường chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu doanh thu, dao động quanh mức 5.25% trong giai đoạn 2007-2009.

**Dự phóng chi phí giá vốn hàng bán.** Hiện tại giá vốn mua LPG của PGS chiếm khoảng 92% trong tổng giá vốn hàng bán. Trong năm 2010 giá LPG trên thế giới biến động bất thường và đạt đỉnh 785 đôla cho 01 tấn. Điều này ảnh hưởng lớn đến hiệu quả kinh doanh của PGS.

Trong năm 2010, dựa trên báo cáo kết quả Quý 3/2010 và các số liệu năm trước chúng tôi dự báo chi phí vốn của PGS ở mức 2,681 tỷ đồng. Chi tiết như bảng sau:

**Bảng : Dự báo chi phí vốn hàng bán**

Dự phóng chi phí vốn hàng bán (tỷ đồng)	2008	2009	2010F
Chi phí mua LPG (tỷ đồng)	1,549.36	1,691.39	2,440.29
Tổng nhu cầu LPG cả nước (tỷ tấn)	810	1050	1155
Sản lượng (tấn)	120,627	154,874	202,125
Chi phí mua trung bình LPG (đồng / kg)	12,844.22	10,921.09	12,073.19
Chi phí mua xăng dầu nhớt (tỷ đồng)	57.486	61.557	76.12
Sản lượng (triệu lít)	5.05	5.26	6.05
Chi phí mua trung bình xăng dầu nhớt (đồng / lít)	11,381.11	11,709.53	12,591.85
Chi phí mua CNG		10.90	114.6
Sản lượng (triệu m3)	-	2.91	30.61
Chi phí mua trung bình CNG		3,743.25	3,743.25
Chi phí đặt cọc bình gas	10.369	20.943	17.57
Tỷ lệ so với khí LPG	0.67%	1.24%	0.72%
Chi phí khác từ phân bón, đạm	15.3	50.10	32.58
Tổng giá vốn hàng bán	1,632.52	1,834.90	2,681.15

*Nguồn : BCB2010, BCTC 09/2010 và TLS tổng hợp*



**Dự phóng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp:** Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp PGS dao động quanh mức 5%-6% trong giai đoạn 2007-2009. Dựa trên kết quả quý 3 / 2010 khi mức này ở 5.27%, chúng tôi dự phóng khoản chi phí này của PGS đạt mức 156.94 tỷ đồng.

**Bảng : Dự báo chi phí SG&A**

Dự phóng chi phí SG&A (Tỷ đồng)	2008	2009	2010F
Chi phí bán hàng	68.52	101.57	129.25
% doanh thu	4.00%	5.13%	4.34%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	11.25	12.38	27.70
% doanh thu	0.66%	0.63%	0.93%
Tổng chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp	79.76	113.95	156.94

Nguồn : BCB2010, BCTC 09/2010 và TLS tổng hợp

**Dự phóng thu nhập tài chính ròng.** Thu nhập tài chính chủ yếu là cổ tức được chia từ các công ty liên doanh / liên kết và khoản hiện thực hóa lợi nhuận thông qua bán cổ phiếu và quyền mua cổ phiếu PGD cho Tổng công ty khí Việt Nam. Chúng tôi dự phóng thu nhập ròng tài chính của PGS đạt 165.36 tỷ đồng năm 2010, trong đó riêng khoản bán cổ phiếu PGD đạt 146.98 tỷ

**Bảng : Dự báo lợi nhuận ròng tài chính**

Dự phóng lợi nhuận ròng tài chính (tỷ đồng)	2008	2009	2010F
Doanh thu tài chính	62.11	35.14	174.96
Chi phí tài chính	(4.69)	(5.88)	(9.60)
Thu nhập ròng tài chính	57.42	29.26	165.36

Nguồn : BCB2010, BCTC 09/2010 và TLS tổng hợp

**Thuế suất thu nhập doanh nghiệp** cho PGS ở mức 25%.

Dựa trên các giả định trên, chúng tôi tiến hành cập nhật lại mô hình thu nhập cho PGS. Theo đó thì PGS dự kiến đạt doanh thu thuần 2,976 tỷ với lợi nhuận sau thuế đạt 215.61 tỷ - điều này tương đương với thu nhập trên mỗi cổ phiếu PGS ở mức 12,373.18 đồng.

**Bảng : Mô hình thu nhập cổ phiếu PGS**

Mô hình lợi nhuận (tỷ đồng)	Cơ cấu doanh thu năm 2009 (%)	2010F	
		Cũ - 30/06/2010	Mới - 17/11/2010
Doanh thu khí hóa lỏng	91.38%	2,099.39	2,596.06
Doanh thu xăng dầu	3.32%	72.24	79.30
Doanh thu CNG	1.22%	60.56	254.62
Khác	4.07%	93.61	48.10
<b>Doanh thu thuần kinh doanh</b>		<b>2,325.80</b>	<b>2,978.08</b>
<b>EBIT cho hoạt động kinh doanh</b>		<b>44.33</b>	<b>139.99</b>
<b>Thu nhập ròng tài chính</b>		<b>18.17</b>	<b>165.36</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>		<b>62.50</b>	<b>287.48</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>		<b>46.88</b>	<b>215.61</b>
<b>Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (đồng)</b>		<b>3,125.23</b>	<b>12,373.18</b>

Nguồn : TLS dự phóng

Chúng tôi cho rằng khoản lợi nhuận tài chính từ việc chuyển nhượng cổ phiếu PGD là bất thường và chỉ xảy ra 01 lần (one-off) nên chúng tôi loại bỏ khoản này ra cho việc tính EPS điều chỉnh (normalized EPS). Điều này phản ánh đúng thực chất hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp là vận chuyển và phân phối gas. EPS điều chỉnh phản ánh hoạt động kinh doanh cốt lõi của PGS được dự kiến đạt **5,769.21 đồng**.

Mô hình lợi nhuận (tỷ đồng)	2010F	
	Chưa điều chỉnh	Có điều chỉnh
Doanh thu khí hóa lỏng	2,596.06	2,596.06
Doanh thu xăng dầu	79.30	79.30
Doanh thu CNG	254.62	254.62
Khác	48.10	48.10
<b>Doanh thu thuần kinh doanh</b>	<b>2,978.08</b>	<b>2,978.08</b>
<b>EBIT cho hoạt động kinh doanh</b>	<b>139.99</b>	<b>139.99</b>
<b>Thu nhập ròng tài chính</b>	<b>165.36</b>	<b>-</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>287.48</b>	<b>122.12</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>215.61</b>	<b>91.59</b>
<b>Thu nhập trên mỗi cổ phiếu (đồng)</b>	<b>12,373.18</b>	<b>5,769.21</b>

Nguồn : TLS dự phóng

**Giá trị trung bình PE các công ty hoạt động tương đồng với PGS ở mức 6x lần.** Chúng tôi tiến hành thu thập giá trị PE của một số công ty hoạt động trong ngành phân phối gas đã được niêm yết trên sàn. Giá trị PE trung bình mà chúng tôi tính ra được là 6 lần, với việc loại bỏ mã MTG do có mức PE cao bất thường (outliers)

Mã CK	Giá đóng cửa ngày 10/11	ROA	ROE	Giá trị sổ sách (đồng)	EPS 4 quý gần nhất	P/E	P/B	P/S	Enterprise Value / EBITDA
HTC	36,600	2.01%	5.22%	28,873	6,360	5.75	1.27	0.61	15.80
MTG*	8,600	1.13%	1.94%	18,637	260	33.08	0.46	0.56	24.11
PGC	14,200	1.58%	3.03%	18,082	2,040	6.96	0.79	0.18	4.30
PGD	33,100	4.87%	9.14%	16,420	5,790	5.72	2.02	0.66	9.55
PVG	14,100	0.34%	1.24%	11,850	1,330	10.60	1.19	0.27	17.33
SFC	34,500	2.08%	3.63%	8,631	6,910	4.99	4.00	0.29	10.72
TMC	25,200	1.58%	3.43%	11,769	3,950	6.38	2.14	0.18	16.68
<b>Trung bình</b>						<b>6.73</b>	<b>1.90</b>	<b>0.37</b>	<b>12.39</b>
<b>Trung vị</b>						<b>6.38</b>	<b>1.27</b>	<b>0.29</b>	<b>15.80</b>

Nguồn : TLS

\*MTG có PE cao bất thường nên chúng tôi loại ra trong tính trung bình

**Giá mục tiêu của chúng tôi đến cuối năm 2010 là 34,615 đồng.** Với mức PE trung bình ngành là 6 lần cùng với giá trị EPS cho mỗi cổ phiếu vào cuối năm 2010 là 5,769 đồng thì giá mục tiêu của chúng tôi là **34,615 đồng**.

MCK	EPS 2010 điều chỉnh (đồng)	PE mục tiêu	Giá mục tiêu 2010 (đồng)
PGS	5,769	6x	34,615

Nguồn : TLS dự phóng

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu này dựa trên giá mục tiêu của chúng tôi là cuối năm 2010 là **34,615 đồng, cao hơn 21.05 %** so với giá đóng cửa giao dịch ngày 17/11.

Với mức PE 6x thì PGS đang giao dịch ở mức tương đối rẻ hơn trong quá khứ khi PGS giao dịch trong 11 quý liên tục có PE trung bình khoảng 9x.

	Quý 1/2008	Quý 2/2008	Quý 3/2008	Quý 4/2008	Quý 1/2009	Quý 2/2009	Quý 3/2009	Quý 4/2009	Quý 1/2010	Quý 2/2010	Quý 3/2010
PE quá khứ theo quý	15.40	7.09	6.72	5.11	4.99	9.54	17.44	9.69	9.00	8.78	2.29

Nguồn : TLS dự phóng

**Rủi ro đối với mô hình định giá của chúng tôi.** Trong mô hình định giá, chúng tôi có sử dụng các giả định. Những giả định đưa đến rủi ro cho mô hình định giá. Những rủi ro khiến giá cổ phiếu tăng so với dự báo của chúng tôi là : (1) nhu cầu tăng cao hơn 10.5% dự báo chúng tôi, (2) phát sinh những khoản lợi nhuận bất thường mà chúng tôi chưa kịp phản ánh, (3) khả năng đẩy chi phí vốn về phía người tiêu dùng cuối cùng thông qua tăng giá bán cao hơn 10%. Những rủi ro khiến giá cổ phiếu giảm so với dự báo của chúng tôi là : (1) nhu cầu tăng thấp hơn 10.5% so với dự báo chúng tôi, (2) PVN tăng giá bán khí và PGS phải giảm lợi nhuận để giữ thị phần.



**RỦI RO CHÍNH**

Hoạt động trong lĩnh vực khí hóa lỏng, PGS đang phải đối mặt với các rủi ro liên quan đến thị trường cũng như hoạt động, trong đó có 04 rủi ro chính:

**PVN có khả năng tăng giá bán khí.** Hiện nay giá bán khí thiên nhiên trên thế giới ở mức 4.3 USD / triệu BTU. Giá bán khí của tập đoàn PVN hiện nay cho các tổng công ty và công ty thành viên chỉ xoay quanh ở mức 3 – 3.5 USD / triệu BTU và cho các công ty không phải thành viên là từ 3.5 – 3.9 USD / triệu BTU. PVN cũng mong muốn để nâng giá bán khí trong nước ngang bằng với giá quốc tế theo một lộ trình nhất định. Trong năm 2010, PVN cũng đã có những động thái nhất định để tăng giá bán khí: (1) đề xuất tăng giá bán khí cho ngành điện, (2) tăng giá bán khí cho ngành đạm điện của các công ty thành viên từ 2.9 USD lên 3.48 USD / triệu BTU. Điều này sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hoạt động sản xuất kinh doanh của PGS buộc PGS phải đánh đổi giữa mục tiêu thị phần và hiệu quả tài chính. Ngoài ra BMI cũng đã đưa ra lý do để lý giải việc tập đoàn năng lượng hàng đầu của Mỹ là Chevron đã từ chối dự án Gas Việt Nam tại mỏ Malay Basin đến 2014 là do chưa thống nhất được giá gas với tập đoàn Dầu khí Việt Nam – theo đó thì Chevron muốn đưa mức giá bán khí của mình lên 5.8 – 8.2 USD / triệu BTU.

Theo lộ trình thì kể từ tháng 3/2011 giá khí tăng 35% so với năm 2010 và tăng trung bình 4%/năm trong 4 năm đối với sản lượng trên bao tiêu.

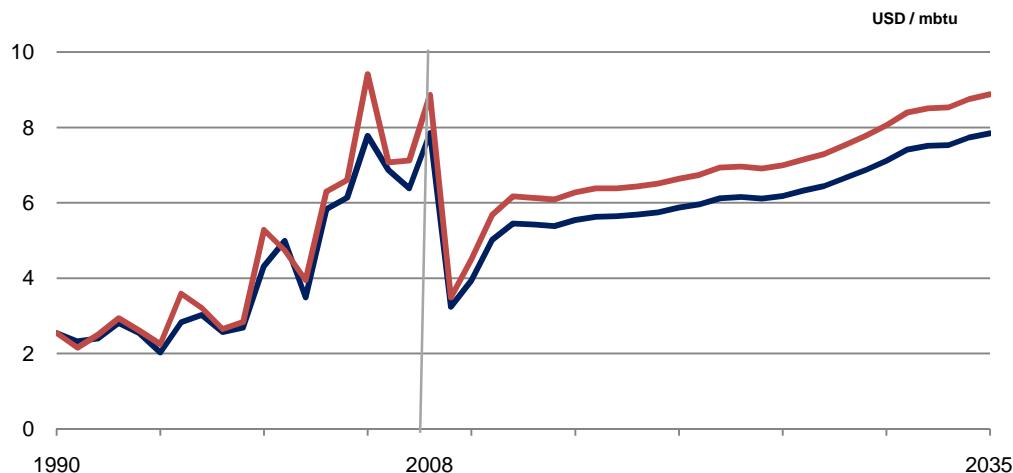
**Bảng : Lộ trình tăng giá khí của Petro Việt Nam (PVN)**

USD / triệu BTU	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Giá khí đầu vào</b>						
Bể Cửu Long	2.95	3.01	3.07	3.13	3.19	3.26
Bể Nam Côn Sơn						
Sản lượng < 3.8 tỷ m3 / năm	3.38	3.45	3.51	3.58	3.66	3.73
Sản lượng > 3.8 tỷ m3 / năm	3.69	3.76	3.83	3.9	3.97	4.05

Nguồn : PVN

Theo EIA thì từ 2011 – 2015 giá khí thiên nhiên vẫn tiếp tục có xu hướng tăng do nhu cầu vận chuyển tăng và sự thay thế các sản phẩm năng lượng dầu bằng khí thiên nhiên.

**Hình : Dự phóng giá khí thiên nhiên Henry Hub của EIA**



Nguồn : EIA

**30% gas đang lưu hành trên thị trường là gas kém chất lượng và làm giả.** Theo Hiệp hội Gas thì 30% gas trên thị trường là giả, bao gồm gas gắn nhãn mác của các thương hiệu uy tín và gas sang chiết không theo quy trình. Con số này nếu so với thị phần 18% của PGS thì được xem là con số lớn. Hơn thế nữa việc sử dụng vỏ bình gas PGS nhưng gas lại sang chiết không đúng quy trình thì có thể ảnh hưởng đến uy tín của PGS.

**Cháy nổ.** Gas là mặt hàng được Tổ chức Vận chuyển quốc tế ([www.imo.org](http://www.imo.org)) phân loại 2 (class 2) trong nhóm mặt hàng nguy hiểm. Điều này cũng phù hợp với luật pháp Việt Nam tại văn bản số 104/2009/NĐ-CP "Quy định danh mục Hàng nguy hiểm và vận chuyển Hàng nguy hiểm bằng phương tiện giao thông cơ giới đường bộ. Theo quy định, khi vận chuyển các mặt hàng cần tuân thủ đầy đủ về mặt pháp lý: (1) giấy phép kinh doanh, (2) dán, nhãn hàng hóa, (3) điều kiện người vận chuyển, (4) điều kiện bảo quản và xếp dỡ hàng hóa và (5) phương tiện vận chuyển.

**Đổ vỡ nguồn cung.** Trong vòng năm năm tới 2010-2014, nguồn dự trữ khí thiên nhiên có thể đảm bảo 43 lần nhu cầu sử dụng gas. Hơn thế nữa trong năm 2010, nguồn gas từ nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ được cung cấp ra thị trường cùng với nguồn hiện tại từ Đình Cổ. Vì thế về nguồn cung khí thiên là đảm bảo tuy nhiên chúng tôi vẫn đánh giá có rủi ro đổ vỡ, chẳng hạn như đường ống dẫn khí có trục trặc. Tuy nhiên xác suất xảy ra việc đổ vỡ này được chúng tôi đánh giá thấp.

Với các rủi ro trên chúng tôi lượng hóa bằng bảng sau để đánh giá tầm ảnh hưởng của các rủi ro đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Theo đó thì rủi ro tăng giá bán khí, hàng kém chất lượng và cháy nổ là những rủi ro hàng đầu có thể ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh của PGS.

**Bảng : Đánh giá tác động của rủi ro đến hiệu quả hoạt động của PGS**

Tên rủi ro	Tác động / Ảnh Hưởng (1-5)	Xác suất xảy ra (1-5)	Tầm ảnh hưởng = Tác động * Xác suất (1-25)
Tăng giá bán khí	3	3	9
Hàng giả / kém chất lượng	3	3	9
Cháy nổ	4	2	8
Đổ vỡ nguồn cung	5	1	5

Nguồn : TLS

Ngoài ra theo 01 nghiên cứu độc lập về các rủi ro ảnh hưởng đến hoạt động các công ty dầu khí Việt Nam nói chung thì có 05 rủi ro lớn nhất trong ngành này mà PGS có thể gặp phải là:

**Bảng : Các rủi ro ngành dầu khí**

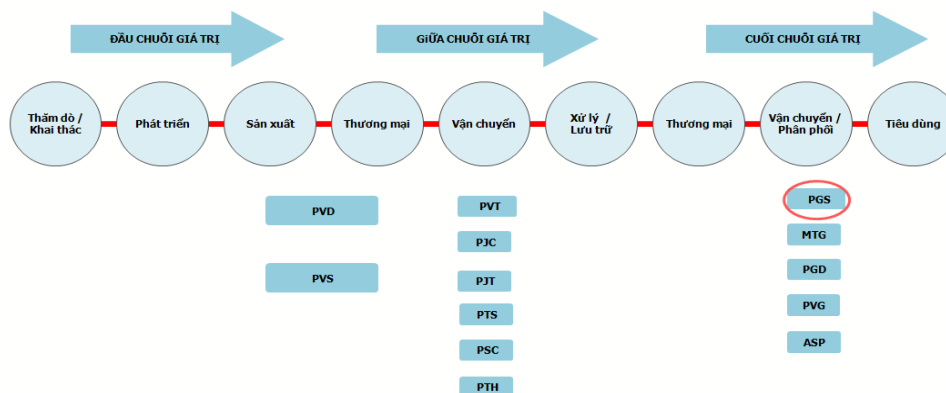
Tên rủi ro	Tác động / Ảnh Hưởng (0-1)	Xác suất xảy ra (0-1)	Chỉ số rủi ro
Hệ thống chính trị	0.705	0.652	0.486
Thiết kế hoạt động không tốt	0.743	0.629	0.477
Đội ngũ làm việc thiếu năng lực	0.729	0.59	0.442
Năng lực dự thầu không tốt	0.724	0.567	0.432
Sự chậm trễ của chủ đầu tư	0.686	0.595	0.428

Nguồn : Emeraldinsight

**MÔ HÌNH KINH DOANH**

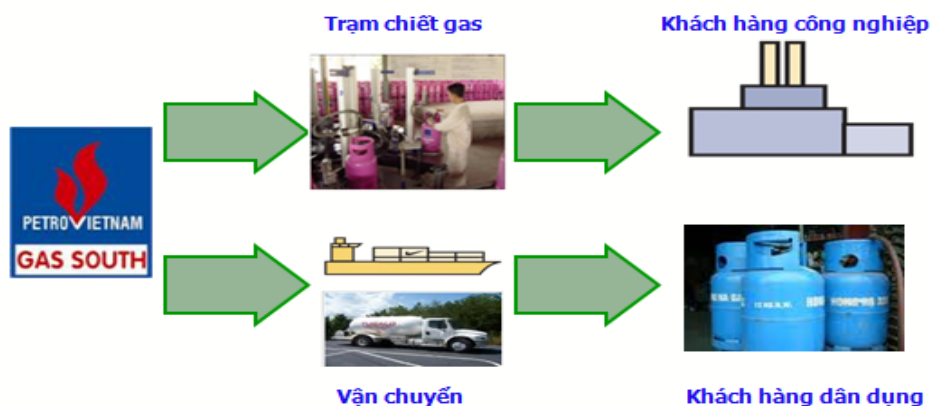
**Vị trí PGS trong chuỗi giá trị năng lượng đầu khí.** PGS nằm ở cuối chuỗi giá trị năng lượng gas, theo đó PGS làm tăng giá trị chuỗi thông qua việc phân phối gas đến cho người sử dụng cuối cùng.

**Hình : Chuỗi giá trị năng lượng đầu khí và vị trí PGS**



Nguồn: TLS

**Mô hình hoạt động kinh doanh của PGS.** Hiện nay khách hàng của PGS gồm khách hàng dân dụng và khách hàng công nghiệp. PGS cung cấp sản phẩm cho hệ thống khách hàng này thông qua trạm chiết gas / kho chứa hoặc vận chuyển. Hệ thống phân phối gas của PGS chủ yếu tập trung tại thị trường miền Nam, miền Trung và Tây Nguyên.



Nguồn: TLS

**Vị thế PGS trong thị trường khí hóa lỏng.** Tại thị trường miền Nam PGS đang ở vị trí số 1 về thị phần đối với việc cung cấp khí hóa lỏng (LPG) so với 02 vị trí còn lại là Saigon Petro và Petrolimex – mỗi đơn vị chiếm 12%. Đây là thị trường mang tính tập trung khi 5 doanh nghiệp hàng đầu chiếm khoảng 60% thị phần của thị trường

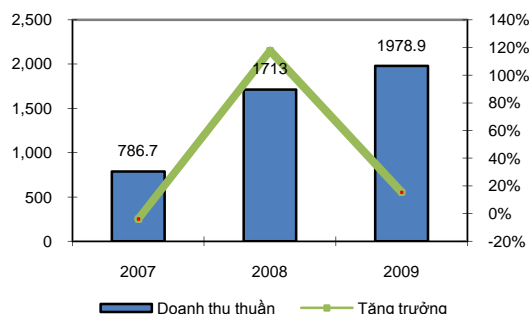
**Bảng : Vị thế PGS tại thị trường miền Nam 2008**

Vị trí	Tên	Doanh thu (Tỷ)	Thị phần
1	PV Gas South	1,630.7	18%
2	Petrolimex	1,087.1	12%
3	Saigon Petro	1,087.1	12%
4	VT Gas	8,15.3	9%
5	ELF Gas	8,15.3	9%
6	Petronas	5,43.6	6%
7	Khác	3,080.1	34%
Tổng cộng		9059.2	100%

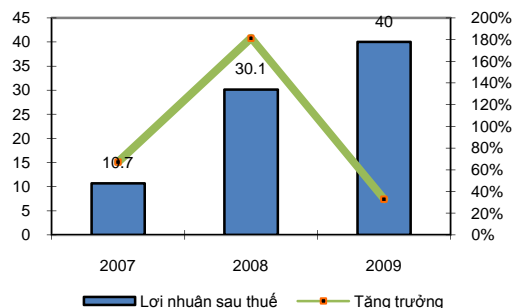
Nguồn : BCB2010 và TLS ước tính

**Hiệu quả hoạt động kinh doanh.** Trong giai đoạn từ 2007 – 2009, doanh thu của PGS tăng trưởng gần 150% đưa doanh thu từ 787 tỷ năm 2007 lên 1978 tỷ năm 2009. Và lợi nhuận sau thuế của PGS tăng gần 270% đưa lợi nhuận sau thuế của công ty tăng từ 10.7 tỷ năm 2007 lên 40 tỷ năm 2009.

**Doanh thu thuần (tỷ) và tăng trưởng**



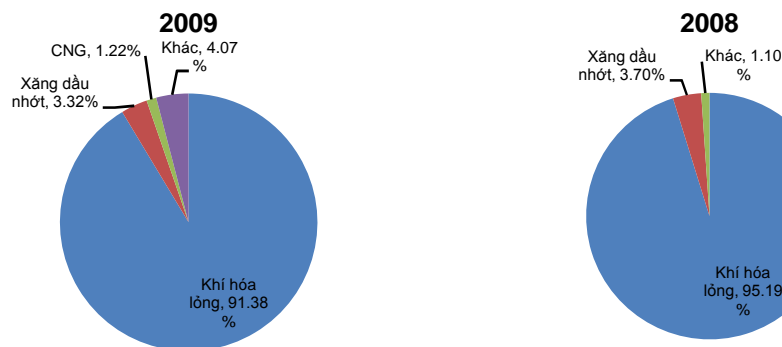
**Lợi nhuận sau thuế (tỷ) & tăng trưởng**



Nguồn : BCTC và TLS tổng hợp

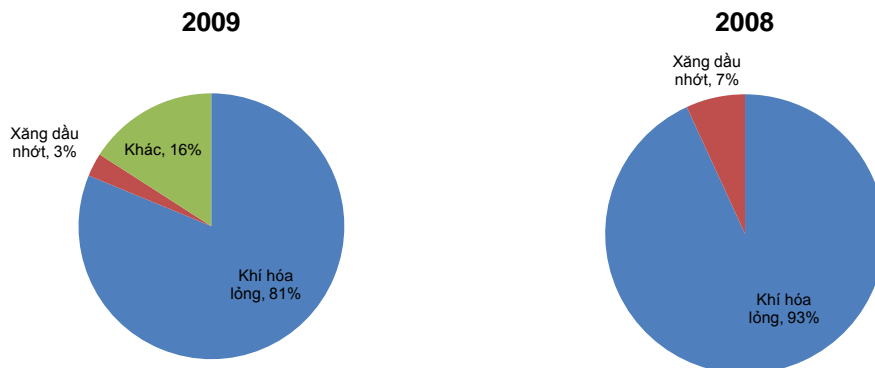
**Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp.** Năm 2009, mảng kinh doanh khí hóa lỏng chiếm hơn 90% doanh thu và hơn 80% lợi nhuận gộp của PGS. Cũng trong năm 2009, PGS ghi nhận 24 tỷ doanh thu cho mặt hàng khí CNG, đóng góp khoảng 1.22% cho tổng doanh thu. Đây là loại khí mới dùng trong chương trình thí điểm sử dụng nhiên liệu thay thế cho dầu DO của hệ thống xe buýt tại Hồ Chí Minh.

**Hình : Cơ cấu doanh thu 2008 – 2009 của PGS**



Nguồn : BCTC và TLS tổng hợp

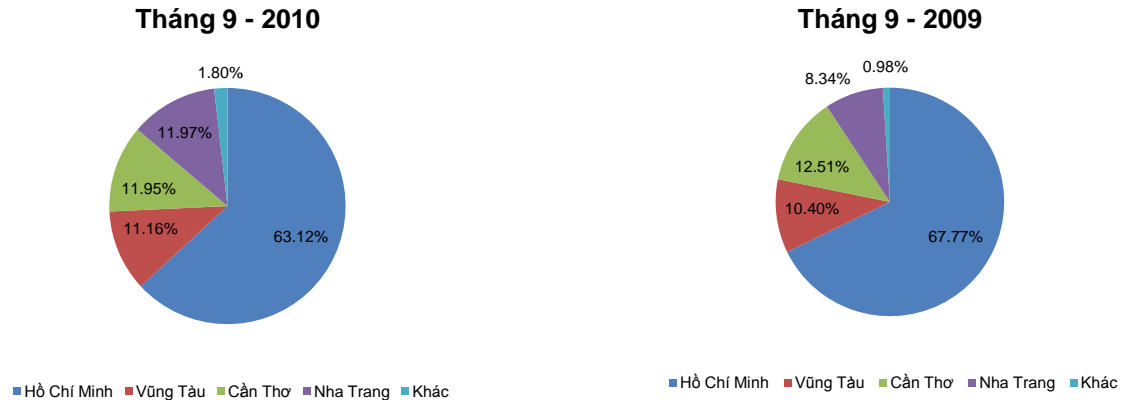
**Hình : Cơ cấu lợi nhuận gộp 2008 – 2009 của PGS**



Nguồn : BCTC và TLS tổng hợp

**Cơ cấu doanh thu theo vùng.** Hiện tại khu vực đóng góp nhiều cho doanh thu PGS là Thành phố Hồ Chí Minh với tỷ lệ trên 60%. Tiếp theo là Vũng Tàu, Cần Thơ và Nha Trang.

**Hình : Cơ cấu doanh thu theo vùng 09/2009 – 09/2010 của PGS**



Nguồn : BCTC và TLS tổng hợp

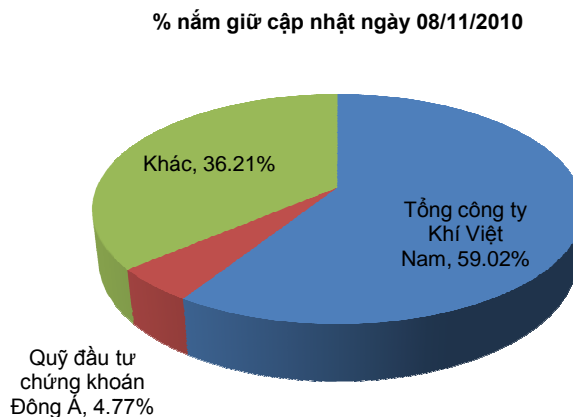
**Vị thế tài chính PGS so với các công ty cùng ngành năm 2009.** Hiệu quả kinh doanh của PGS năm 2009 không tốt so với các công ty cùng ngành khi lãi gộp biên và lãi kinh doanh biên thấp hơn rất nhiều so với các công ty như ASP, HTC, PGC và PGD. Mặc dù ROE ở mức cao khoảng 21% nhưng phần lớn là do việc sử dụng đòn bẩy đóng góp – điều này cũng khiến hệ số nợ của PGS ở mức cao nhất so với các công ty cùng ngành cung cấp khí đốt và xăng dầu.

**Bảng : Một số chỉ tiêu tài chính của PGS năm 2009 so với các công ty cùng ngành.**

Mã CK	Hệ số nợ	Tỷ suất lãi gộp	Tỷ suất lợi nhuận KD	ROE	ROA	EPS cơ bản	BVPS	P/E	P/B
PGS	0.84	7.3%	1.52%	20.65%	3.25%	2,550	12,142	9.57	2.01
ASP	0.71	11.8%	5.04%	14.11%	5.24%	2,234	12,119	6.04	1.14
HTC	0.59	11.8%	4.88%	25.93%	10.55%	-	30,938	0.00	0.00
MTG	0.29	6.8%	2.55%	6.41%	4.52%	1,462	18,439	7.79	0.62
PGC	0.44	19.0%	4.66%	11.67%	7.02%	2,770	21,246	6.93	0.94
PGD	0.33	29.0%	18.37%	38.52%	25.86%	8,801	15,560	6.08	3.44
PVG	0.70	9.7%	1.56%	8.58%	2.56%	964	11,642	25.10	2.08
SFC	0.45	8.0%	4.41%	33.40%	18.34%	6,164	13,607	7.46	3.88
TMC	0.63	6.0%	2.35%	30.20%	11.75%	3,885	10,228	13.26	2.48
VMG	0.42	8.9%	0.79%	1.12%	0.65%	(225)	13,625	-50.57	0.84

Nguồn : TLS tổng hợp

**Cơ cấu cổ đông.** Tính đến ngày 08/11/2010 Tổng công ty Khí vẫn là cổ đông lớn của PGS với tỷ lệ nắm giữ 59.02%. Kế tiếp là Công ty TNHH Quản Lý Quỹ đầu tư Chứng khoán Đông Á.



Nguồn : TLS tổng hợp

**Các dự án tương lai.** Trong giai đoạn 2007-2025, PGS đang có kế hoạch xây dựng thêm nhiều cơ sở hạ tầng để phục vụ cho hoạt động phân phối của mình.

**Bảng : Các dự án đầu tư của PGS**

STT	Dự án	Nhu cầu vốn (tỷ đồng)	PGS tham gia	Vốn	Vay (tỷ đồng)	Tiến độ
	<b>Kho chứa LPG</b>	<b>538.45</b>		<b>161.53</b>	<b>376.91</b>	
1	Kho LPG Cần Thơ	115.00	100%	34.50	80.50	II/2008
2	Kho Cà Mau	85.00	100%	25.50	59.50	2011
3	Kho Gò Dầu (Đồng Nai)	198.45	100%	59.53	138.91	2008-2009
4	Kho và trạm chiết LPG Dung Quất	60.00	100%	18.00	42.00	2009-2010
5	Trạm chiết nạp khí CNG	115.00	100%	34.50	80.50	2009
6	Trạm nạp CNG Đồng Nai	16.00	100%	4.80	11.20	2010
7	Trạm chiết nạp khí LPG địa phương (2 trạm)	32.00	100%	9.60	22.40	2010
8	Kho Gò Dầu mở rộng thêm 2000 T	70.00	100%	21.00	49.00	2010
	<b>Trạm nạp</b>	<b>80.00</b>		<b>24.00</b>	<b>56.00</b>	2007-2009
	<b>Khác</b>	<b>315.00</b>		<b>94.50</b>	<b>220.50</b>	
9	Bình LPG	230.00	100%	69.00	161.00	2007-2009
10	Xe bồn, xe tải và TSCĐ khác	10.00	100%	3.00	7.00	2007-2010
11	Xe chở CNG 40 feet	148.50	100%	44.55	103.95	2010
12	Nhà máy sơn sửa, tái kiểm định bình	75.00	100%	22.50	52.50	2008-2010
	<b>Tài chính</b>	<b>992.20</b>	<b>147.96</b>	<b>44.39</b>	<b>103.57</b>	
13	Công ty cổ phần Phân phối khí thấp áp	330.00	17%	16.83	39.27	2007
14	Công ty CNG Việt Nam	67.20	34%	6.86	16.00	2009
15	Nhà máy sản xuất bình khí PetroVN	95.00	20%	5.70	13.30	2007
16	Kho Tây Nam	500	10%	15.00	35.00	
	<b>GIAI ĐOẠN 2011 - 2015</b>	<b>540.02</b>	<b>540.02</b>	<b>162.06</b>	<b>378.01</b>	
	Mở rộng kho Cần Thơ					
	Đầu tư khác					
	Tham gia các kho đầu mối lớn					
	<b>GIAI ĐOẠN 2016 - 2015</b>	<b>666.667</b>	<b>666.667</b>	<b>200.00</b>	<b>466.67</b>	
	Liên doanh, liên kết tàu LPG					
	Đầu tư khác					
	Tăng vòng quay sử dụng kho chứa					
	<b>Tổng cộng</b>	<b>3074.13</b>	<b>2156.11</b>	<b>649.53</b>	<b>1515.58</b>	

Nguồn : BCB2010 của PGS

Riêng trong năm 2010 - 2011 PGS cần khoảng 510.5 tỷ để đầu tư vào hệ thống kho và xe.

STT	Dự án	Nhu cầu vốn (tỷ đồng)	PGS tham gia	Tiến độ
1	Kho Cà Mau	85	100%	2011
2	Kho và trạm chiết LPG Dung Quất	60	100%	06/2010
3	Trạm nạp CNG Đồng Nai	115	100%	2010
4	02 trạm chiết nạp LPG	32	100%	2010
5	Kho Gò Dầu mở rộng	70	100%	2010
6	Xe chở CNG 40 feet	148.5	100%	2010
	<b>Tổng cộng</b>	<b>510.5</b>		

Nguồn: PGS



## LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành báo cáo	Giá mục tiêu cuối năm 2010
05/19/2010	Cập nhật	MUA	22,200	26,800
06/30/2010	Cập nhật	GIỮ	30,600	26,800
17/11/2010	Đầy đủ	MUA	28,500	34,500

## XUNG ĐỘT LỢI ÍCH

Có thể có xung đột lợi ích do Chứng khoán Thăng Long và các khách hàng có thể có quyền lợi tại công ty này thông qua việc đầu tư và/hoặc cùng cấp các dịch vụ tư vấn khác trong quá khứ, hiện tại hoặc tương lai.

## SÀN PHẨM

Báo cáo này phân tích những diễn biến mới nhất tại doanh nghiệp. Vui lòng liên lạc với các chuyên viên phân tích hoặc cán bộ bán hàng có tên ở trên để biết thêm về doanh nghiệp này. Chúng tôi cảm ơn khách hàng về những phản hồi về sản phẩm. Chứng khoán Thăng Long phát hành báo cáo này nhưng những sai sót nếu có thuộc về các tác giả.

Ý kiến phân tích: MUA: giá mục tiêu cổ phiếu được kỳ vọng tăng hơn khoảng 15% so với giá ngày ra báo cáo. BÁN: cổ phiếu được kỳ vọng giảm hơn 15% so với giá ngày ra báo cáo. GIỮ: Cổ phiếu dao động trong khoảng -15% đến 15% so với giá ngày ra báo cáo.

## KHOI NGHIÊN CỨU

Chúng tôi cung cấp các nghiên cứu kinh tế và cổ phiếu. Nhóm nghiên cứu kinh tế được phụ trách bởi Phạm Thế Anh (Tiến sĩ kinh tế, Đại học Manchester, Anh) đưa ra các báo cáo định kỳ về các vấn đề kinh tế vĩ mô, chính sách tiền tệ và thị trường trái phiếu. Nhóm nghiên cứu cổ phiếu do Đỗ Hiệp Hòa (MBA Hawaii; ứng viên CFA III) phụ trách đưa ra các báo cáo về công ty niêm yết, công ty tiềm năng và ngành. Khối Nghiên Cứu cũng đưa ra các bình luận và nhận định về thị trường thông qua bản tin là The Investor Daily.



## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN THĂNG LONG (TLS)

Được thành lập vào năm 2000, TLS là một trong những công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. TLS cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn. Với trên 600 nhân viên làm việc tại các văn phòng Hà Nội, Hồ Chí Minh, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, TLS hiện là một trong những công ty chứng khoán được biết tới nhiều nhất tại Việt Nam. Khách hàng của chúng tôi bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và các doanh nghiệp. Là thành viên của tập đoàn MB bao gồm Ngân hàng MB, Công ty địa ốc MB, Công ty quản lý tài sản MB và Công ty quản lý quỹ MB Capital. TLS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho các khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp. Từ khi được thành lập, TLS đã được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng thứ nhất về thị phần môi giới từ năm 2009;
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

## VĂN PHÒNG

**Trụ sở Công ty:** Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 3726 2600. **Website:** [www.tls.vn](http://www.tls.vn)

**Chi nhánh Hồ Chí Minh:** Tầng 2, Tòa nhà Petro Việt Nam, 1-5 Lê Duẩn, Quận 1, Hồ Chí Minh. Điện thoại: +84(8) 3910 6411.

**Trụ sở Phân tích:** Tầng 4, Tòa nhà Vinaconex, 34 Láng Hạ, Ba Đình, Hà Nội. Điện thoại: +84(4) 4456 8668. E: [research@tls.vn](mailto:research@tls.vn)

## QUYỀN TỪ CHỐI

Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của TLS. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những khách hàng hiện tại của TLS. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cảnh nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© **Bản quyền.TLS 2000-2010,TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐẢM BẢO.** Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của TLS.