MCK: PGS (HNX)

CÔNG TY CỔ PHẦN KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM

TIỆN ÍCH CÔNG CỘNG – GAS

NẮM GIỮ **TRUNG HẠN**

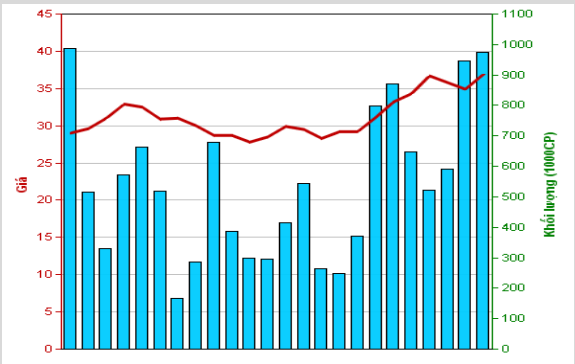
ĐỊNH GIÁ ***27.000***

Chuyên viên: Lương Thị Minh Trâm
Email: tram.ltm@vdsc.com.vn
ĐT: 08 6299 2006 – 342

Chỉ tiêu cơ bản

Giá (03/12/2010)	26.900
Giá cao nhất (52 tuần)	55.900
Giá thấp nhất (52 tuần)	16.400
Số CP đang lưu hành	31.751.200
KLGDBQ/phiên (10 phiên)	685.890
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	854
Trailing P/E (x)	2,1
Forward P/E 2010 (x)	2,3
P/BV (30/09/2010)	2,4

Đồ thị giá từ 02/11 - 03/12/2010



Nguồn: HSX

Các chỉ tiêu tài chính cơ bản

Đv: tỷ đồng	2009	9T/10	2010 KH	2010F
DT	1.978,9	2.486,7	2.265	3.128,6
LNTT	43,4	206,8	65,0	241,9
LNST	40,0	188,3	56,0	204,1
VĐL	150,0	158,8		317,5
TTS	1.231,7	2.064,8		1.713,6
VCSH	192,2	356,8		473,7
ROA	3,2	9,1		11,9
ROE	22,3	52,8		43,4
EPS (VND)	2.665	-		11.870
GTSS (VND)	12.816	22.475		14.918
Tỷ lệ cổ tức	30,0	-		30,0

Nguồn: PGS, VDSC

Trên cơ sở những dự phóng và ước tính thận trọng, người phân tích xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu PGS vào khoảng 27.000 đồng (tương đương mức vốn hóa khoảng 857 tỷ đồng). Cổ phiếu PGS gần đây được quan tâm nhiều hơn nhờ những đóng góp của dòng sản phẩm khí mới CNG, có tỷ suất sinh lời cao khiến kết quả kinh doanh khả quan và đặc biệt là khoản lợi nhuận đột biến từ thanh lý danh mục đầu tư tài chính. EPS 2010 được dự báo sẽ vào khoảng 11.870 đồng/cp (tính trên SLCPLHBQ 17,9 triệu CP). Lợi nhuận đột biến từ đầu tư tài chính sẽ không còn vào năm sau nhưng sản phẩm khí CNG dự kiến vẫn sẽ có những đóng góp tích cực.

Tuy vậy, sau một đợt tăng mạnh vừa qua, giá giao dịch trên thị trường hiện nay không chênh lệch nhiều so với giá định giá. Nhà đầu tư nên cân nhắc diễn biến thị trường và tham khảo mức giá trên để có quyết định đầu tư phù hợp.

PGS là công ty có thị phần cung cấp gas lớn nhất tại miền Nam với thị phần chiếm từ 16-21% trong các năm qua. PGS là một trong những Công ty kinh doanh Khí hóa lỏng hàng đầu tại Việt Nam, thị phần công ty chiếm 17%-30%. PGS có mạng lưới kinh doanh phủ kín các tỉnh thành từ Đà Nẵng trở vào và hệ thống chiết nạp phân bổ đều khắp các thị trường miền Tây và Đông Nam bộ.

PGS có lợi thế cạnh tranh so với các đối thủ cạnh tranh trên thị trường do có nguồn cung cấp khí ổn định từ Tổng công ty khí (PV Gas). Là thành viên của Tổng công ty khí – trực thuộc tập đoàn Dầu khí Việt Nam nên PGS chủ động được nguồn cung khí cung cấp từ Nhà máy xử lý Khí Dinh Cố - Vũng Tàu và Nhà máy lọc dầu số 1 Dung Quất. Với mối quan hệ này giúp PGS có được nguồn cung cấp khí ổn định với giá bán ưu đãi.

Lợi nhuận năm 2010 tăng trưởng đột biến. Hoạt động kinh doanh của PGS tăng trưởng ổn định và duy trì hiệu quả trong những năm gần đây. 9 tháng đầu năm 2010, doanh thu PGS đạt 2.486,7 tỷ đồng, tăng 112% so với cùng kỳ năm trước, vượt 13% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 188,3 tỷ đồng, vượt 236% so với kế hoạch. Sự gia tăng đột biến trong lợi nhuận do (1) hoạt động kinh doanh chính thuận lợi (có sự đóng góp lớn từ mảng kinh doanh khí CNG), (2) khoản tiền lãi 147,3 tỷ đồng từ bán cổ phiếu PGD cho PV Gas. Với khả năng tình hình kinh doanh thuận lợi trong những tháng cuối năm do nhu cầu tiêu thụ tăng, chúng tôi ước tính PGS sẽ vượt 38% kế hoạch doanh thu và vượt hơn 264% kế hoạch lợi nhuận sau thuế năm 2010. Khả năng năm 2011 lợi nhuận thấp hơn năm 2010 do không có khoản doanh thu tài chính tuy nhiên nguồn thu từ mảng kinh doanh khí CNG dự kiến sẽ tiếp tục đóng góp khả quan.

PGS mở rộng thị phần thông qua các dự án đầu tư mạng lưới tiêu thụ, xây dựng hệ thống kho chứa, trạm nạp CNG và góp vốn vào các công ty trong cùng lĩnh vực. PGS đang đẩy mạnh phát triển và phân phối sản phẩm khí tự nhiên nén (CNG) - mảng kinh doanh mới của PGS triển khai từ năm 2009 và bắt đầu được đẩy mạnh trong năm 2010 cho sản xuất công nghiệp thông qua dự án CNG mở rộng, nâng công suất lên 70 triệu m3 khí/năm vào đầu năm 2011. Dự án CNG hứa hẹn đem lại doanh thu và lợi nhuận đáng kể trong các năm tới.

Rủi ro. Doanh thu và lợi nhuận bị ảnh hưởng rất lớn từ giá mua đầu vào từ PV Gas trong khi lộ trình về việc điều chỉnh giá này chưa được công bố. Nhà máy khí Dinh Cố đã đạt công suất tối đa trong khi nhu cầu tiêu thụ trong nước ngày một tăng nên sự phụ thuộc vào nguồn gas nhập khẩu là rất lớn. Mặt khác, giá xăng dầu tăng cao đã làm chi phí vận chuyển tăng lên đáng kể. Việc giá gas tăng đã khiến cho nhiều khách hàng lớn chuyển sang các nhiên liệu rẻ hơn như khí thấp áp, khí than.

CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM

Tầng 4, Tòa nhà Petro Vietnam , số 1 – 5 Lê Duẩn, P.Bến Nghé, Q1

ĐT: (84.8) 9100324

Fax: (84.8) 9100097

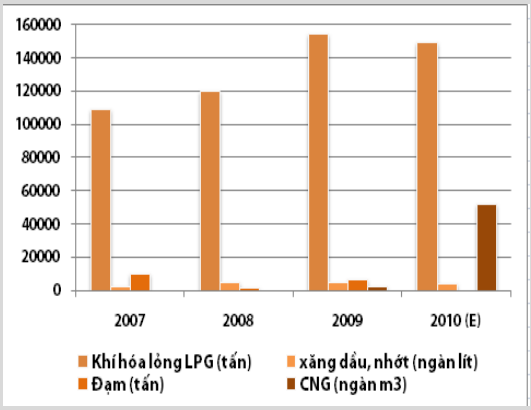
Website: www.southerngas.com.vn

Thành lập	Năm 2000
Cổ phần hóa	Năm 2007
Nhân sự	291 người

Quản trị - Điều hành

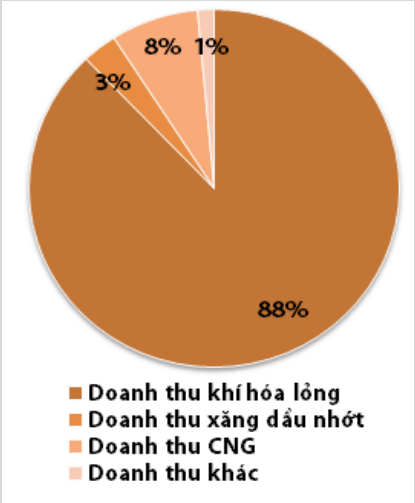
- Nguyễn Sỹ Thắng, CT.HĐQT
- Đoàn Văn Nhuộm, TV.HĐQT, Tổng GĐ
- Đỗ Tấn, TV.HĐQT
- Nguyễn Minh Ngọc , TV.HĐQT
- Hà Anh Tuấn, TV.HĐQT
- Vũ Quý Hiệu, TV.HĐQT

Cơ cấu sản phẩm 2007-2010 (E)



Nguồn: VDSC tổng hợp

Cơ cấu doanh thu 9T/2010



Nguồn: BCTC PGS

CÔNG TY

Công ty CP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam (PGS) được thành lập từ Xí nghiệp Kinh doanh các sản phẩm Khí miền Nam trực thuộc Tổng Công ty Khí (PVGas) và bộ phận kinh doanh Khí hỏa lỏng của Công ty Thương mại Dầu khí, bắt đầu đi vào hoạt động từ ngày 28/03/2000. Hiện tại, phần vốn Nhà nước tại Công ty do Tổng công ty Khí nắm giữ, chiếm 74,8% vốn điều lệ.

Hoạt động kinh doanh

Sản phẩm – năng lực sản xuất

PGS cung cấp ra thị trường các sản phẩm chính như: Gas (khí hóa lỏng LPG); xăng, dầu, nhớt; khí CNG... Trong đó, sản phẩm gas là sản phẩm chủ lực của PGS. Hai sản phẩm gas chủ yếu là loại bình gas công nghiệp (45kg) và loại bình gas dân dụng (12kg) với tỷ trọng 45:55. Tỷ suất sinh lợi ròng của gas dân dụng luôn cao hơn gas công nghiệp, tuy nhiên, sản lượng tiêu thụ gas dân dụng khó tăng trưởng bằng gas công nghiệp trong thời gian tới.

Sản lượng tiêu thụ các loại sản phẩm qua các năm

Sản lượng	2008	2009
Sản lượng LPG (tấn)	120.000	154.847
Sản lượng CNG (triệu m3)		**2,9**
Sản lượng xăng dầu (triệu lít)	4,8	5,0

Từ khi thành lập đến nay, sản lượng tiêu thụ gas của PGS tăng trưởng liên tục, từ mức 5.000 tấn LPG trong năm 2001, đến năm 2009 sản lượng tiêu thụ tăng lên 155.000 tấn. Bên cạnh các mặt hàng chủ lực năm 2009 công ty đã mở rộng kinh doanh thêm mặt hàng khí thiên nhiên nén (CNG) cung cấp cho khách hàng nhờ sự hỗ trợ của Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam về nguồn khí. Bước qua năm 2010, PGS đang đẩy mạnh phát triển và phân phối sản phẩm khí tự nhiên nén CNG) cho sản xuất công nghiệp thông qua trạm nén khí CNG.

Khí nén thiên nhiên (CNG) được lấy từ đường ống dẫn khí, nén tới áp suất từ 200-250 Bar, vận chuyển bằng xe bồn chuyên dụng tới hộ tiêu thụ, tại hộ tiêu thụ CNG được giảm áp suất cho phù hợp với nhu cầu sử dụng. CNG là nguồn khí sạch, góp phần bảo vệ môi trường, tăng chất lượng sản phẩm. Ngoài ra, với giá thành rẻ hơn DO, FO, LPG và xăng sẽ giúp các nhà sản xuất giảm giá thành, gia tăng lợi thế cạnh tranh của sản phẩm. Hiện nay, chỉ có 2 công ty cung cấp khí CNG đó là công ty PGS và nhà máy khí thiên nhiên CNG, đây là công ty con của PGS với tỷ lệ biểu quyết là 60% và công ty sở hữu 39% VĐL. Hiện nay, Công ty đã đưa trạm nén khí CNG mở rộng, công suất từ 50 triệu m3 khí/năm nâng lên 70 triệu m3 khí/năm.

Chi phí

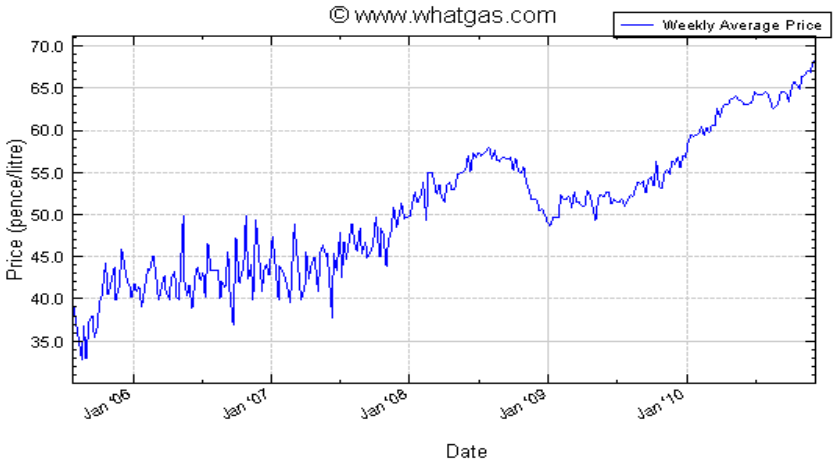
Giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng lớn trong tổng chi phí, chiếm 95%. Hiện nay, chi phí đầu vào của PGS chủ yếu là chi phí mua khí hóa lỏng LPG và khí nén CNG.

- Nguồn cung cấp LPG đầu vào chủ yếu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất (Công ty không phải nhập khẩu từ nước ngoài), với giá ưu đãi, thấp hơn giá nhập khẩu khoảng 2%. Công ty thường ký hợp đồng mua khí theo hàng quý, thanh toán bằng VND.
- Nguồn cung cấp khí CNG đầu vào từ PVGas thông qua ống dẫn khí của PGD đến các trạm nén tại các khu công nghiệp. PGS nén khí này vào các bồn và đưa

đến nơi tiêu thụ nằm xa đường ống của PGD. Giá khí đầu vào hiện nay của PGS khoảng 5 USD/MMBTU, bằng giá mua của PGD.

Trong các năm gần đây, giá LPG biến động phức tạp. Từ năm 2009 đến nay, giá LPG tăng liên tục và giá hiện nay thiết lập kỷ lục mới (mức 945 USD/tấn). Bên cạnh đó, các chi phí trung gian phân phối cao, làm giảm khả năng cạnh tranh của LPG.

Giá khí gas hóa lỏng



Chi phí nhân công chiếm 1,8% trong giá vốn. Tiếp theo chi phí phân bổ vỏ bình gas chiếm khoảng 1,1%. Đây được coi là chi phí đặc trưng của ngành gas. Tính tới thời điểm T9/2010, giá tri còn lại của vỏ bình gas hiện nay khoảng 221tỷ đồng. Mỗi năm gia tăng khoảng 25-30 tỷ đồng mua vỏ bình gas.

Chi phí bán hàng và quản lý ổn định, chiếm lần lượt khoảng 5% và 1% trong chi phí sản xuất.

Thị trường tiêu thụ và vị thế của công ty

PGS là một trong những công ty kinh doanh khí hóa lỏng hàng đầu ở Việt Nam, có thị phần đứng đầu trong các công ty kinh doanh gas miền Nam, luôn duy trì ở mức 17%-30%. Hiện nay, có khoảng 7 công ty kinh doanh gas ở miền Nam. Đối thủ cạnh tranh chính của PGS là Petrolimex Gas, Sài Gòn Gas với thị phần cùng chiếm khoảng 10%.

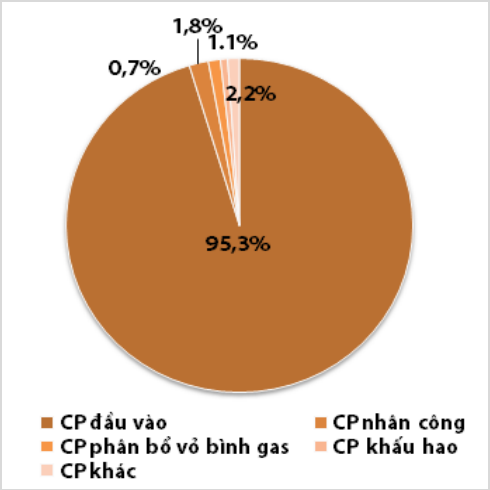
Mạng lưới kinh doanh gas của PGS có ở khắp miền Nam. Hiện nay, công ty có 28 điểm chiết nạp gas, với tổng công suất 24.580 tấn, trong đó, 12 trạm chiết nạp thuộc sở hữu của PVGas. Thị trường ở TP.HCM và miền Đông Nam Bộ vẫn là thị trường chủ đạo. Hiện nay, giá bán gas của các công ty kinh doanh gas không có sự chênh lệch nhiều mà cạnh tranh chủ yếu dựa trên dịch vụ.

PGS là một thành viên của Tổng Công ty Khí Việt Nam, có được lợi thế hơn các công ty kinh doanh Gas nhờ có nguồn cung cấp gas ổn định từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất, giá thấp hơn so với giá nhập khẩu từ 1%-2%. Đồng thời, công ty còn được Tập đoàn Dầu khí Quốc gia hỗ trợ tối đa về tài chính để xây dựng hệ thống kho dự trữ (cho vay 150 tỷ đồng không lãi suất trong thời hạn 3 năm).

Tiềm năng tăng trưởng

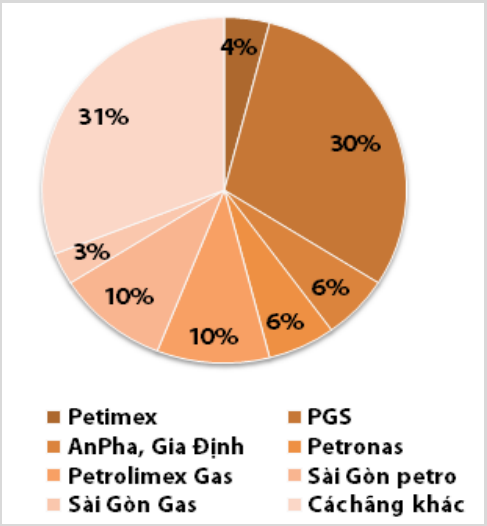
Hiện nay, PGS đang khai thác 3 kho với tổng công suất khoảng 7.700 tấn: kho chứa đầu mối tại Cần Thơ với sức chứa 1.200 tấn phục vụ khu vực Đồng bằng sông Cửu Long, kho Gò Dầu - Đồng Nai - 6.000 tấn và kho Dung Quất với sức chứa 1.500 tấn. Trong dài hạn, nhằm thực hiện chiến lược mở rộng mạng lưới phân phối phục vụ nhu cầu khách hàng, PGS cũng đang triển khai đầu tư liên kết xây dựng hệ thống

Chi phí sản xuất



Nguồn: BCB PGS

Thị phần các công ty khu vực miền Nam năm 2009



Nguồn: BCB PGS

kho chứa LPG tại Cảng Long An - 80.000 tấn (kho chứa LPG lớn nhất ở Việt Nam, dự kiến hoạt động năm 2011), cải tạo hệ thống trạm chiết nạp, xe chứa, vận chuyển LPG nhằm đáp ứng như cầu tại khu vực phía Nam.

Trong năm 2010 công ty tiến hành đẩy mạnh mảng kinh doanh CNG. Với những ưu điểm nổi trội về độ sạch, giá cạnh tranh, nhu cầu sử dụng CNG dự báo tăng trưởng rất cao trong các năm tới, đặc biệt là nhu cầu của các nhà máy sử dụng nhiều nhiên liệu cho sản xuất như: gạch men, gốm sứ, thép, kính, chế biến thực phẩm, nước giải khát, dệt nhuộm . . . ngành giao thông vận tải và các khu chung cư. Dự kiến nguồn thu từ khí CNG góp phần rất lớn vào tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận, đảm bảo sự tăng trưởng cho PGS trong những năm tới.

Bên cạnh hoạt động kinh doanh chính, công ty đầu tư tài chính thông qua góp vốn vào một số công ty kinh doanh trong lĩnh vực gas nhằm tăng thị phần, tiết kiệm chi phí mua bình. Đầu tư cụ thể vào các công ty như: công ty TNHH Khí hóa lỏng Việt Nam (góp vốn 73,2 tỷ đồng tương đương góp 55% vốn điều lệ), CTCP CNG Việt Nam (góp vốn 27,2 tỷ đồng tương đương góp 39,02% vốn điều lệ), CTCP bình khí dầu khí Dầu khí Việt Nam (góp vốn 17,2 tỷ đồng tương đương góp 20% vốn điều lệ).

Rủi ro kinh doanh

Rủi ro lớn nhất đối với PGS là biến động giá gas, PGS hoạt động thương mại thuần tuý nên hiệu quả kinh doanh khó có thể được dự báo từ quá khứ.

Tiếp theo có thể nói đến rủi ro về khách hàng, do biến động giá dầu và giá khí liên tục tăng cao khiến cho nhiều khách hàng lớn sử dụng LPG trong sản xuất chuyển sang các nhiên liệu rẻ khác như: dầu, than…làm giảm đáng kể sản lượng cung cấp LPG của Công ty.

Bên cạnh sự cạnh tranh ngày càng tăng của những cơ sở sang chiết Gas trái phép thì PGS gặp cạnh tranh từ các hãng gas lớn đã khấu hao xong bình gas, thiết bị như: Petrolimex và Sài Gòn Petro.

Tình hình tài chính

Chỉ tiêu tăng trưởng: Tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân trong giai đoạn từ năm 2007-2009 đạt 20%, có xu hướng tăng dần qua các năm. Mặc dù, năm 2009 là một năm khó khăn thách thức đối với PGS trong bối cảnh tình hình giá LPG thế giới biến động mạnh, kinh tế thế giới và trong nước rơi vào khủng hoảng, nhưng PGS vẫn đạt kết quả kinh doanh khả quan. Cụ thể, doanh thu đạt 1.979 tỷ đồng tăng 15,5% so với năm 2008 và lợi nhuận sau thuế đạt 40 tỷ đồng, tăng 33% so với năm 2008.

Kết quả kinh doanh 9 tháng đầu năm 2010 tăng trưởng đột biến. Doanh thu PGS đạt 2.486,7 tỷ đồng, tăng 112% so với cùng kỳ năm trước, vượt 13% kế hoạch năm. Lợi nhuận sau thuế đạt 188,3 tỷ đồng, vượt 236% kế hoạch, tăng 760% so với cùng kỳ năm trước. Lợi nhuận sau thuế 9 tháng tăng mạnh do có sự đóng góp đột biến từ doanh thu hoạt động tài chính (chủ yếu từ tiền lãi 147,26 tỷ đồng do bán toàn bộ 5,61 triệu cổ phiếu và 5,61 triệu quyền mua cổ phiếu PGD cho PVGas) đồng thời sản lượng tiêu thụ CNG tăng mạnh. Nếu loại trừ phần lãi đột biến từ bán cổ phiếu PGD thì lợi nhuận sau thuế 9 tháng đạt khoảng 41 tỷ đồng, tăng 90% so với cùng kỳ năm trước.

Khả năng sinh lợi

Tỷ suất lợi nhuận gộp bình quân trong giai đoạn 2007-2009 là 20%. Tỷ suất lợi

Khả năng sinh lợi

	2008	2009	9T/10	Ngành (*)
LN Gộp/DT	4,7%	7,3%	8,5%	10,5%
LN HĐKD/DT	0,0%	1,5%	3,3%	5,2%
LNST/DT	1,8%	2,0%	7,6%	4,1%
ROE	36,6%	22,3%	52,8%	
ROA	3,6%	3,2%	9,1%	

(*) Bình quân ngành 9T/2010

Nguồn: PGS, VDSC tổng hợp

Tỷ suất sinh lời – năm 2009

Công ty	Net Margin	ROA	ROE
MTG	4,9%	4,5%	6,4%
PGS	2,0%	3,2%	20,6%
PVG	1,7%	2,6%	8,6%

PGC	4,3%	7,0%	12,9%
ASP	2,4%	3,9%	14,2%
PGD	16,1%	25,9%	38,5%

Nguồn: VDSC tổng hợp

Cấu trúc tài chính – Bổ sung khoản phải thu

	2008	2009	9T/10	Ngành (*)
Cấu trúc tài sản				
Tiền và khoản tương đương tiền /TTS	4,2%	13,6%	5,3%	13,0%
Hàng tồn kho/TTS	1,4%	6,1%	3,2%	5,4%
TSCĐ/TTS	13,3%	25,5%	31,3%	20,6%
ĐTTC dài hạn/TTS	8,9%	8,8%	2,3%	4,0%
Cấu trúc vốn				
Tổng nợ/TTS	80,0%	84,3%	76,5%	64,7%
Nợ vay/TTS	18,3%	16,8%	31,2%	21,7%

(*) Bình quân ngành 9T/2010

Nguồn: PGS, VDSC tổng hợp

nhuận gộp/doanh thu 9T/2010 là 8,5% cao hơn mức 7,3% năm 2009, do công ty đẩy mạnh mảng kinh doanh CNG. Trong 9 tháng 2010, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng kinh doanh khí CNG là 54% trong khi mảng kinh doanh LPG có tỷ suất lợi nhuận là 5%. Dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ cải thiện hơn trong những năm sau khi tỷ trọng CNG tăng lên.

So với các công ty cùng ngành, PGS là công ty có tỷ suất sinh lợi (ROE) cao thứ 2 trong các công ty (đứng sau PGD). Trong năm 2009, ROE và ROA lần lượt đạt 22,3% và 3,2% giảm so với năm 2008. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng chỉ số này sẽ tốt hơn trong năm nay và những năm tiếp theo.

Cấu trúc tài chính

Tỷ lệ ĐTTC dài hạn/TTS tính đến cuối tháng 9 năm 2010 là 2,3%, giảm mạnh so với tỷ lệ 8,8% năm 2009. Tỷ lệ này sụt giảm mạnh do công ty đã tiến hành chuyển nhượng cổ phiếu PGD trong Q3/2010.

Tổng nợ/TTS của Công ty tính đến cuối tháng 9 năm 2010 khá cao đạt 76,5%. Nợ phải trả của PGD hiện khoảng 251 tỷ đồng, trong đó, chủ yếu là nợ phải trả cho nhà cung cấp - PV Gas. Qua đó, cho thấy lợi thế chung của các công ty là thành viên của PV Gas được ưu đãi về thời gian thanh toán. Vòng quay khoản phải trả của PGS lên đến hơn 153 ngày, do vậy PGS cũng có chính sách thời gian thanh toán chậm đối với khách hàng khi vòng quay khoản phải thu cũng vào khoảng 72 ngày.

Tỷ lệ nợ vay/tổng tài sản tới thời điểm cuối T9/2010 là 31,2% tăng mạnh so với năm 2009, công ty vay nhằm bổ sung vốn lưu động trong kỳ. Dự kiến tỷ lệ này sẽ giảm sau khi Công ty huy động được vốn từ đợt phát hành tăng vốn lên 380 tỷ đồng. Cụ thể, PGS đã phát hành 15.875.600 cổ phần cho cổ đông hiện hữu theo phương thức phân phối quyền mua với tỷ lệ 1:1. Giá chào bán là 10.000 đồng/cổ phần. Toàn bộ số tiền dự kiến thu được từ đợt phát hành khoảng 158 tỷ đồng bổ sung vốn lưu động cho Công ty. Cụ thể: Xây dựng trạm CNG 60 tỷ đồng, dự án LPG Dung Quất khoảng 30 tỷ đồng, Dự án Kho LPG Gò Dầu 59 tỷ đồng.

DỰ PHÓNG – ĐỊNH GIÁ

Dự phóng

Doanh thu:

Trên cơ sở tình hình tiêu thụ gas thuận lợi trong những tháng cuối năm, chúng tôi ước tính năm 2010 PGS sẽ đạt 3.129 tỷ đồng, vượt 38% kế hoạch doanh thu.

Năm 2010	Sản lượng	Doanh thu (tỷ đồng)
Sản lượng LPG (tấn)	180.000	2.700
Sản lượng CNG (triệu m3)	30	360
Sản lượng xăng dầu (triệu lít)	5.5	68
Tổng		**3.129**

Lợi nhuận gộp: Tính đến cuối tháng 9/2010, tỷ suất lợi nhuận gộp mảng kinh doanh khí CNG là 54% cao hơn mảng kinh doanh LPG chỉ có tỷ suất lợi nhuận là 5%. Trong năm 2010 do có tăng trưởng mạnh từ mảng kinh doanh CNG nên tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện hơn so với năm 2009, cả năm 2010 dự kiến vào

Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính khoảng 84 tỷ đồng. Ngoài ra, trong quý 3, PGS đã công bố khoản lợi nhuận tài chính đột biến 147,3 tỷ đồng từ việc bán

5,61 triệu cổ phiếu và 5,61 triệu quyền mua cổ phiếu PGD tỷ lệ 4:1 cho PVGas, tương ứng đóng góp thêm 110 tỷ đồng vào lợi nhuận sau thuế.

Lợi nhuận: Trên cơ sở những dự phóng trên, lợi nhuận sau thuế năm 2010 của PGS được dự phóng đạt khoảng 204 tỷ đồng, EPS 11.870 đồng/CP. Trong trường hợp loại trừ lợi nhuận tài chính EPS 2010 đạt khoảng 4.000 đồng/CP.

Dự báo 2011: Trong năm 2011, dự kiến sản lượng tiêu thụ LPG duy trì ở mức năm 2010, sản lượng tiêu thụ CNG khả năng tăng gấp đôi từ 30 triệu m3 lên 60 triệu m3. Trên cơ sở đó, doanh thu được dự báo đạt khoảng 3.379 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế năm 2011 có khả năng sẽ đạt 154 tỷ đồng, EPS 2011 khoảng 4.100 đồng/CP (tính trên vốn điều lệ 380 tỷ đồng).

Định giá

Phương pháp so sánh P/E

Trailing P/E của ngành hiện nay là 7,3 lần (đã loại trừ một số mã có P/E quá khác thường) trên số liệu ước tính của các công ty cùng ngành. Người phân tích sử dụng P/E tham chiếu cho PGS với mức chiết khấu 5%. Đây là mức thận trọng đối với một công ty tăng trưởng ổn định như PGS. Lưu ý, chúng tôi sử dụng EPS 2010E sau khi đã loại trừ thu nhập tài chính để xác định giá, sau đó cộng khoản doanh thu tài chính (sau thuế) này vào giá trị thị trường của Công ty như một giá trị tăng thêm bất thường.

Tổng hợp PE và P/B một số DN trong ngành

Mã	Vốn hóa	Trailing P/E	P/B
PVG	378,0	10,7	1,3
PGC	381,6	8,7	0,7
ASP	194,0	9,8	0,8
PGD	1.402,8	5,6	2,5
	2.356,4	**7,3**	**1,9**

Nguồn: VDSC tổng hợp

Chiết khấu dòng tiền

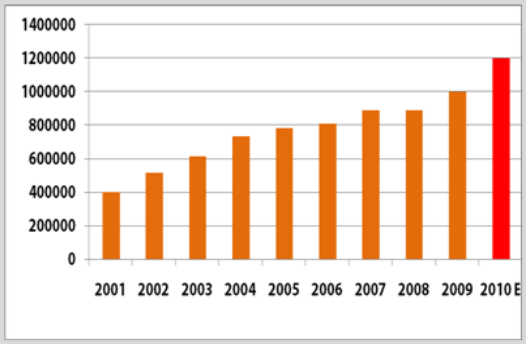
Phương pháp FCFF với chi phí sử dụng vốn bình quân (WACC) giai đoạn 2010 - 2014 là 15,7%, từ 2014 trở đi là 14,3%; tỷ lệ tăng trưởng dài hạn 4%/năm.

Tổng hợp kết quả định giá

Tổng hợp cả 2 phương pháp trên (P/E & FCFF) với tỷ trọng 50:50 thì giá trị hợp lý của cổ phiếu PGS xác định khoảng 27.000 đồng/cp.

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	21.615	50%	10.808
P/E	32.200	50%	16.100
Giá bình quân		**100%**	**26.908**

Sản lượng tiêu thụ LPG tại Việt Nam giai đoạn 2001-2010E



Nguồn: PV Gas

SƠ LƯỢC NGÀNH KHÍ HÓA LỎNG Ở VIỆT NAM

Nguồn cung LPG

Trong nước, LPG chủ yếu do nhà máy xử lý khí Dinh Cố (Bà Rịa-Vũng Tàu) với nguồn đầu vào từ mỏ Bạch Hổ sản xuất đáp ứng khoảng 30% - 35% nhu cầu thị trường LPG Việt Nam. LPG được xuất đi với khối lượng lớn từ kho cảng Thị Vải bằng tàu và phân phối đến các khách hàng khắp cả nước hoặc xuất bằng xe bồn đến các khách hàng thuộc những khu vực lân cận. Dự kiến sản lượng LPG Dinh Cố sẽ đạt khoảng 230.000 tấn vào năm 2010, giảm dần xuống còn 173.000 tấn vào năm 2015, tăng trở lại mức 279.000 tấn vào năm 2020 và đạt mức 230.000 tấn vào năm 2025 (số liệu báo cáo đầu tư dự án Kho LPG Thị Vải của PVGAS).

Kể từ năm 2009, thị trường LPG Việt Nam có thêm nguồn cung LPG mới từ nhà máy lọc dầu Dung Quất, từ năm 2010 nhà mỗi năm nhà máy cung ứng cho thị trường khoảng 340.000 tấn/năm. Như vậy, sản lượng LPG sản xuất nội địa hiện nay đạt khoảng 570.000 tấn, đáp ứng khoảng 40% nhu cầu cả nước (1.200 tấn). Trong tương lai, nguồn cung LPG cho thị trường Việt Nam sẽ tăng thêm khi các dự án xây dựng nhà máy lọc dầu số 2, 3 và một số nhà máy lọc dầu khác được triển khai thì sản lượng LPG sản xuất trong nước khoảng 800.000 tấn/năm.

Như vậy lượng LPG nhập khẩu năm 2010 khoảng 60% tổng nhu cầu cả nước. Hàng năm, Việt Nam nhập khẩu thêm LPG từ các quốc gia lân cận như Thái Lan, Malaysia, Singapore, Đài Loan, Trung Quốc. Tuy nhiên trong những năm gần đây, nguồn cung LPG cho thị trường Việt Nam từ các nước trong khu vực Đông Nam Á ngày càng trở nên khan hiếm và không ổn định.

Cả nước hiện có khoảng 60 doanh nghiệp tham gia thị trường kinh doanh LPG, và cũng có chừng ấy thương hiệu. Các doanh nghiệp có thị phần lớn là Petrolimex Gas, PetroVietnam Gas (với 2 công ty con là PV Gas North và PV Gas South), An Pha SG, Saigon Petro, Hồng Hà Gas v.v…

Nhu cầu LPG

Về cơ bản, thị trường LPG Việt Nam được chia thành 3 vùng chính: Miền Bắc, Miền Trung và Miền Nam. Xét về nhu cầu tiêu thụ của từng vùng thị trường thì Miền Nam vẫn được xem là thị trường lớn nhất và có nhu cầu tiêu thụ cao nhất, chiếm khoảng 66% nhu cầu của cả nước, kế đến là Miền Bắc và Miền trung tương ứng chiếm khoảng 30% và 4%.

Theo số liệu dự báo mới nhất, nhu cầu tiêu thụ LPG của Việt Nam đến những năm 2010 sẽ đạt khoảng 1,2 triệu tấn với mức tăng trưởng bình quân mỗi năm là 10%. Dự báo năm 2015 nhu cầu sử dụng LPG cả nước khoảng 1,5 triệu tấn và năm 2020 là 2 triệu tấn. Với dự báo trên, cho thấy nhu cầu và tiềm năng của thị trường LPG tại Việt Nam là rất lớn.

Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu

Mã CK	Market Cap 08/12/10 (tỷ VND)	DT 2009 (tỷ VND)	LNST 2009 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 30/09/10 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 30/09/10 (x)	9T/2010 Doanh thu (tỷ VND)	%KH	LNST (tỷ VND)	% KH
MTG	114,0	191,9	9,5	260	12.335	36,5	0,8	253,0	36,1%	1,1	3,1%
PGS	854,1	1.979,0	40,0	13.500	11.237	2,0	2,4	2.486,7	143,7%	188,3	818,7%
PVG	378,0	1.538,7	26,6	1.330	11.296	10,7	1,3	1.839,0	113,4%	24,3	83,8%
PGC	381,6	1.655,0	70,5	1.650	20.143	8,7	0,7	1.757,2	109,1%	35,9	94,5%
ASP	194,0	1.566,4	38,1	870	10.319	9,8	0,8	1.483,4	66,0%	(9,6)	-21,4%
PGD	1.402,8	1.232,0	197,8	5.790	12.860	5,6	2,5	1.502,5	86,3%	148,2	138,5%

Nguồn: Stox, VDSC tổng hợp

PHỤ LỤC

	2008	2009	2010E	2011E
Báo cáo kết quả kinh doanh (Đv: tỷ đồng)				
Doanh thu	1.713,0	1.978,9	3.128,6	3.378,9
Lợi nhuận HĐKD	0,7	30,0	84,5	147,0
Lợi nhuận trước thuế	32,7	43,4	241,9	167,4
Lợi nhuận sau thuế	30,1	40,0	204,1	154,0
EBIT	32,7	43,4	262,7	181,6
EBITDA	39,4	29,6	279,5	192,0
Bảng cân đối kế toán (Đv: tỷ đồng)				
Tiền mặt	34,3	167,3	390,5	502,0
Tài sản ngắn hạn	499,5	672,0	1.071,8	1.236,8
Tài sản cố định	325,2	559,7	641,9	667,2
Tổng tài sản	824,8	1.231,7	1.713,6	1.904,0
Tổng nợ vay	151,0	207,1	208,4	142,1
Tổng nợ	660,2	1.038,1	1.237,9	1.238,3
Vốn chủ sở hữu	163,5	192,2	473,7	664,1
Tốc độ tăng trưởng (%)				
Doanh thu	23,8%	15,5%	58,1%	8,0%
Lợi nhuận trước thuế	69,2%	32,8%	457,4%	-30,8%
Lợi nhuận sau thuế		32,8%	410,5%	-24,5%
Tổng tài sản		49,3%	39,1%	11,1%
Vốn chủ sở hữu		17,6%	145,7%	39,9%
Khả năng sinh lợi (%)				
Lợi nhuận gộp / Doanh thu	4,7%	7,3%	8,5%	9,8%
Lợi nhuận trước thuế / Doanh thu	1,9%	2,2%	7,7%	5,0%
Lợi nhuận sau thuế / Doanh thu	1,8%	2,0%	6,5%	4,6%
ROA	3,6%	3,2%	11,9%	8,1%
ROE	18,3%	20,6%	42,9%	23,1%
Hiệu quả hoạt động (lần)				
Vòng quay Tổng tài sản	2,1	1,6	1,8	1,8
Vòng quay Vốn chủ sở hữu	10,4	10,2	6,6	5,1
Vòng quay các khoản phải thu	7,1	5,1	5,9	5,9
Vòng quay hàng tồn kho	144,5	24,3	25,0	25,0
Vòng quay các khoản phải trả	5,6	2,4	3,0	3,0
Khả năng thanh toán (lần)				
Khả năng thanh toán hiện hành	1,7	0,8	1,1	1,2
Khả năng thanh toán nhanh	1,7	0,7	1,0	1,1
Khả năng thanh toán tiền mặt	0,8	0,2	0,4	0,5
Cấu trúc vốn (%)				
Tổng nợ/ Vốn chủ sở hữu	401,2%	536,2%	260,2%	186,0%
Nợ vay / Tổng tài sản	18,3%	16,8%	12,2%	7,5%
Tổng nợ / Tổng tài sản	80,0%	84,3%	72,2%	65,0%

LỊCH SỬ PHÂN TÍCH

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá

BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

- Khuyến cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.

- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.

- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.

- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính
Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Sài Gòn
147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

Chi nhánh Hà Nội
74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang
50Bis Yersin -TP.Nha Trang

Chi nhánh Đà Nẵng
48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

Chi nhánh Cần Thơ
8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. VDSC tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản cáo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được VDSC thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của VDSC. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của VDSC đều trái luật. **Bản quyền thuộc VDSC, 2010**.