



PGD – Công ty Cổ phần Phân phối Khí thấp Áp Dầu khí Việt Nam
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **45.200 VNĐ/ cổ phiếu**.

TIÊU ĐIỂM

- **Hệ thống phân phối khí thấp áp:** Hệ thống đường ống phân phối khí thấp áp của Công ty được lắp đặt và vận hành giai đoạn 1 từ 2006 và giai đoạn 2 bắt đầu vận hành năm 2009 tới các khu công nghiệp và tập trung chủ yếu tại Vũng Tàu, Đồng Nai và thành phố Hồ Chí Minh. Công ty chiếm khoảng 3% tỷ trọng ngành công nghiệp khí Việt Nam. Trong giai đoạn 2010-2014 tổng vốn đầu tư mới cho hệ thống đường ống lên tới 3.656 tỉ đồng sẽ giúp sản lượng tiêu thụ tăng mạnh lên gấp hơn 3 lần từ mức 10,4 triệu MMBTU năm 2008 lên 39,7 triệu MMBTU vào năm 2015.
- **Doanh thu 9T/2010 tăng trưởng 76,5%, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 21,3% so với cùng kỳ.** Nguyên nhân do năm 2010 sản lượng tiêu thụ khí của PGD tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2009. Sản lượng tăng 47,5% so với cùng kỳ, thêm vào đó tỉ giá USD/VND cũng tăng mạnh từ mức 17.830 VNĐ/USD lên 19.300 VNĐ/USD nên dẫn tới doanh thu của PGD tăng mạnh. Tuy nhiên do giá khí đầu vào cũng tăng dẫn tới lợi nhuận chỉ tăng 21,3% chỉ bằng 1/3 so với tốc độ tăng của doanh thu.
- **Cấu trúc tài chính** Tình hình tài chính của Công ty rất tốt do có nguồn vốn tương đối lớn (hệ số nợ/vốn chủ sở hữu hết 9 tháng năm 2010 là 72,5%), và lợi nhuận kinh doanh cao. Luồng tiền ổn định hàng kỳ giúp tình hình tài chính Công ty ổn định. Nguồn lợi nhuận giữ lại và quỹ đầu tư phát triển giúp Công ty ổn định luồng tiền đầu tư trong quá trình đầu tư đường ống mới và giảm thiểu chi phí tài chính.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PGD vào khoảng 45.200 VNĐ/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 4 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, P/E, P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E khoảng 7,57 lần so với EPS năm 2009, và 7,43 tính trên EPS dự báo năm 2010.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	45.200
Giá giao dịch:	34.700
Cao nhất 52 tuần:	49.100
Thấp nhất 52 tuần:	25.280

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HOSE
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	42.900.000
Giá trị thị trường (tỷ VNĐ):	1.506
EPS 2009 (VNĐ)	5.974

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVGas	33,65%
PVG	14,42%
CTCP Thương mại Tổng hợp Bà Rịa – Vũng Tàu	2,12%
CTCP Đầu tư Phương Mai	1,92%
CTCP Kim Thành	2,36%
SBS	3,16%
CBCNV Công ty	3,85%
Cổ đông khác	38,51%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	23/5-31/12/2007	2008	YoY	2009	YoY	9T/2010
Doanh thu thuần (tr đồng)	341.027	893.337	161%	1.232.141	37,92%	1.502.523
Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)	63.975	237.624	271%	197.148	-17,03%	148.166
Tổng tài sản (tr đồng)	727.436	627.793	-13%	764.814	19%	956.434
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	330.000	330.000	0%	330.000	0%	330.000
ROA	8,79%	37,85%	-330%	25,78%	-31,88	15,49%
ROE	17,73%	54,01%	-204	38,39%	-28,92	26,72%
EPS (VNĐ)	1.939	7.201	271%	5.974	-17,03%	4.490

LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO PGD

Cầu sản phẩm tiềm năng: Hệ thống cung cấp khí khô qua đường ống tại Việt Nam mới cung cấp tới một số hộ tiêu dùng điện, đạm và một phần nhỏ cho các hộ tiêu dùng công nghiệp và chủ yếu tại khu vực phía Nam. Các hộ tiêu dùng công nghiệp, dân dụng chủ yếu sử dụng các nguồn nhiên liệu dạng lỏng như LPG, dầu FO, dầu DO, xăng là chính do nguồn cung khí khô còn rất hạn chế. Thêm vào đó việc sử dụng khí khô tiết kiệm năng lượng cho đơn vị sử dụng lên tới 83% so với than đá, và gấp 17,02% so với dùng LPG và tiết kiệm chi phí tới gần 30% so với sử dụng dầu FO, DO hay LPG. Điều này tạo điều kiện thuận lợi rất lớn cho việc mở rộng thị phần của PGD trong tương lai.

Lợi ích đến từ đơn vị độc quyền: Công ty là đơn vị độc quyền trong việc phân phối khí thấp áp qua đường ống tới các hộ tiêu dùng công nghiệp tại Việt Nam. Vì vậy, Công ty cũng thu được nhiều lợi ích từ việc cung cấp sản phẩm đặc thù nên mức lợi nhuận cao hơn so với các đơn vị cung cấp khí gas trong ngành. ROE trung bình các đơn vị cung cấp gas dạng LPG đang niêm yết ở mức 11,5% trong khi PGD đạt mức 38,39%. Sản lượng tiêu thụ tăng lên theo khả năng cung cấp cũng như tiến độ xây dựng hệ thống đường ống tới các khu công nghiệp của PGD.

Tình hình tài chính vững mạnh: Hoạt động kinh doanh của đơn vị ổn định và hiệu quả trong thời gian vừa qua đã đem lại dòng tiền mạnh và ổn định cho doanh nghiệp, giúp doanh nghiệp đảm bảo được luồng tiền cần thiết cho hoạt động đầu tư đường ống mới, cũng như đảm bảo hoạt động kinh doanh với lượng tiền mặt và tiền gửi của đơn vị thường xuyên đạt trên 600 tỉ đồng, vốn đầu tư được trích từ nguồn vốn xây dựng cơ bản với quỹ hơn 100 tỉ đồng đảm bảo cho việc đầu tư các dự án mới mà tỉ lệ vay nợ không quá lớn.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro nguồn cung: Chúng tôi đánh giá rủi ro lớn nhất của PGD đến từ việc nguồn cung khí đầu vào bị kiểm soát 100% bởi PVGas – Tổng công ty Khí Việt Nam. Rủi ro này đến từ việc PVGas cổ phần hóa, và nếu với sức ép từ các cổ đông mới trong việc tối đa hóa lợi nhuận thì giá khí PVGas cung cấp cho PGD sẽ có thể thay đổi mạnh so với mức giá hiện nay và nguồn cung cũng trở nên kém chắc chắn hơn so với trước đây. Mức giá năm 2008-2009 đơn vị được cung cấp ở mức 3,9USD/MMBTU và đã tăng trong năm 2009 và tăng dần hàng năm sát với giá khí giao dịch trên thị trường thế giới.

Rủi ro về sự phụ thuộc khách hàng: Trong các hợp đồng nguyên tắc cung cấp khí thấp áp ký trong năm 2009 cho giai đoạn 2009-2013 thì 5 khách hàng lớn nhất chiếm tới 80,16% tổng sản lượng PGD và khách hàng lớn nhất Công ty TNHH Vedan chiếm 56,21% tổng sản lượng bán trong vòng 2-5 năm tới. Đây là rủi ro tiềm ẩn đến từ việc

tập trung khách hàng. Khi một khách hàng lớn gặp khó khăn trong kinh doanh sẽ ảnh hưởng mạnh đến sản lượng tiêu thụ và doanh thu của đơn vị trong tương lai.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PGD

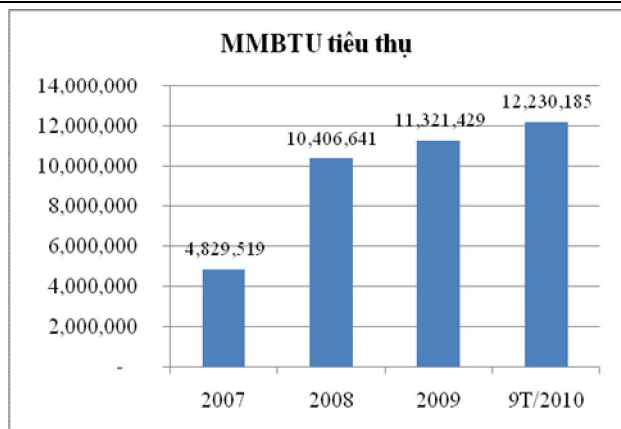
Hoạt động sản xuất kinh doanh chính của PGD là hoạt động phân phối khí thấp áp thông qua hệ thống đường ống dẫn khí từ các mỏ khí, mỏ dầu đến thẳng các khu công nghiệp và các hộ tiêu dùng công nghiệp. Hiện nay nguồn cung của PGD đến từ PVGas (Tổng công ty Khí Việt Nam) và lượng khí này chủ yếu đến từ mỏ Bạch Hổ, và hệ thống Nam Côn Sơn.

Khí thấp áp là loại khí tự nhiên với thành phần chính là CH₄ và C₂H₆ lấy từ mỏ khí tự nhiên hoặc mỏ dầu, được dẫn theo đường ống từ mỏ về đất liền và qua sơ chế sẽ được chuyển trực tiếp đến các hộ tiêu thụ thông qua hệ thống đường ống đến tận nơi tiêu thụ. Loại khí này có ưu điểm tiết kiệm chi phí nhiên liệu rất lớn. Trung bình tiết kiệm từ 3-10 lần so với việc sử dụng các loại nhiên liệu khác.

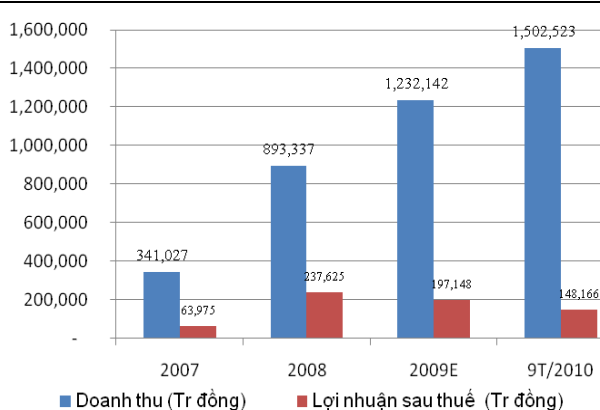
PGD là nhà cung cấp khí thấp áp duy nhất cho các công ty sản xuất công nghiệp (trừ điện và đạm). Công ty cũng là đơn vị độc quyền phân phối khí thấp áp bằng hệ thống đường ống dẫn khí trên lãnh thổ Việt Nam hiện nay với số lượng khách hàng là 24 bao gồm nhiều Công ty sản xuất lớn trong nhiều lĩnh vực như sản xuất thực phẩm, thép, gốm sứ - vật liệu xây dựng tại các khu công nghiệp Phú Mỹ, Mỹ Xuân, Gò Dầu dọc theo hệ thống đường ống dẫn khí của PGD.

Ngoài việc cung cấp khí thấp áp, trong thời gian tới đơn vị sẽ mở rộng cung cấp các sản phẩm dầu khí khác như CNG, LPG, LNG để đa dạng hóa sản phẩm khi nguồn khí thấp áp đang có xu hướng giảm trong khi các nguồn khí khác đang có nguồn cung ngày một tăng đến từ các nhà máy lọc dầu trong nước.

Biểu đồ 1: Tiêu thụ sản phẩm



Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận



Nguồn: PGD, PSI tổng hợp

Hoạt động kinh doanh:

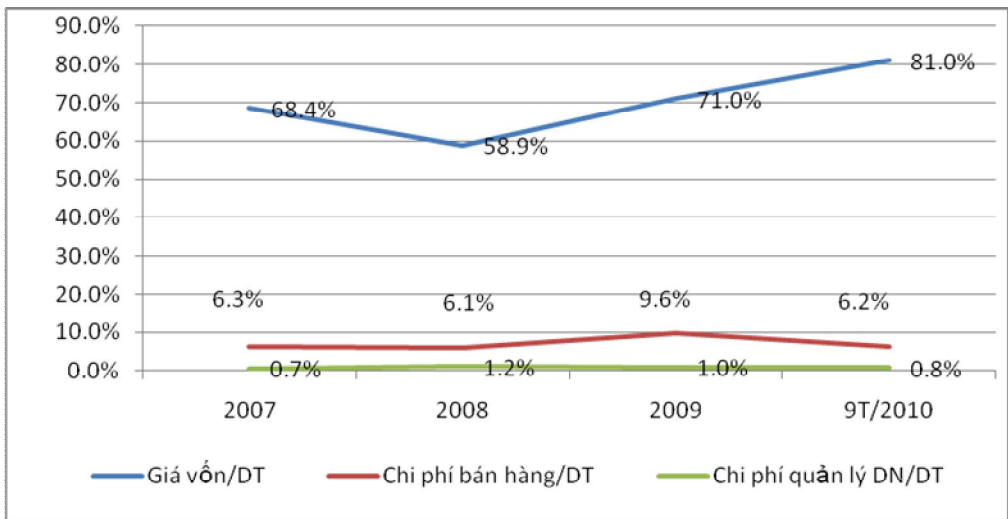
Năm 2009, sản lượng tiêu thụ khí thấp áp của PGD tăng trưởng 8,79% so với năm 2008

do những khó khăn của cuộc khủng hoảng tài chính dẫn tới các khách hàng của PGD giảm sản lượng sản xuất, đặc biệt là khách hàng chính Công ty TNHH Vedan Việt Nam bị dừng sản xuất do vi phạm luật môi trường Việt Nam. Bước sang năm 2010, các doanh nghiệp đã cơ bản phục hồi sản xuất. 9 tháng đầu năm 2010, sản lượng tiêu thụ của PGD tăng vọt với mức tăng trưởng 47,5% so với cùng kỳ năm 2009. Điều này đến từ việc PGD đã mở rộng được mạng lưới khách hàng mới cũng như việc Công ty TNHH Vedan Việt Nam đã sản xuất trở lại từ đầu năm 2010. Ước cả năm 2010 sản lượng tiêu thụ đạt 17,077 triệu MMBTU tăng trưởng 50,8% so với năm 2009.

Lợi nhuận biên của năm 2009 là 29,01% giảm mạnh so với năm 2008 là 41,14% chủ yếu đến từ việc giá Gas do PVGas cung cấp đã tăng mạnh tới hơn 44,17% so với năm 2008, còn giá bán đầu ra tăng trung bình 19% dẫn đến lợi nhuận biên giảm trong nửa đầu năm 2009. Trong 9 tháng đầu năm 2010, lợi nhuận biên của PGD cũng giảm còn 18,96% do giá khí tiếp tục biến động so với cùng kỳ dẫn tới giá vốn hàng bán tiếp tục tăng.

Tốc độ tăng trưởng doanh năm 2009 so với năm 2008 đạt 37,93% và 9 tháng đầu năm 2010 tốc độ tăng trưởng đạt 76,5% so với cùng kỳ năm 2009. Tuy nhiên tốc độ tăng trưởng giá vốn cao hơn so với tốc độ tăng trưởng doanh thu do giá khí đầu vào tăng mạnh trong khi giá bán ra tăng chậm hơn, thêm vào đó năm 2009 chi phí bán hàng tăng mạnh do PGD phải tìm kiếm các khách hàng mới thay thế cho Vedan dẫn tới chi phí bán hàng tăng. Trong 9 tháng đầu năm giá khí cũng tiếp tục tăng dẫn tới tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu tăng lên 81,04% so với mức 70,99% năm 2009 và 58,86% của năm 2008, 68,42% của năm 2007. Vì thế có thể thấy xu hướng giá vốn tăng trong năm 2010. Tuy nhiên giá vốn sẽ ổn định ở mức từ 80% - 81% do giá khí hiện nay đã tiệm cận giá khí thế giới, PGD có thể neo được giá đầu vào theo giá khí và tăng giá khí đầu ra khi giá đầu vào biến động.

Biểu đồ 3: Tốc độ tăng trưởng doanh thu, giá vốn, chi phí



Nguồn: PGD, PSI tổng hợp

Cùng với việc cải thiện hạ tầng đường ống trong tương lai, cũng như việc đầu tư hệ thống

đường ống mới sẽ giúp gia tăng doanh thu của công ty. Tuy nhiên việc giá khí thấp áp đầu vào tăng lên sẽ làm giá vốn hàng bán tăng lên so với năm các năm trước đây. Vì vậy lợi nhuận biên sẽ suy giảm trong tương lai và ổn định sau khi giá khí cung cấp từ PVGas về sát giá thị trường.

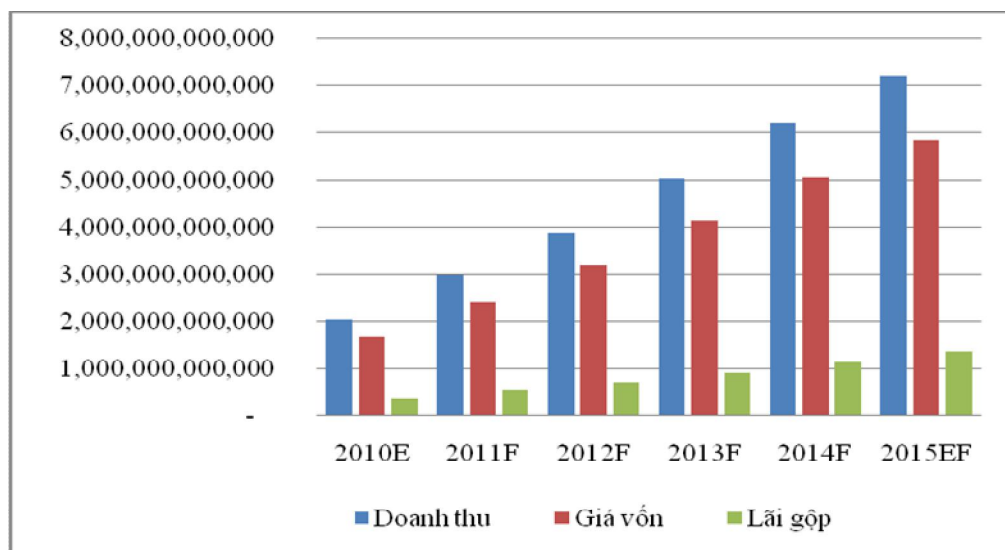
Với những đánh giá về tình hình kinh doanh, doanh thu, sản lượng của PGD trong thời gian vừa qua và tương lai thị trường cung cấp khí thấp áp tại Việt Nam và đặc biệt tại khu vực phía Nam, chúng tôi xây dựng 1 kế hoạch tiêu thụ sản phẩm, doanh thu, giá vốn của PGD như sau:

Bảng 1: Kế hoạch tiêu thụ, doanh thu của PGD trong tương lai

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Sản lượng(MMBTU)	17.077.513	23.054.643	27.412.000	32.725.000	36.921.500	39.732.000
- Giá bán(USD)	6.241	6.421	6.721	6.951	7.231	7.432
- Giá mua(USD)	5.093	5.231	5.499	5.699	5.897	6.023
Doanh thu (tr VND)	2.036.758	2.970.373	3.881.628	5.032.172	6.201.483	7.202.003
Giá vốn (tr VND)	1.662.107	2.419.876	3.175.877	4.125.788	5.057.412	5.836.607
Lợi nhuận gộp (tr VND)	374.651	550.497	705.751	906.384	1.144.071	1.365.396

Nguồn: PGD, PSI dự báo

Biểu đồ 4: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của PGD trong tương lai



Nguồn: PGD, PSI dự báo

Bảng 2: So sánh hoạt động kinh doanh với một số đơn vị khác

2009	PGS	PVG	PGC	ASP	VMG	PGD
Doanh thu (triệu đồng)	1.978.865	1.538.717	1.655.460	1.566.384	191.919	893.337
Giá vốn (triệu đồng)	1.834.900	1.389.616	1.340.557	1.381.299	178.832	525.808
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	39.973	26.060	70.529	51.614	9.454	222.890
ROA	3,24%	2,50%	7,02%	5,23%	3,25%	35,50% %

ROE	20,79%	8,44%	12,94%	19,22%	6,41%	50,66%
EPS (đồng)	2.665	1.000	2.527	1.886	1.182	6.754

Nguồn: PSI tổng hợp

Bảng 3: So sánh hoạt động kinh doanh trong 9 tháng đầu năm 2010

9T - 2010	PGS	PVG	PGC	ASP	VMG	PGD
Doanh thu (triệu đồng)	2.486.706	1.839.138	1.755.423	1.454.715	226.010	1.502.523
Giá vốn (triệu đồng)	2.274.184	1.734.968	1.507.228	1.329.026	215.789	1.217.687
Lợi nhuận gộp (triệu đồng)	212.522	104.170	248.195	125.689	10.221	284.835
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	206.752	24.396	35.910	-9.639	-17.080	148.166
EPS 9T (đồng)	11.861	916	1.269	-422	-1.779	4.490

Nguồn: PSI tổng hợp

Đánh giá với các công ty phân phối khí Gas đang niêm yết: Các công ty cung cấp khí gas đang niêm yết hiện tại chủ yếu là cung cấp LPG là sản phẩm khí gas phục vụ các hộ tiêu dùng Công nghiệp, và hộ tiêu dùng gia đình, dịch vụ. Về mặt thị phần là chưa có sự cạnh tranh trực tiếp với PGD do LPG không thể cạnh tranh được với khí thấp áp tại các địa bàn có hệ thống đường ống và trạm triết nạp khí thấp áp đi qua.

Hiệu quả hoạt động của PGD tỏ ra rất hiệu quả so với các doanh nghiệp trong cùng ngành phân phối khí gas. Doanh thu các đơn vị trong ngành là tương đối đồng đều, nhưng lợi nhuận thì lại có cách biệt khá lớn. Điều này đến từ việc nguồn cung cấp khí gas của các đơn vị, giá vốn hàng bán, chi phí lưu kho, cũng như chi phí bán hàng, chi phí tài chính của các đơn vị khá cao so với PGD. Ngoại trừ PGS có doanh thu đột biến từ việc bán cổ phần PGD cho PVGas thì các đơn vị kinh doanh khí gas hóa lỏng (LPG) đều có kết quả không cao so với kinh doanh khí khô. Mức biên lợi nhuận bình quân các đơn vị phân phối LPG vào khoảng 8,21% trong khi mức biên lợi nhuận gộp của PGD ở mức 30,2% trong thời gian từ 2007 – 9T/2010 và ở mức 18,96% trong 9 tháng năm 2010.

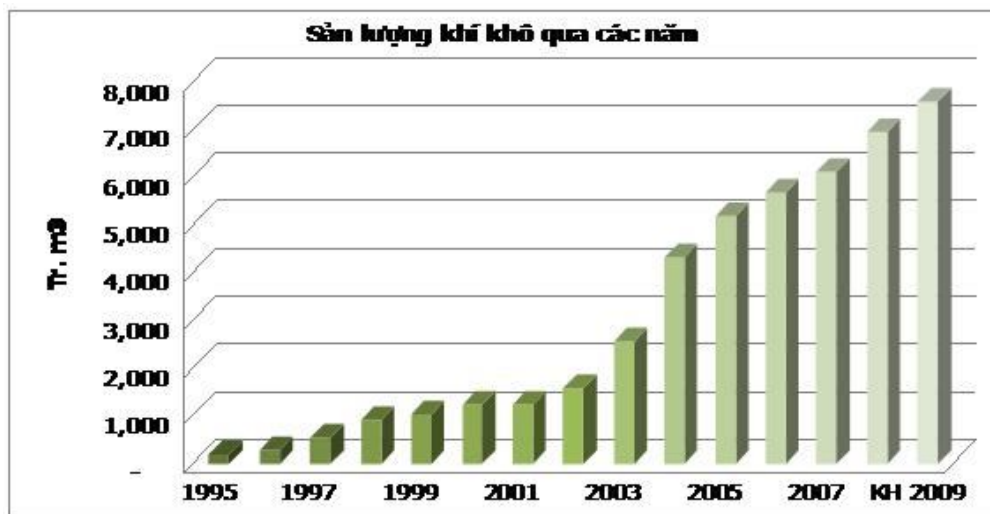
EPS của PGD cũng cao gấp 3 lần so với đơn vị có hiệu quả kinh doanh tốt nhất trong ngành LPG trong các năm vừa qua. Ngoại trừ PGS trong năm 2010 có đột biến từ lợi nhuận khác do chuyển nhượng cổ phiếu. Vì vậy có thể khẳng định lĩnh vực phân phối khí khô mà ở đây là khí thấp áp của PGD là rất hiệu quả so với những đơn vị có sản phẩm thay thế là LPG.

TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG KHÍ GAS

Ngành công nghiệp khí Việt Nam được hình thành từ năm 1995 sau khi hệ thống thu gom và xử lý khí đồng hành bể Cửu Long với vốn đầu tư 600 triệu USD với công suất 1 triệu m³/ngày và sau đó nâng lên 3 triệu m³/ngày vào năm 2007 cung cấp chủ yếu cho nhà máy điện Bà Rịa. Sau đó hệ thống dẫn khí thứ 2 Nam Côn Sơn trị giá 1,3 tỷ USD với sản lượng 7 tỷ m³/năm được vận hành năm 2002 cung cấp khí cho khu vực Đông Nam Bộ: Thành phố Hồ Chí Minh – Đồng Nai – Bà Rịa Vũng Tàu. Hệ thống dẫn khí thứ 3 là dự án Malay Thổ Chu với tổng vốn đầu tư 214 triệu USD cung cấp 2 tỷ m³/năm cho khu vực Cà Mau và đồng bằng Sông Cửu Long hệ thống vận hành năm 2007. Hệ thống dẫn khí thứ 4 là đường ống Lô B – Ô Môn dự kiến hoàn thành năm 2014 với sản lượng khoảng 6,4 tỷ m³/năm và chủ yếu cung cấp khí cho nhà máy điện tại Cà Mau và Ô Môn. Hệ thống khí Nam Côn Sơn 2 đang trong quá trình nghiên cứu với sản lượng khoảng 2 tỷ m³/năm.

Khí Khô

Biểu đồ 5: Sản lượng khí thiên nhiên khô của Việt Nam



Nguồn: PVGas

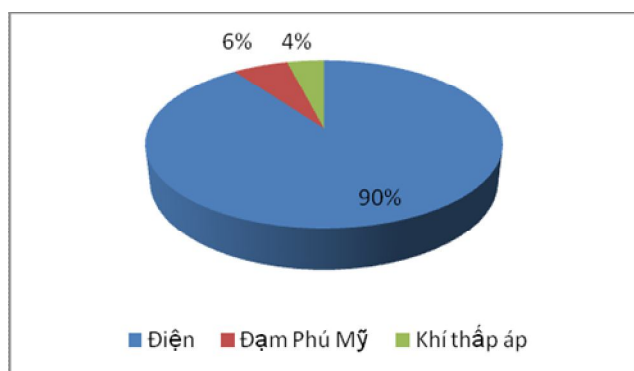
Sản lượng khí khô tăng qua các năm: Khí thấp áp của công ty chính là một sản phẩm trong nhóm sản phẩm khí khô. Nguồn khí khô này được cung cấp bởi PVGas từ mỏ Bạch Hổ, và hệ thống khí Nam Côn Sơn phục vụ cho các hộ tiêu dùng điện, đạm và công nghiệp tại khu công nghiệp Phú Mỹ, Mỹ Xuân, Nhơn Trạch, Gò Dầu và thành phố Hồ Chí Minh. Trong tương lai hệ thống dẫn khí lô B – Ô Môn, dự án phát triển mỏ Hải Thạch Mộc Tinh, dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 và dự án nhập khẩu khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) của PVGas đi vào hoạt động sẽ tiếp tục bổ sung nguồn cung cho thị trường khí tự nhiên của Việt Nam. Hiện nay sản lượng khí khô của Việt Nam được cung cấp qua PVGas đạt mức 8 tỉ m³/năm và ổn định trong năm 2009 – 2010. Trong khi lượng tiêu thụ khí tăng mạnh từ 7,9 tỷ m³/năm vào năm 2009 thì đến năm 2015 tăng tới 85% lên 14,6 tỷ m³/năm do có 8 nhà máy điện sử dụng khí đi vào hoạt động tại Miền Nam và nhà máy Đạm Cà

Mau đi vào hoạt động năm 2011.

Trong tổng sản lượng tiêu thụ khí khô thì các nhà máy điện chiếm nhu cầu khoảng 90%, 6% đến từ nhà máy đạm và 4% là khí thấp áp phục vụ công nghiệp. Trong đó sản lượng điện mà các nhà máy sử dụng khí khô cung cấp khoảng 45% tổng sản lượng điện của Việt Nam.

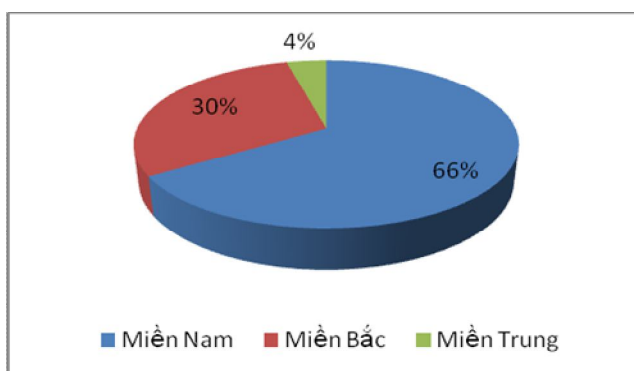
Với việc phân chia thị phần như vậy việc PGD gần như độc quyền trong khí thấp áp, đó chính là lợi thế lớn trong việc đảm bảo hoạt động kinh doanh ổn định cho Công ty. Nguồn nguyên liệu này tập trung chủ yếu ở khu vực phía Nam, vì vậy thị trường chính của PGD vẫn là khu vực phía Nam. Trữ lượng khí khô của Việt Nam dự kiến còn đủ đáp ứng cho ít nhất trong vòng 60 năm nữa.

Biểu 6: Cơ cấu tiêu thụ khí khô



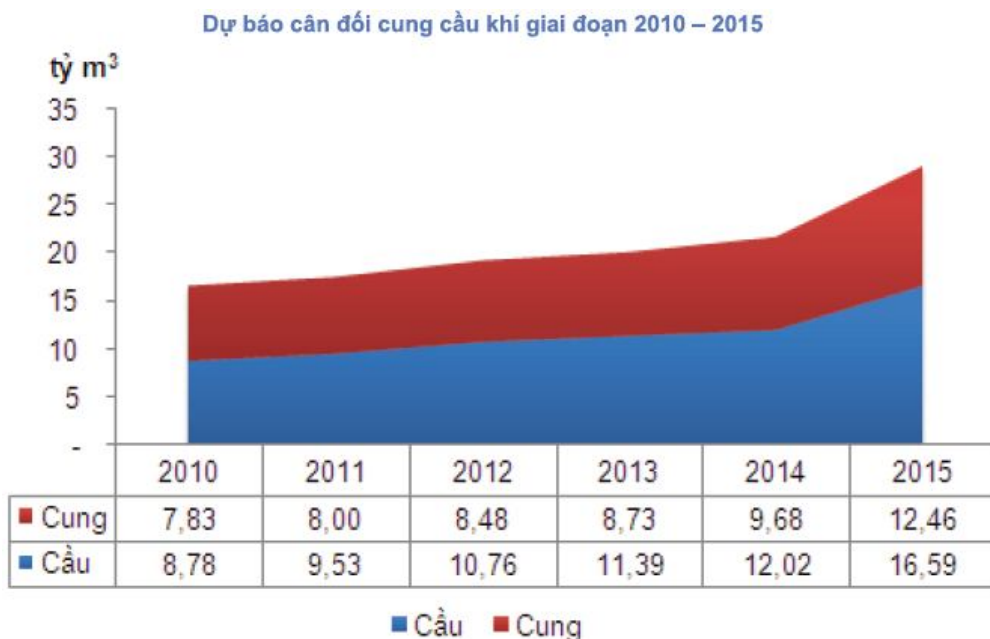
Nguồn: PVGas

Biểu 7: Thị phần tiêu thụ LPG



Nguồn: PVGas, PSI tổng hợp

Biểu 8: Cân đối cung cần khí khô



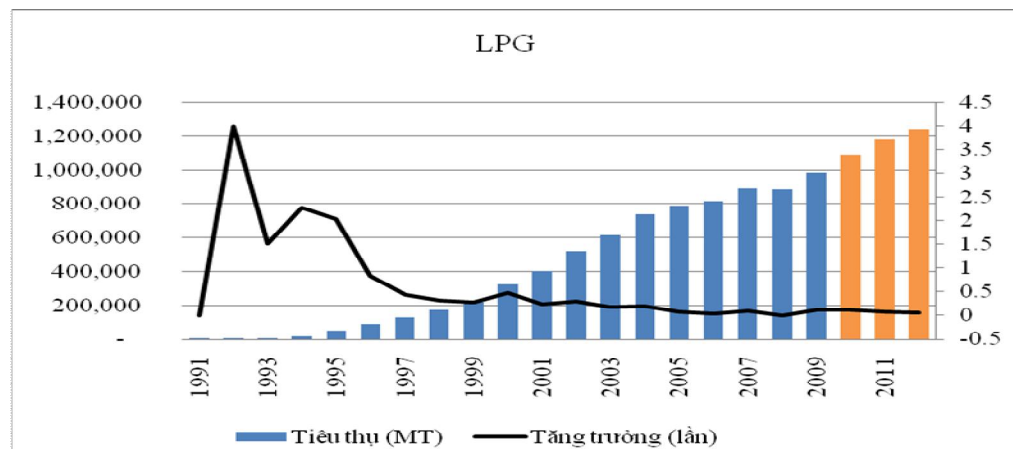
Nguồn: PVGas, PSI tổng hợp

LPG (Liquefied Petroleum Gas):

Cung: trên thị trường hiện nay LPG chủ yếu đến từ nhà máy GPP Dinh Cố với nguồn đầu vào từ mỏ Bạch Hổ với sản lượng khoảng hơn 200.000 tấn/năm. Từ năm 2010 lượng LPG từ nhà máy Dung Quất cũng chính thức được thương mại hóa với sản lượng khoảng 340.000 tấn/năm sẽ làm gia tăng sản lượng LPG sản xuất trong nước. Tổng sản lượng 2 nhà máy sẽ đáp ứng khoảng 50% nhu cầu nội địa.

Cầu: Cầu dự kiến năm 2010 cả nước khoảng 1,1 triệu MT/năm. Với tốc độ tăng trưởng khoảng 5%. Thị trường Miền Nam lớn nhất với 66% thị phần, Miền Bắc chiếm 40% và Miền Trung khoảng 4%.

Biểu 8: Khí hóa lỏng (LPG) của Việt Nam



Nguồn: PVGas

CNG (Compressed Natural Gas): Đây là khí thiên nhiên nén, thành phần chủ yếu là methane (CH₄) lấy từ các mỏ khí thiên nhiên, được xử lý và nén ở áp suất cao (200 bar) thành dạng lỏng và vận chuyển bằng các phương tiện giao thông chứ không vận chuyển bằng đường ống được. Loại nhiên liệu này được chế biến tại nhà máy CNG Việt Nam và đã được phân phối trên thị trường Miền Nam bởi Công ty Cổ phần Phân phối Khí hóa lỏng Miền Nam (PGS) và loại khí này đang tỏ ra rất hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của PGS và trong tương lai có thể PGD cũng phân phối loại sản phẩm này.

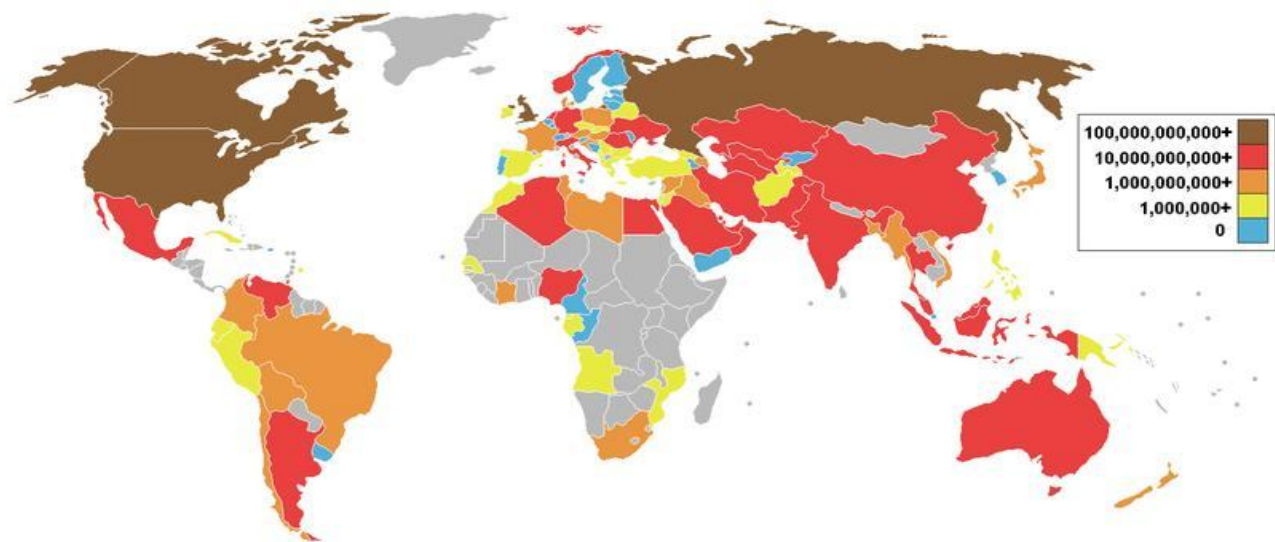
LNG (Liquefied Natural Gas): Khí thiên nhiên hóa lỏng: Là loại khí thiên nhiên được hóa lỏng nhờ làm sạch sâu đến -160oC sau khi đã loại bỏ các tạp chất. LNG có thành phần chủ yếu là methane. Khí LNG hóa lỏng nên dễ dàng vận chuyển thông qua xe chở, bồn chứa,... Nhiên liệu này được dùng thay thế cho nhiên liệu dầu DO ở các nhà máy điện chạy dầu, tuy nhiên loại nhiên liệu này chưa phổ cập trên thị trường và là sản phẩm tương lai của Công ty.

Thị trường khí tự nhiên trên thế giới

Theo số liệu thống kê của CIA thì trữ lượng khí tự nhiên của các vùng trên thế giới được mô tả thành màu sắc khác nhau như bản đồ phân bố bên dưới. Việt Nam nằm ở nhóm các nước có sản lượng trung bình với trữ lượng trên một triệu nghìn tỷ m³. Lượng khí có thể khai thác vào khoảng 179,8 nghìn tỷ m³ và có thể khai thác trong ít nhất 69 năm tới.

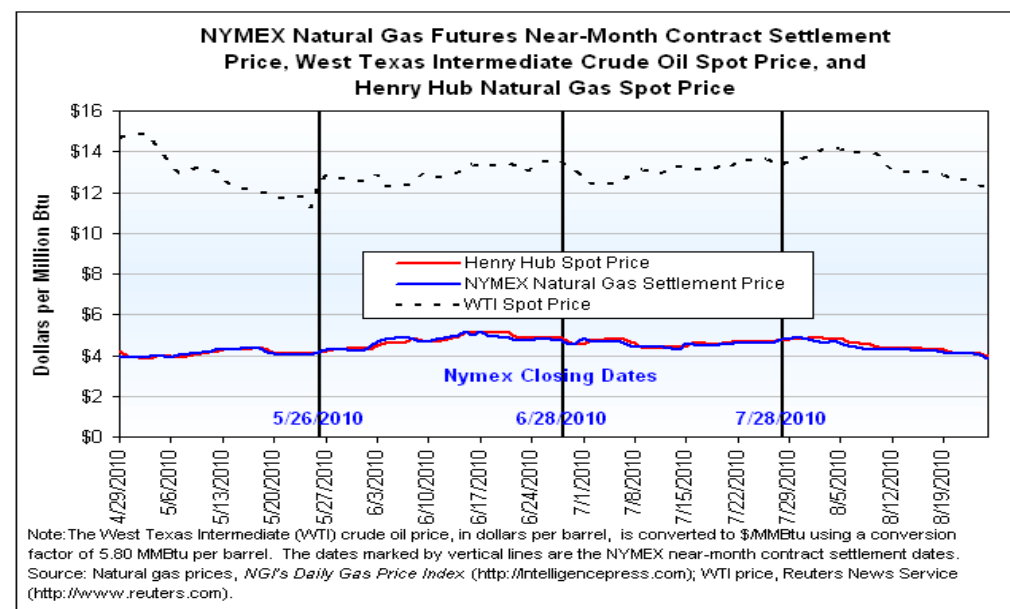
Theo IEA, trong cơ cấu tiêu thụ năng lượng toàn cầu, tỷ trọng khí hiện chiếm 23,9% và tỷ trọng này đang gia tăng nhanh chóng với mức trung bình khoảng 3,1%/năm, dự kiến đến năm 2020 sẽ chiếm 30% tổng nhu cầu năng lượng toàn cầu

Biểu 9: Trữ lượng khí tự nhiên phân bố trên thế giới



Nguồn: CIA factbook figures

Biểu 10: Biến động giá khí tự nhiên trên thị trường hàng hóa



Nguồn: Reuters

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Để tăng sản lượng khí thấp áp cung cấp cho các hộ tiêu dùng công nghiệp, Công ty có kế hoạch xây dựng hàng loạt hệ thống đường ống mới với tổng lượng vốn đầu tư lên tới hơn 3.500 tỉ đồng và kéo dài đến năm 2014. Chi tiết các dự án như sau:

Bảng 4: Các dự án đầu tư đến 2014

Tên dự án	Vốn đầu tư (tỉ VNĐ)	Thời gian Hoàn thành
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN Huyện Nhơn Trạch - Tỉnh Đồng Nai	406	Q1/2012
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN Hiệp Phước Huyện Nhà Bè và Long Hậu - Tỉnh Long An	300	Q4/2012
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN thuộc các tỉnh Bắc Bộ	700	Q3/2014
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN Thành phố Cần Thơ	300	Q2/2014
Hệ thống chế biến và phân phối CBM	300	Q2/2013
Hệ thống thu gom, vận chuyển khí từ các lô ngoài khơi phía Bắc	400	Q2/2013
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN Thành phố Cà Mau	400	Q4/2013
Hệ thống tiếp nhận và phân phối CNG	60	Q3/2013
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN ở Biên Hòa - Tỉnh Đồng Nai	440	Q1/2014
Hệ thống phân phối khí thấp áp các KCN Tỉnh Bình Dương	350	Q4/2014
Tổng	3.656	

Nguồn: PGD

Các hệ thống đường ống xây dựng mới sẽ củng cố được lợi thế phân phối khí thấp áp và các nhiên liệu khí tự nhiên bằng đường ống của Công ty. Năng lực phân phối khí của công ty cũng sẽ tăng mạnh từ gần 11 triệu MMBTU năm 2008 lên tới gần 40 triệu MMBTU vào năm 2015.

Các dự án này hiện đang trong quá trình triển khai thực hiện. Các kết quả dự báo bên dưới dựa trên giả định rằng quá trình đầu tư mới không có những sự chậm trễ đáng kể làm ảnh hưởng lớn đến sản lượng cung cấp khí của đơn vị.

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Giả định doanh thu, giá vốn:

Dựa trên nguồn cung cấp khí thấp áp trong tương lai và tốc độ đầu tư mới Tài sản cố định thì dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu của Công ty sẽ dựa trên sự tăng trưởng

về sản lượng bán.

Bảng mô tả sản lượng bán, giá bán và doanh thu của công ty trong tương lai.

Nguồn khí đầu vào chủ yếu vẫn đến từ việc khai thác tiếp tục khí từ mỏ Bạch Hổ, hệ thống khí Nam Côn Sơn. Việc phát triển nguồn cung sẽ đến từ các mỏ khí mới như hệ thống ống dẫn khí PCC3 Cà Mau từ lô B – Ô Môn, dự án phát triển mỏ Hải Thạch Mộc Tinh, dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 và nhập khẩu khí tự nhiên hóa lỏng (LNG)

Giá khí đầu vào dự kiến tăng dần trong tương lai dựa trên dự kiến cung cầu của thị trường khí thấp áp. Dự kiến giá bán đầu vào tăng khoảng 13,72% trong cả giai đoạn 2010-2015.

Giá bán đầu ra được tính toán dựa trên mức lợi nhuận gộp phù hợp nhằm đảm bảo hoạt động có lãi cũng như cung cấp giá cả sản phẩm phù hợp nhất với các khách hàng tiêu dùng. Mức giá bán ra sẽ được neo theo giá dầu DO và chỉ bằng 60% giá dầu DO. Giá bán này được điều chỉnh hàng năm với mức tăng trung bình khoảng 10,04% trong cả giai đoạn 2010-2015.

Các giả định khác:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ năm 2016 trở đi sẽ ổn định ở mức 10/năm nhờ sự tăng trưởng tăng trưởng giá bán khí đầu ra là chính do nguồn khí đến mức tới hạn.
- Chi phí bán hàng/doanh thu sẽ ở mức 9% trong giai đoạn 2010-2012, và 8,5% trong giai đoạn 2013 – 2015, và 8% trong giai đoạn 2016 trở đi.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm 1%/tổng doanh thu bán hàng.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 7 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ tăng từ 330 tỉ lên 429 tỉ năm 2010, 500 tỉ năm 2012, 700 tỉ năm 2013, 1.000 tỉ năm 2014,...
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức gần 30%/năm trên mệnh giá cổ phiếu
- Tỷ lệ chiết khấu theo tính toán 15,8%.

Bảng 5: Kết quả dự báo một số chỉ tiêu chính (đồng)

	2009	2010E	2011F	2012F
Vốn chủ sở hữu	330.000.000.000	429.000.000.000	500.000.000.000	700.000.000.000
Doanh thu thuần	1.232.141.737.125	2.066.758.314.515	2.970.373.438.937	3.881.627.926.476
Lợi nhuận gộp	357.436.805.516	404.651.265.032	550.497.491.409	705.750.532.087
Lợi nhuận sau thuế	197.148.219.164	215.713.134.633	309.752.448.123	386.356.862.412
ROA	25,78%	16,41%	18,83%	18,75%
ROE	38,39%	31,86%	39,09%	41,16%
EPS (VND)	5.974	6.081	6.933	5.519

Nguồn: PSI dự báo

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 5 phương pháp: FCFE, FCFF, FCF/Share, P/B và P/E để xác định mức giá kỳ vọng cho PGD. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành cung cấp khí gas tại Việt Nam cũng như đánh giá theo dòng tiền trong tương lai của PGD. Mức giá chung bình chúng tôi tính vào vào khoảng **45.200 VNĐ/cổ phần**

Tổng hợp kết quả định giá

Phương pháp định giá	Giá (VNĐ)
FCFE	48.680
FCFF	43.446
P/E	57.767
P/B	31.058

Nguồn: PSI dự báo

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Triệu VND

	2009	2010E	2011F	2012F
Doanh thu thuần	1,232,142	2,066,758	2,970,373	3,881,628
Giá vốn hàng bán	874,705	1,662,107	2,419,876	3,175,877
Lợi nhuận gộp	357,437	404,651	550,497	705,751
Doanh thu tài chính	13,132	18,555	23,403	10,516
Chi phí tài chính	324	-	-	-
Chi phí bán hàng	118,859	124,359	143,013	178,766
Chi phí quản lý DN	12,228	15,528	17,857	22,321
LN thuần từ HĐKD	239,158	283,319	413,031	515,179
Lợi nhuận khác	(11)	4,269	(28)	(36)
LN trước thuế	239,146	287,589	413,003	515,142
Lợi nhuận sau thuế	197,148	215,713	309,752	386,357
TỔNG TÀI SẢN	764,815	1,314,161	1,644,746	2,060,523
Tài sản ngắn hạn	679,839	1,218,225	1,371,518	1,123,355
Tiền và tương đương tiền	487,569	806,732	780,115	350,521
Phải thu ngắn hạn	177,481	369,584	531,172	694,125
Hàng tồn kho	6,402	19,642	28,230	36,890
Tài sản ngắn hạn khác	8,387	22,266	32,001	41,818
Tài sản dài hạn	84,976	95,936	273,228	937,168
Tài sản cố định	73,435	70,428	236,568	889,261
TSCĐ hữu hình	72,709	54,723	20,866	473,559
Nguyên giá	98,520	108,372	119,210	719,210
Giá trị hao mòn lũy kế	(25,811)	(53,649)	(98,344)	(245,650)
Đầu tư tài chính dài hạn	3,360	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	8,180	25,508	36,660	47,907
TỔNG NGUỒN VỐN	764,815	1,325,315	1,723,563	2,150,788
Nợ ngắn hạn	251,212	648,199	930,916	1,211,960
Nợ dài hạn	83	132	190	248
Nguồn vốn chủ sở hữu	510,365	666,198	776,970	919,263
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	330,000	429,000	429,000	700,000
Lợi nhuận chưa phân phối	157,665	106,533	186,329	180,627
Nguồn kinh phí, quỹ khác	3,155	10,786	15,488	19,318
Nhóm chỉ tiêu thanh toán				
Khả năng thanh toán nhanh	2.68	1.85	1.44	0.90
Khả năng thanh toán hiện hành	2.71	1.88	1.47	0.93
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Hệ số nợ/ Vốn CSH	49.2%	97.3%	119.8%	131.9%
Nợ/ Tổng tài sản	32.9%	49.3%	56.6%	58.8%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động				
Vòng quay hàng tồn kho	165.28	127.64	101.10	97.54
Vòng quay các khoản phải trả	4.28	5.24	4.65	4.49
Vòng quay các khoản phải thu	10.24	7.61	6.65	6.39
Nhóm chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu (GM)	29%	20%	19%	18%
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu (Operating margin)	18%	13%	13%	13%
ROA	25.8%	16.4%	18.8%	18.8%
ROE	38.4%	31.9%	39.1%	41.2%

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

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

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



PSI CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

BAN PHÂN TÍCH

Giám Đốc ban

Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

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

Nghiên cứu thị trường, Vĩ mô

Phân tích ngành, công ty

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Bùi Thị Thanh Hoàn
hoanhtt@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanha1@psi.vn