

NGÀNH: PHÂN PHỐI DẦU KHÍ

Mã ngành ICB: 577

Mã Bloomberg: PVG

Ngày cập nhật: 24/10/2011

Thông tin cổ phiếu

Giá 24/10/2011 (đồng):	12.500
Thấp nhất 52 tuần (đồng):	9.000
Cao nhất 52 tuần (đồng):	16.700
Vốn hóa (tỷ đồng):	346
SLCPLH	27.719.850
P/E:	2,40
P/B:	0,87
EPS trailing (đồng):	5.197

Biểu đồ giá



Chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2Q2011
TTS (tỷ đ)	1.039,8	1.336,5	1.558,6
VCSH (tỷ đ)	310,1	322,2	398,3
VĐL (tỷ đ)	266,2	277,2	277,2
DTT (tỷ đ)	1.538,7	2.754,9	1.897,6
LNTT (tỷ đ)	28,3	37,3	164,4
LNST (tỷ đ)	26,6	35,9	123,3
Nợ/TTS (%)	70%	76%	74%
TS LN gộp (%)	9,7%	5,4%	5,4
TS LN ròng (%)	1,7%	1,3%	6,5%
ROA (*) (%)	2,6%	2,7%	9,2%
ROE (*) (%)	8,6%	11,1%	36,2%
BV (đ)	11.650	11.625	14.369
EPS (*) (đ)	1.000	1.342	5.197

Nguồn: VCBS, *: số liệu 4 quý gần nhất

CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG
MIỀN BẮC (PVG)

Điểm nhấn đầu tư

- PVG đang giữ thị phần cung cấp khí gas LPG lớn nhất miền Bắc (chiếm từ 25% - 30% thị phần) nhưng bị cạnh tranh gay gắt bởi hơn 50 doanh nghiệp kinh doanh khí LPG khác.
- Trong 6T đầu năm 2011, DT và LNST của PVG tăng trưởng vượt bậc. DT lũy kế đạt 1.900 tỷ, tăng 60% so với cùng kỳ năm ngoái. DT tài chính đạt 185,9 tỷ. LNST đạt 123 tỷ tăng gấp 7,6 lần 6T đầu năm 2010.
- Tuy nhiên khoản LNST 123 tỷ đã bao gồm khoản LN hơn 130 tỷ từ việc PVG thoái vốn toàn bộ tại PGD. Nếu loại trừ khoản LN bất thường này thì thực ra PVG đang lỗ 7 tỷ đồng.
- Qua trao đổi với doanh nghiệp, chúng tôi được biết lũy kế 9T2011, PVG ước đạt 2.700 tỷ DT và 132 tỷ LNST. Trong đó Q3/2011, PVG đạt 829 tỷ DT và 12 tỷ LNST. Năm 2011, PVG đặt kế hoạch 2.784 tỷ DT và 148,5 tỷ LNST, cổ tức 18,5%. Như vậy PVG đã đạt được 97% kế hoạch DT và 88% kế hoạch LNST.
- Giá cổ phiếu PVG đã về dưới giá trị sổ sách. P/E của PVG hiện đang thấp so với ngành, chỉ đạt 2,4x, tương đối rẻ so với P/E13,8x trung bình của PGS, ASP, PGC, MTG, PVG. Nhưng tỉ suất LN ròng của PVG kém xa so với PGS, kém hơn PGC và chỉ hơn ASP, MTG, VMG. Tỉ suất LN của hoạt động kinh doanh khí LPG của PVG chỉ đạt 1,3% trong năm 2010, được cải thiện trong Q3/2011 tuy nhiên không đáng kể (chỉ đạt 1,45%).
- Hiện tại, giá khí LPG trên thế giới đang có xu hướng giảm và giá khí LPG tại thị trường Việt Nam sẽ giảm theo xu hướng thế giới.
- Từ giờ đến cuối năm, PVG sẽ chỉ tập trung vào hoạt động kinh doanh khí LPG. Chúng tôi cho rằng trong năm 2011, DT thực hiện được của PVG sẽ vượt xa mức kế hoạch từ 20% - 30%. Tuy nhiên LNST thực hiện được sẽ chỉ vượt hơn mức kế hoạch đề ra không nhiều.

Tình hình hoạt động và triển vọng

THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

■ Lịch sử hình thành và phát triển

PVG tiền thân là Công ty Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Bắc được thành lập năm 2006 trên cơ sở sát nhập Xí nghiệp 2 của Công ty Chế biến và Kinh doanh sản phẩm khí (thuộc PVN) và Bộ phận kinh doanh khí hóa lỏng của Công ty Thương mại Dầu khí tại các tỉnh phía Bắc.

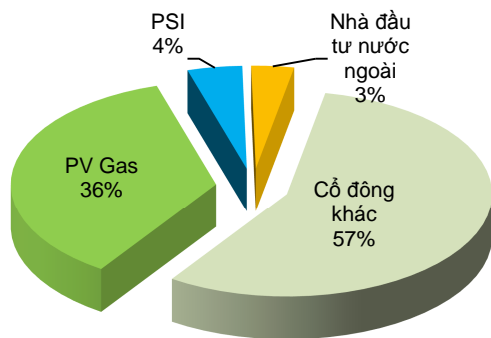
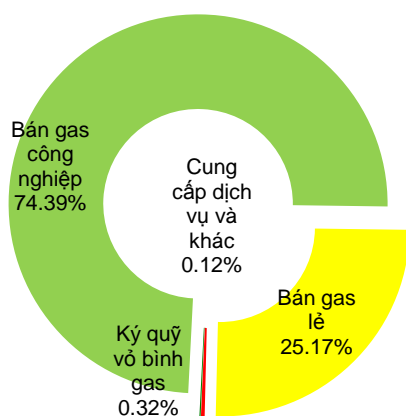
Năm 2006, Công ty chuyển đổi theo mô hình cổ phần. Công ty niêm yết cổ phiếu tại Sở GDCK Hà Nội bắt đầu từ ngày 07/01/2009.

■ Lĩnh vực hoạt động

- Kinh doanh các sản phẩm dầu, mỡ nhờn
- Kinh doanh các sản phẩm hóa dầu và dầu khí
- Đại lý mua, đại lý bán, ký gửi hàng hóa
- Tư vấn về chuyển giao công nghệ trong lĩnh vực hóa dầu

■ Sản phẩm và dịch vụ chính mà PVG cung cấp

- Bình gas công nghiệp (bình 45 kg)

Cơ cấu cổ đông (cập nhật 27/09/2011)**Cơ cấu Doanh thu 6T2011****Một số nét chính về sp khí LPG**

LPG là từ viết tắt của Liquefied Petroleum Gas, là hỗn hợp hydrocarbon nhẹ, ở thể khí LPG tồn tại trong thiên nhiên ở các mỏ dầu hoặc giếng gas và cũng có thể sản xuất ở các nhà máy lọc dầu.

LPG được dùng làm nhiên liệu cho công nghiệp, để sưởi ấm, nấu ăn và chế biến ra các sản phẩm nhựa (plastics). Ngoài ra LPG còn được sử dụng làm nhiên liệu cho động cơ trong giao thông vận tải và một phần nguyên liệu cho các nhà máy hóa dầu.

LPG là loại nhiên liệu thông dụng về tính đa năng và thân thiện với môi trường, có thể dễ dàng được chuyển đổi sang thể lỏng bằng việc tăng áp suất thích hợp (khoảng 5-7 bar) hoặc giảm nhiệt độ (khoảng -42 độ C) để dễ tồn trữ và vận chuyển được.

LPG ưu thế hơn dầu đốt lò khoảng 20% về nhiệt trị, điều này dẫn đến lợi ích to lớn về kinh tế

Về giá: giá LPG tương đương dầu FO (dầu mazut) tại thời điểm hiện tại (năm 2011)

Hợp đồng mua bán LPG của PVG và các đối tác khác như PV Gas, đối tác nước ngoài được tính theo giá đầu giá (1 năm 1 lần)

- Bình gas cho hộ gia đình (bình 12 kg)
- Bình composite 11 kg
- LPG rời (được giao nhận bằng xe bồn LPG chuyên dụng)
- Dịch vụ lắp đặt hệ thống cung cấp gas
- Thu tiền ký cược vỏ bình gas

Thị phần

PVG có thị phần cung cấp khí gas LPG lớn và ổn định nhất tại thị trường miền Bắc, luôn được duy trì từ 25% - 30% thị phần.

So sánh với các doanh nghiệp trong ngành

Hiện tại có 6 doanh nghiệp kinh doanh LPG niêm yết trên thị trường chứng khoán và đây cũng là những doanh nghiệp lớn trong ngành kinh doanh khí LPG. Năm 2010, 4 doanh nghiệp PGS, PVG, PGC và ASP chiếm hơn 50% thị phần LPG của cả nước.

PVG có qui mô tài sản và vốn xấp xỉ những doanh nghiệp kinh doanh khí gas đã niêm yết trên sàn. Qui mô TTS của PVG lớn chỉ sau PGS. Mặc dù vậy, PVG vẫn đang là doanh nghiệp có vốn điều lệ tương đối nhỏ so với các công ty cùng ngành khác.

Năm 2010, thị trường kinh doanh LPG có nhiều biến động. Nhiều doanh nghiệp trong ngành có kết quả kinh doanh khá thấp. Tỷ suất LN ròng của PVG chỉ đạt 1,3% trong năm 2010, chỉ hơn ASP, MTG, VMG và kém nhiều so với PGC, PGS.

Khả năng sinh lời của PVG trong 2011 khá tốt. ROA trailing và ROE trailing đang đứng thứ 2, chỉ sau PGS. Tuy nhiên chúng tôi xin lưu ý rằng hai chỉ tiêu này được tính bao gồm khoản lợi nhuận đột biến từ việc PVG thoái toàn bộ vốn tại PGD. Nếu nhìn vào ROA và ROE của PVG trong 2010 chỉ lần lượt là 2,7% và 11,1% thì khả năng sinh lời của PVG không thực sự nổi trội so với những doanh nghiệp còn lại.

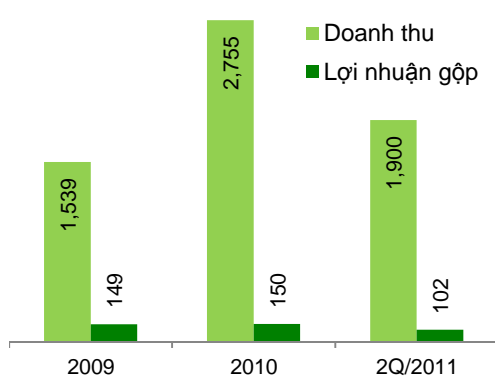
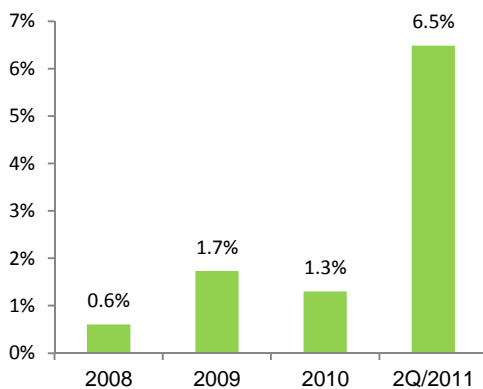
Hiện tại giá cổ phiếu PVG đã về dưới giá trị sổ sách. PVG cùng với PGS đang có P/E thấp nhất ngành. Trong 6T2011, ngoại trừ PGS, PVG, MTG và PGC là có lãi, còn lại ASP, VMG đang lỗ. Đặc biệt cổ phiếu VMG đang bị tạm ngừng giao dịch do lỗ lũy kế từ năm 2008.

Mã	TTS (tỷ)	VDL (tỷ)	TS LN ròng 2010	Nợ/TTS Q2/2011	ROA trailing	ROE trailing	EP trailing	P/E	P/B	LN 6T 2011
PVG	1,559	277	1,3%	74%	9,2%	36,2%	5.197	2,40	0,87	123
PGS	2,904	380	6,1%	69%	11,7%	48,6%	12.946	1,81	1,30	204
ASP	1,146	228	0,1%	78%	0,3%	1,5%	156	35,3	0,49	(7,9)
PGC	1,152	344	2,0%	51%	2,2%	4,7%	528	8,95	0,42	4,5
MTG	316	120	0,3%	52%	0,8%	1,7%	211	20,9	0,34	4
VMG	175	96	(13,8%)	48%	(4,4%)	(8,2%)	(906)	-	0,47	(4,2)

Nguồn: VCBS tổng hợp, số liệu tính đến hết Q2/2011 và dựa trên 4 quý gần nhất
P/E, P/B tính theo giá cổ phiếu ngày 24/10/2011

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH 2010 & trong năm 2011**2010**

Doanh thu tăng mạnh, tăng 79% so với năm 2009, đạt 2.755 tỷ đồng. LNST đạt 35,9 tỷ, tăng 35% so với năm 2009. Hoạt động Bán gas công nghiệp (sản phẩm bình gas 45kg) vẫn chiếm tỉ trọng lớn nhất, chiếm 72% tổng doanh thu. Hoạt động Bán gas nhỏ lẻ cho các hộ gia đình (sản phẩm bình gas 12 kg)

Tăng trưởng Doanh thu, Lợi nhuận**Tỉ suất LN ròng của PVG**

chiếm 26% doanh thu. Các hoạt động Ký quỹ vỏ bình gas, Cung cấp dịch vụ khác chiếm 1,6% doanh thu còn lại.

Mặc dù cơ cấu doanh thu trong năm 2010 không thay đổi đáng kể so với năm 2009, nhưng về mặt giá trị có sự tăng trưởng mạnh. Hoạt động kinh doanh sản phẩm gas công nghiệp đem lại cho PVG 1.995 tỷ, tăng 90% so với năm 2009 (1.047 tỷ). Hoạt động kinh doanh sản phẩm bình gas cho hộ gia đình đạt 715 tỷ, tăng 48% so với năm 2009 (481 tỷ).

Có được sự tăng trưởng tốt này là do trong nửa cuối năm 2010, sau khi Nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động và cung cấp LPG cho thị trường, PVG được ưu tiên phân phối 50% sản lượng của Nhà máy này và tăng tổng sản lượng lên bình quân hàng tháng 12.000 – 14.000 tấn so với sản lượng trung bình trước đó chỉ đạt 7.000 – 8.000 tấn/tháng.

6T2011

Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm của PVG đạt 1.900 tỷ, tăng 60% so với cùng kỳ năm trước; Doanh thu tài chính trong 2 quý đầu 2011 của PVG đạt 185,9 tỷ (cùng kỳ năm 2010 chỉ đạt 18,1 tỷ). LNST đạt 123,4 tỷ, tăng gấp 7,6 lần so với năm ngoái.

Trong 6T2011, kết quả SXKD của PVG rất tốt là do:

- Tăng trưởng mạnh về sản lượng LPG (do bắt đầu từ cuối 2010, PVG có thêm nguồn LPG từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất)
- Ngoài ra, PVG có khoản lợi nhuận bất thường từ việc thoái toàn bộ vốn tương đương với hơn 6.187.500 cổ phiếu tại CTCP Phân phối khí áp thấp dầu khí (PGD) cho PV Gas (giá 38.100 đồng/cổ phiếu). Giá vốn đầu tư ban đầu của PVG vào PGD là 10.000 đồng/cổ phiếu. Chỉ riêng thương vụ này mang lại cho PVG lợi nhuận khoảng 130 tỷ đồng.

Tuy nhiên chúng tôi xin lưu ý là trong 6 tháng đầu năm LNST của PVG đạt 123 tỷ trong đó có tính khoản lợi nhuận từ việc thoái vốn toàn bộ tại PGD mang lại hơn 130 tỷ. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận bất thường này thì thực ra PVG lỗ 7 tỷ đồng. Nguyên nhân chính là do chi phí lãi vay tăng và tỉ suất LN biên của hoạt động kinh doanh khí LPG vẫn thấp. Dồn tích 6T 2011, lãi vay là 12 tỷ đồng, trong khi cùng kỳ năm ngoái lãi vay chỉ là 3,9 tỷ đồng, các chi phí khác bao gồm chi phí giá vốn, chi phí quản lý, chi phí bán hàng không giảm tỉ trọng khiến cho tỉ suất LN biên của hoạt động kinh doanh LPG vẫn thấp.

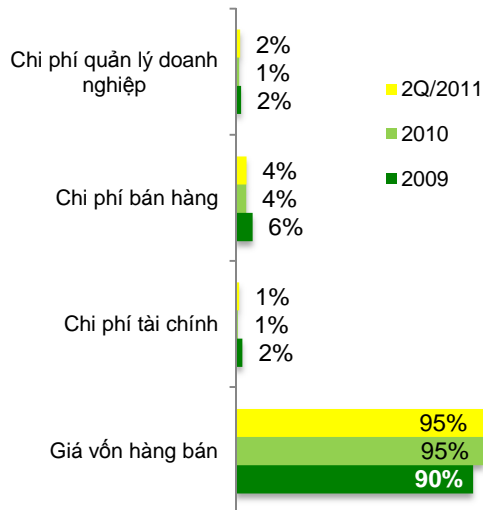
9T2011

Qua trao đổi với doanh nghiệp, chúng tôi được biết lũy kế 9T đầu năm 2011, PVG ước đạt 2.700 tỷ doanh thu và 132 tỷ LNST. Trong đó Q3/2011, PVG đạt 829 tỷ doanh thu và 12 tỷ LNST.

Năm 2011, PVG đặt ra kế hoạch doanh thu đạt 2.784 tỷ, LNST đạt 148,5 tỷ, trả cổ tức 18,5% và như vậy EPS dự phóng sẽ đạt 5.357 đồng. So với kế hoạch năm 2011 mà ĐHCĐ đã đặt ra, thì hiện tại, PVG đã đạt được 97% kế hoạch doanh thu và 88% kế hoạch LNST.

Theo trao đổi của chúng tôi với PVG, sở dĩ kết quả kinh doanh Q3/2011 của PVG tốt hơn so với trước đó (Tỉ suất LN ròng trong Q3 được cải thiện, đạt 1,45% thay vì 1,3% trong năm 2010) là do trong Q3/2011, giá LPG trên thế giới giảm mạnh (giảm 16% trong quý), PVG đã tranh thủ tăng cường nhập khí LPG về với mức giá vốn thấp. Ngoài ra, theo số liệu tổng hợp của VCBS, trong Q3, giá bán lẻ khí gas trong nước vẫn cao so với đầu năm. 1 bình gas 12kg chỉ giảm 3% từ 357.000 đồng/bình xuống 346.000 đồng/bình. Điều này giải thích cho LN từ hoạt động kinh doanh LPG trong Q3/2011 của PVG cao hơn trong Q1/2011 và Q2/2011.

Mặc dù vậy, nếu so sánh tỉ suất LN của PVG trong Q3/2011 với các DN cùng ngành khác, tỉ suất LN ròng 1,45% vẫn còn là rất thấp so với PGS và thấp so với PGC như chúng tôi đã thống kê ở trên.

Tỷ trọng chi phí trên doanh thu thuần**So sánh năng lực tồn chứa**

Mã CP	Thị phần LPG	Tổng sức chứa	Địa điểm kho
PVG	25%-30% Miền Bắc	5.893 tấn	Nam Định, Đà Nẵng, Hà Nội, Hải Phòng, Hà Tĩnh
PGS	30% Miền Nam	10.900 tấn	Vũng Tàu, Gò Dầu, Đồng Nai, Dung Quất
ASP	10% Toàn quốc	3.100 tấn	Hải Phòng, Long An
PGC		4.200 tấn	
MTG	4% Toàn quốc	1.320 tấn	Long An

(nguồn: Stox, Cafef, VCBS tổng hợp)

Cơ cấu khách hàng của PVG năm 2009

Gas dân dụng	21%	Gas công nghiệp	79%
--------------	-----	-----------------	-----

(nguồn: PVG - BCB 2010, VCBS tổng hợp)

Chi phí

Là doanh nghiệp kinh doanh thương mại nên Giá vốn hàng bán luôn chiếm tỉ trọng lớn, 95% trong tổng doanh thu của PVG. Do nguồn cung LPG trong nước không đủ, chỉ chiếm 75% các đơn đặt hàng của PVG nên PVG phải nhập khẩu LPG từ nước ngoài như Hàn Quốc, Nhật Bản...

Ngoài ra PVG còn chịu cạnh tranh mạnh mẽ từ hơn 50 nhà phân phối LPG khác trên thị trường. Điều này dẫn đến biên lợi nhuận của PVG khá thấp, dưới trung bình ngành, chỉ đạt hơn 1% so với trung bình ngành là 2%.

Tỉ suất LN của hoạt động kinh doanh khí LPG trong năm 2010 bị giảm so với năm 2009, chỉ đạt 1,3%. Trong 6T đầu 2011, tỉ suất LN ròng tăng lên 6,49% là do khoản lợi nhuận bất thường từ việc bán cổ phần tại PGD.

Những nét chính về hoạt động kinh doanh khí LPG**Sản lượng LPG**

- Từ T7/2009 trở về trước: Nguồn cung chủ yếu là từ Nhà máy Dinh Cố. Sản lượng hàng tháng đạt 7.000 – 8.000 tấn.
- Sau khi Nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động, cung cấp LPG cho thị trường, PVG được ưu tiên phân phối 50% sản lượng của Nhà máy này và tăng tổng sản lượng lên bình quân hàng tháng 12.000 – 14.000 tấn

Năng lực tồn chứa

PVG đang khai thác sử dụng 3 tổng kho với tổng sức chứa đạt 5.893 tấn. Cụ thể các kho:

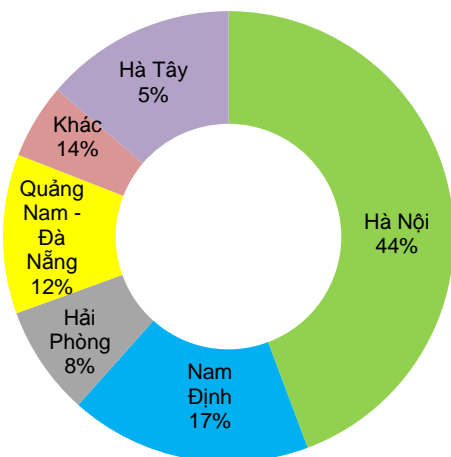
STT	Tên kho	Địa điểm	Sức chứa	Tình trạng
1	Tổng kho LPG Hải Phòng	Hải Phòng	1.108 tấn	Đang được sử dụng
2	Tổng kho Khí hoá lỏng Miền Bắc	Hải Phòng	7.500 tấn	
	Kho chứa Giai đoạn 1 – Đình Vũ		3.000 tấn	Đang được sử dụng
	Kho chứa Giai đoạn 2		4.500 tấn	Dự kiến khởi công năm 2015
3	Tổng kho Khí hoá lỏng Bắc Trung Bộ	Hà Tĩnh	3.285 tấn	
	Kho chứa Giai đoạn – Vũng Áng		1.785 tấn	Đang được sử dụng
	Kho chứa Giai đoạn		1.500 tấn	Dự kiến khởi công năm 2015
4	Tổng kho sản phẩm Dầu khí Đà Nẵng	Đà Nẵng	3.000 tấn	Đang khởi công, dự kiến đưa vào sử dụng vào quý IV/2012

Hệ thống phân phối

- PVG có hệ thống các trạm chiết nạp và hệ thống đại lý phân phối các sản phẩm bình gas 12kg và 45kg ở khắp cả nước. Trong đó 3 trạm chiết nạp LPG chính là Trạm chiết nạp Yên Viên, Nam Định và Đà Nẵng.
- Hoạt động kinh doanh LPG được thực hiện bởi 3 công ty con:
 - (1) Công ty TNHH MTV Kinh doanh Khí hoá lỏng Hà Nội
 - (2) Công ty TNHH MTV Kinh doanh Khí hoá lỏng Nam Định
 - (3) Công ty TNHH MTV Kinh doanh Khí hoá lỏng Miền Trung

Đầu vào LPG của PVG

- Trong nước: PVG nhập khí LPG từ Nhà máy chế biến Dinh Cố; Nhà máy lọc dầu Dung Quất (từ tháng 7/2009 đến nay) với giá vốn là giá kết quả của các phiên đấu giá. Hiện tại, tổng lượng LPG trong nước mới chỉ chiếm khoảng 75% nguồn cung của PVG, còn lại PVG phải nhập khẩu nước ngoài.
- Nước ngoài: Nguồn nhập khẩu được vận chuyển về kho theo đường biển với các tàu chuyên dụng hơn 2.000 tấn.

Thị trường tiêu thụ LPG của PVG năm 2009


(nguồn: PVG - BCB 2010, VCBS tổng hợp, tính theo giá trị hợp đồng với các đại lý phân phối)

■ Đầu ra LPG của PVG

Thị trường tiêu thụ chính của PVG chủ yếu là tại Hà Nội (chiếm 55% tỉ trọng doanh thu), còn lại là Nam Định, Quảng Nam, Đà Nẵng, Hải Phòng và các tỉnh còn lại.

■ Hỗ trợ từ PVN về vốn:

Là một doanh nghiệp trực thuộc PV GAS (PVN) nên PVG được PVN hậu thuẫn rất nhiều về mặt tài chính. Cụ thể:

- Năm 2007, PVG được PVN cho vay 150 tỷ để đầu tư dự án Tổng kho khí hóa lỏng Miền Bắc tại Đình Vũ, Hải Phòng (khoản vay thời hạn 3 năm, không chịu lãi suất và không có tài sản đảm bảo). Khoản vay này tiếp tục được PVN tái tài trợ trong 2010 – 2013 với lãi suất ưu đãi.
- Năm 2008: PVN cho vay 93 tỷ (lãi suất ưu đãi 8,3%) thời hạn 3 năm.
- Năm 2010: PVN cho vay 150 tỷ thời hạn 3 năm (khoản vay này không có tài sản đảm bảo và lãi suất ưu đãi chỉ bằng 75% lãi suất huy động tiền gửi 12 tháng của VCB được niêm yết vào ngày xác định lãi suất).

■ Rủi ro hoạt động kinh doanh khí LPG phụ thuộc vào

- Biến động cung cầu, giá cả của khí LPG trên thị trường và tỉ giá UDS/VND
- Khả năng tồn trữ: khả năng tồn trữ của PVG còn hạn chế so PGS và lớn hơn không nhiều so với các doanh nghiệp cùng ngành khác như ASP, MTG.
- Mức độ cạnh tranh cao trên thị trường kinh doanh khí gas: hiện tại chỉ riêng ở Miền Bắc đã có khoảng 40 doanh nghiệp kinh doanh khí gas: Gas Petrolimex, Gas Vạn Lộc, Gas Hồng Hà, Gas Minh Quang, Anpha, Shell Gas, Total Gas, Gas Thăng Long, Gas Đài Hải, ELF Gas...
- Cạnh tranh mạnh mẽ sẽ làm giảm lợi nhuận biên của ngành cũng như lợi nhuận biên của PVG

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN
■ Tốc độ tăng trưởng tài sản, nguồn vốn, doanh thu và lợi nhuận

Trong 3 năm gần đây, tốc độ tăng trưởng Tổng tài sản của PVG được duy trì trên 20%. Chúng tôi đánh giá mức tăng trưởng này là trung bình khá so với ngành. Mặc dù vậy vốn điều lệ và VCSH của PVG tăng không đáng kể so với tốc độ tăng tổng tài sản.

Các lần tăng vốn điều lệ thành công của PVG gần đây :

- Tăng vốn điều lệ từ 135 tỉ lên 266 tỉ trong năm 2007
- Tăng vốn điều lệ từ 266 tỉ lên 277 tỉ trong năm 2009 và giữ nguyên vốn điều lệ từ đó đến nay.

Tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của PVG khá tốt, trung bình doanh thu tăng 76%, lợi nhuận tăng 90% trong giai đoạn 2007 – 2010.

6 tháng đầu năm 2011, doanh thu của PVG đã tương đương với 68% năm 2010, LNST tăng đột biến, gấp 3,3 lần của cả năm 2010. Tuy nhiên như chúng tôi đã lưu ý ở trên, nếu bỏ qua khoản lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn cổ phiếu PGD thì thực ra hoạt động sản xuất kinh doanh của PVG đang bị lỗ khoảng 7 tỷ.

■ Khả năng sinh lời

Năm 2010 và 2009, tỉ suất lợi nhuận biên của PVG đạt dưới 2% và giảm trong năm 2010. Trong 6 tháng đầu năm 2011, khoản lợi nhuận bất thường từ việc thoái vốn cổ phiếu PGD dẫn tới tỉ suất LN ròng, ROA và ROE tăng mạnh.

Tình trạng biên lợi nhuận thấp và khả năng sinh lời không cao hiện tại của PVG đang là tình trạng chung của các doanh nghiệp kinh doanh LPG khác. Nguyên nhân là do giá khí đầu vào, chi phí vận chuyển, chi phí bán hàng cao

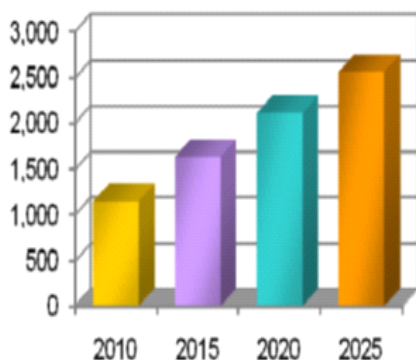
Chỉ tiêu tăng trưởng	2009	2010	Q2/2011
Tổng tài sản	28%	29%	36%
VCSH	5%	4%	26%
Doanh thu	19%	79%	60%
LNTT	218%	32%	887%
LNST	241%	32%	658%

Khả năng sinh lời	2009	2010	Q2/2011
Tỷ suất LN gộp	9,7%	5,4%	5,4%
Tỷ suất LN ròng	1,7%	1,3%	6,5%
ROA	2,6%	2, %	9,2%
ROE	8,6%	11,1%	36,2%

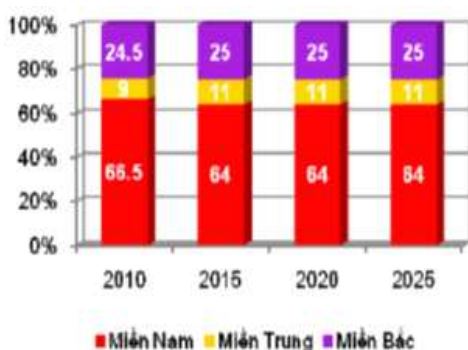
Cơ cấu vốn và tài sản	2009	2010	Q2/2011
Nợ phải trả/TNV	70,2%	75,9%	74,4%
Nợ dài hạn/TNV	14,4%	16,5%	14,7%
Nợ chịu lãi/Nợ phải trả	33,3%	25,7%	23,5%
TSNH/TTS	65,5%	71,1%	68,0%
Phải thu ngắn hạn/TTS	30,6%	45,0%	43,1%
Hàng tồn kho/TTS	5,9%	7,0%	10,9%
CP XDCB dở dang/TTS	2,2%	3,4%	0,7%
ĐTTC dài hạn/TTS	7,8%	2,2%	1,3%

Khả năng thanh toán	2009	2010	Q2/2011
TS thanh toán hiện thời	1,18	1,20	1,14
TS thanh toán nhanh	1,07	1,08	0,96
TS thanh toán tiền mặt	0,48	0,13	0, 7

Dự báo nhu cầu LPG từ 2010 - 2015



Nhu cầu LPG phân theo khu vực



trong khi đó giá bán đầu ra LPG chịu sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường đồng thời phải chịu sự quản lý của Cục quản lý giá (Bộ Tài Chính) nên các doanh nghiệp kinh doanh LPG không thể tự động tăng giá bán lẻ.

Cơ cấu nguồn vốn, tài sản

Do đặc thù là doanh nghiệp kinh doanh thương mại, nên các khoản nợ phải trả của PVG tương đối lớn, luôn chiếm trên 70% Tổng tài sản. Các khoản nợ phải trả chủ yếu là các khoản nợ ngắn hạn (tính đến hết Q2/2011, nợ ngắn hạn chiếm 60% tổng nguồn vốn của PVG). Các khoản vay phải trả lãi chiếm 23,5% tổng nợ. Đáng chú ý là khoản vay 93 tỷ của PVF và 50 tỷ của VCB sẽ đáo hạn trong năm 2011.

Lượng hàng tồn kho và các khoản phải thu của PVG cộng lại chiếm trên 50% Tổng tài sản là một trong những nguyên nhân làm cho dòng tiền của PVG chậm lại, và để duy trì hoạt động kinh doanh thì PVG phải đi vay trong lúc chờ dòng tiền quay vòng.

Khả năng thanh toán

Hiện tại, khả năng thanh toán của PVG vẫn được đảm bảo khá tốt. Hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh luôn ở mức tương đối cao (do hàng tồn kho chiếm tỉ trọng không đáng kể trong tổng tài sản).

Tuy nhiên PVG đang có lượng tiền mặt ít, điều này là hạn chế của PVG, khiến PVG kém chủ động hơn trong việc tìm mua nguồn hàng và thanh toán các khoản nợ.

ĐÁNH GIÁ VÀ TRIỂN VỌNG

Triển vọng ngành kinh doanh khí LPG tại Việt Nam

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 của những nhà kinh doanh LPG, nhu cầu và mục đích tiêu thụ LPG tại Việt Nam có thể cơ bản chia thành 4 nhóm:

- Dân dụng: Là các hộ gia đình sử dụng LPG làm nhiên liệu, chất đốt trong sinh hoạt theo hình thức sử dụng bình gas 12kg;
- Các hộ tiêu thụ công nghiệp: Là các nhà máy sử dụng LPG làm nguyên/nhiên liệu đầu vào để phục vụ sản xuất như các nhà máy sản xuất gốm, sứ, thủy tinh, gạch men... và các đơn vị sử dụng LPG làm nhiên liệu để chế biến thực phẩm, nông sản, thủy sản... Đây cũng là một nguồn tiêu thụ LPG quan trọng ở Việt Nam;
- Thương mại: Chủ yếu là các khách sạn, nhà hàng, khu vui chơi giải trí... sử dụng bình gas 45kg;
- Giao thông vận tải: Sử dụng LPG làm nhiên liệu thay thế cho các nhiên liệu truyền thống như xăng, dầu. Tuy nhiên đến thời điểm hiện nay việc sử dụng LPG trong giao thông vận tải còn ở mức rất khiêm tốn.

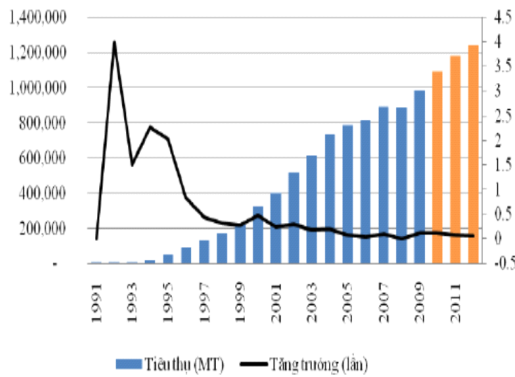
Hiện nay, nhu cầu tiêu thụ khí cả nước đạt gần 1,1 tỉ tấn/năm. Thị trường Miền Nam lớn nhất với 66% thị phần, Miền Bắc chiếm 25% thị phần và Miền Trung chiếm phần còn lại. Tốc độ tăng trưởng tiêu thụ sẽ đạt 11% cho giai đoạn 2010 – 2012 và 5%/năm từ 2013.

Nguồn cung khí

LPG sản xuất trong nước

- Các nguồn cung LPG cho thị trường LPG Việt Nam hiện nay đến từ:

Sản lượng tiêu thụ LPG tại Việt Nam

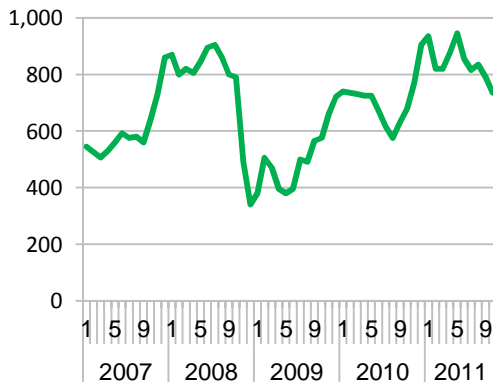


Sản lượng cung cấp LPG tại VN



(nguồn: CEIC, VCBS tổng hợp)

Biến động giá khí LPG – Saudi Aramco (USD/Metric Tấn)



(Nguồn: lpgaustralia.com.au, VCBS tổng hợp)

- (1) Nhà máy Dinh Cố (PV GAS): sản lượng đạt hơn 350.000 tấn/năm. LPG do Nhà máy xử lý khí Dinh Cố 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.
- (2) Nhà máy lọc dầu Dung Quất: đi vào chính thức cung cấp LPG cho thị trường kể từ tháng 7/2009 với sản lượng khoảng 130.000 tấn. Từ năm 2010, sản lượng đạt khoảng 340.000 tấn/năm.
 - Theo đó sản lượng LPG sản xuất nội địa trong năm nay dự kiến sẽ đạt khoảng gần 700.000 tấn, đáp ứng khoảng 60% nhu cầu cả nước. 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.

■ LPG nhập khẩu

- Do nguồn LPG sản xuất trong nước chỉ đáp ứng được một phần nhu cầu nên hàng năm Việt Nam vẫn phải nhập khẩu thêm LPG từ các quốc gia lân cận như Thái Lan, Malaysia, Singapore, Đài Loan, Trung Quốc....và kể từ năm 2008 đã triển khai nhập khẩu LPG bằng tàu lạnh.
- 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 do ảnh hưởng của dao động về giá cũng như chính sách xuất khẩu của các nước trong khu vực.
- Dự kiến trong tương lai, nguồn cung LPG nhập khẩu cho thị trường Việt Nam sẽ chủ yếu dựa vào nguồn xuất khẩu của các nước thuộc khu vực Trung Đông. Riêng thị trường Miền Bắc do liên quan đến yếu tố địa lý nên nguồn nhập khẩu chủ yếu sẽ là từ thị trường Nam Trung Quốc.

■ Biến động giá khí LPG

- Trong thời gian 2006 – 2010, giá khí LPG liên tục biến động. Năm 2007, giá khí tăng gần gấp đôi so với đầu năm. Năm 2008 – 2009, cùng với biến động giá dầu, giá khí LPG biến động mạnh. Từ cuối 2009 tới nay, giá khí LPG tăng trở lại.
- Trong 9 tháng đầu năm 2011, giá khí LPG trong nước tăng 8 lần và giảm 6 lần nhưng vẫn cao so với đầu năm. Hiện tại, giá khí LPG đang ổn định ở mức 330.000 – 360.000 đồng/bình 12 kg trong khi đầu năm giá 1 bình gas 12kg chỉ là 322.000 đồng. (nguồn: xangdau.net)
- Trong những tháng cuối năm 2011, khả năng giá LPG trong nước giảm mạnh là không cao vì nguồn cung trong nước được ổn định do nhà máy Dung Quất đã đi vào hoạt động sau 2 tháng bảo dưỡng định kỳ (trong T7, T8/2011). Tuy nhiên giá khí LPG trên thế giới đang có xu thế giảm nên giá khí LPG trong nước sẽ có thể điều chỉnh giảm theo xu thế giới.

■ Triển vọng doanh nghiệp trong 2011:

- Nguồn cung khí LPG ổn định: từ Nhà máy Dinh Cố và Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (từ T9/2011 là Nhà máy Lọc dầu Dung Quất lại đi vào hoạt động bình thường)
- Giá khí LPG trên thế giới giảm nhưng giá trong nước vẫn cao hơn giá thế giới.
- Nguồn cung khí ổn định sẽ giúp PVG vẫn duy trì và tăng được thị phần cung cấp khí gas tại Miền Bắc và Miền Trung

PHÂN TÍCH SWOT

■ Điểm mạnh

- PVG là doanh nghiệp lớn trong ngành, có thị phần số 1 tại Miền Bắc
- Đã tạo dựng được mạng lưới đại lý phân phối và hệ thống chiết nạp trải khắp Miền Bắc, Miền Trung.
- Có nguồn cung khí ổn định từ Nhà máy Dinh Cố và Nhà máy Lọc dầu Dung Quất

Các sự kiện chính của PVG

21/09/2011: Báo cáo tài chính công ty mẹ Q2/2011

07/09/2011: Anh ruột Ông Đỗ Tấn - Ủy viên HĐQT đã bán 5.700 cp

04/08/2011: PVG đạt 7,8 tỷ đồng LNST quý II, gấp đôi cùng kỳ

27/06/2011: Ông Đỗ Tấn-Ủy viên HĐQT đã bán 5.000 cp

17/06/2011: Đính chính Báo cáo tài chính Công ty mẹ quý 1/2011

26/05/2011: Tổng công ty Khí Việt Nam – Công ty TNHH 1 thành viên (PV Gas) đã bán 2.484.000 cp

12/05/2011: Tổng công ty Khí Việt Nam – Công ty TNHH 1 thành viên (PV Gas) đã bán 3.180.000 cp

10/05/2011: 17/5-Chốt DS trả cổ tức bằng tiền 1.500 đ/cp(HNX)

04/05/2011: Báo cáo tài chính hợp nhất Q1.2011(HNX)

29/04/2011: Nghị quyết Đại hội đồng cổ đông thường niên(HNX)

07/04/2011: Báo cáo tài chính hợp nhất năm 2010(HNX)

- Khả năng tồn chứa đã tăng lên đáng kể so với năm 2009.
- Là doanh nghiệp thành viên của PVN nên nhận được sự hỗ trợ, ưu tiên về nguồn cung khí, về vốn vay và các lợi ích vô hình khác mà thương hiệu PVN mang lại.

■ Điểm yếu

- Hệ số nợ cao, khả năng thanh toán tiền mặt kém.
- Tỷ suất lợi nhuận của ngành kinh doanh khí LPG kém, chỉ đạt 2%.
- Tỷ suất lợi nhuận hoạt động kinh doanh LPG của PVG hiện tại còn dưới trung bình ngành (chỉ đạt trên 1% trong 2010, thậm chí còn bị thua lỗ trong 6 tháng đầu 2011 nếu không tính khoản lợi nhuận tài chính đột biến).

■ Cơ hội

- Giá khí LPG trên thế giới có xu hướng giảm nhưng giá trong nước vẫn cao hơn giá thế giới.
- Trong lúc các doanh nghiệp cùng ngành vẫn hạn chế về kho chứa, trạm chiết nạp và cơ sở đại lý thì PVG đã nâng cao được khả năng tồn trữ và có hệ thống đại lý phân phối, trạm chiết nạp tốt.

■ Thách thức

- Ngoài PVG, thị trường cung cấp khí LPG còn có trên 50 doanh nghiệp khác cũng kinh doanh sản phẩm này. Việc cạnh tranh gay gắt sẽ làm tỷ suất lợi nhuận biên giảm xuống.
- PVG chưa chủ động được đầu vào LPG, vẫn phụ thuộc lớn vào nguồn hàng từ PV Gas.
- Do đã là một thương hiệu lớn nên các sản phẩm của PVG là mục tiêu bắt chước, làm giả nhãn hiệu, làm giảm uy tín và giảm thị phần của PVG.

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN TÓM TẮT

Đơn vị: Triệu đồng	2009	+/-% 2008	2010	+/-% 2009	2Q/2011	+/-% 2Q/2010
TÀI SẢN NGẮN HẠN	681,4	33%	950,5	39%	1.059,4	36%
Tiền và tương đương tiền	280,3	62%	106,1	(62%)	155,6	(32%)
Giá trị thuần đầu tư ngắn hạn	0,5	(99%)	93,3	20.639%	5,5	1.111%
Các khoản phải thu	318,0	56%	601,3	89%	671,4	70%
Hàng tồn kho, ròng	61,3	78%	93,3	52%	170,4	42%
Tài sản lưu động khác	21,3	(4%)	56,5	165%	56,6	82%
TÀI SẢN DÀI HẠN	358,4	18%	386,0	8%	499,2	34%
Phải thu dài hạn	-		0,5		-	
Tài sản cố định	144,8	98%	190,4	32%	271,8	79%
Đầu tư dài hạn	80,7	(27%)	29,2	(64%)	19,6	(75%)
Tài sản dài hạn khác	132,9	10%	165,9	25%	207,9	47%
TỔNG CỘNG TÀI SẢN	1.039,8	28%	1.336,5	29%	1.558,6	36%
NỢ PHẢI TRẢ	729,7	40%	1.014,0	39%	1.160,0	39%
Nợ ngắn hạn	579,8	153%	793,8	37%	930,6	37%
Nợ dài hạn	149,9	(48%)	220,2	47%	229,5	52%
VỐN CHỦ SỞ HỮU	310,1	5%	322,2	4%	398,3	26%
Vốn góp	308,5	5%	322,2	4%	398,3	26%
Nguồn kinh phí và các quỹ khác	1,6		-	(100%)	-	
LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ	-		0,3		0,3	
TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN	1.039,8	28%	1.336,5	29%	1.558,6	36%

BẢNG KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Đơn vị: Triệu đồng	2009	+/-% 2008	2010	+/-% 2009	2Q/2011	+/-% 2Q/2010
Doanh số	1.540	19%	2.764	79%	1.900	60%
Các khoản giảm trừ	(2)	4.703%	(9)	474%	(2)	710%
Doanh số thuần	1.539	19%	2.755	79%	1.898	60%
Giá vốn hàng bán	(1.390)	13%	(2.605)	87%	(1.795)	61%
Lãi gộp	149	140%	150	0%	102	48%
Thu nhập tài chính	40	(15%)	44	8%	186	925%
Chi phí tài chính	(37)	207%	(18)	(50%)	(21)	206%
Chi phí bán hàng	(96)	34%	(106)	10%	(74)	47%
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(29)	65%	(32)	11%	(29)	114%
Lãi/(lỗ) từ hoạt động kinh doanh	28	228%	37	34%	164	890%
Thu nhập khác	1	(73%)	1	1%	0	(88%)
Chi phí khác	(0)	(99%)	(0)	1.364%		(100%)
Thu nhập khác, ròng	1	48%	0	(39%)	0	(20%)
Lãi lỗ trong công ty liên doanh						
Lãi/(lỗ) ròng trước thuế	28	218%	37	32%	164	887%
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp	2	54%	1	(12%)	41	10.391%
Lãi/(lỗ) thuần sau thuế	27	241%	36	35%	123	658%
Lợi ích của cổ đông thiểu số			0		0	
Cổ đông của Công ty mẹ	27	241%	36	35%	123	658%
Lãi cơ bản trên cổ phiếu	1.000	125%	1.342	34%	4.445	628%

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được xây dựng nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về kết quả hoạt động sản xuất kinh doanh cũng như phân tích các yếu tố ảnh hưởng đến triển vọng phát triển của doanh nghiệp. Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo cũng không phải là lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào của/liên quan đến công ty được phân tích trong báo cáo. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

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

Báo cáo này và các nhận định, phân tích trong báo cáo thể hiện quan điểm riêng, độc lập của phòng Phân tích. Do đó, VCBS và/hoặc các bộ phận khác của VCBS có thể có các hoạt động mua/bán chứng khoán thuận chiều hoặc ngược chiều với những khuyến nghị trong báo cáo này.

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

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN NGÂN HÀNG NGOẠI THƯƠNG VIỆT NAM

Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank

198 Trần Quang Khải, Hà Nội

Tel: 84 – 4 – 39 367 516/ 39 360 024

Fax: 84 – 4 – 39 360 262

<http://www.vcbs.com.vn> – <http://info.vcbs.com.vn>

PHÒNG NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH

Nhóm phân tích đầu tư:

Lê Thị Lệ Dung
(ltdung@vcbs.com.vn)

Lê Thị Huyền Minh
(lhminh@vcbs.com.vn)

Trần Gia Bảo
(tgbao@vcbs.com.vn)

Lê Thị Ngọc Anh
(ltnanh@vcbs.com.vn)

Nguyễn Thị Thanh Nga
(nttnga_hcm@vcbs.com.vn)

Quách Thuỳ Linh
(qtlinh@vcbs.com.vn)

Nguyễn Vĩnh Nghiêm
(nvnghiem@vcbs.com.vn)