



CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC KẾT NỐI NHÀ ĐẦU TƯ

KHOI PHÂN TÍCH & ĐẦU TƯ CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Chuyên viên phân tích:

Phan Thi Hai Yen
yenthphan@yahoo.com

Hà Nội, ngày 18/03/2013

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN APEC

Trụ sở: Toà nhà APEC Building- Số 14 Lê
Đại Hành– Hai Bà Trưng - Hà Nội
Điện thoại: 04.35730200 Ext: 615

Fax: 04.35771966

BÁO CÁO PHÂN TÍCH TỔNG CÔNG TY KHÍ VIỆT NAM – CTCP (GAS – HOSE)

Khuyến nghị đầu tư

Sau khi ước tính giá trị nội tại cũng như cân nhắc rủi ro có liên quan tôi khuyến nghị tạm thời theo dõi thêm cổ phiếu GAS với mức giá và điều kiện hiện tại.

Điểm mạnh

➤ GAS là nhà phân phối độc quyền sản phẩm khí khô, các dịch vụ thu gom, vận chuyển, tang trữ kinh doanh khí, và là đơn vị cung cấp khí hóa lỏng LPG số 1 Việt Nam. Sản phẩm khí được đánh giá là nguồn nhiên liệu thân thiện với môi trường và rẻ hơn các sản phẩm từ dầu mỏ khác.

➤ GAS hiện đang là một trong những cổ phiếu triển vọng nhất của ngành dầu khí và đã lọt vào rổ MSCI Frontier Index, rổ đại diện cho 98% vốn hóa của thị trường biên. Việt Nam là 1 trong 4 quốc gia được MSCI lựa chọn cổ phiếu đưa vào doanh nghiệp.

➤ GAS có nhiều ưu thế thị trường hơn các doanh nghiệp khác trong ngành dầu khí.

➤ Hoạt động quản trị kinh doanh ổn định.

Điểm yếu và rủi ro đầu tư

➤ Thị trường kinh tế thế giới còn ảm đạm ảnh hưởng tới nhu cầu thu mua nguyên nhiên liệu của thị trường dầu khí. Trong khi đó PV Gas trong các năm tới phải điều chỉnh giá đầu ra theo lộ trình phê duyệt của Chính phủ.

➤ Biến động giá dầu khí trên thị trường thế giới không ổn định cũng ảnh hưởng tới giá thu mua nguyên liệu của GAS, khiến lợi nhuận biên của GAS không ổn định những năm gần đây.

TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 18/03/2013 (nghìn đồng)	46.9
EPS trailing (nghìn đồng)	5.17
P/E	8.83
Giá trị sổ sách (nghìn đồng)	14.31
Hệ số Beta	0.82
KLGD Trung bình 10 phiên	154,023
KL Cổ phiếu lưu hành	1,895,000,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	86,601.5

Tiền thân của Tổng Công ty Khí Việt Nam là Công ty Khí đốt được thành lập vào năm 1990, sau đó trở thành Công ty Chế biến và Kinh doanh các sản phẩm khí vào năm 1995, chuyển đổi thành Công ty TNHH một thành viên vào tháng 11/2006, lớn mạnh thành Tổng Công ty Khí Việt Nam kể từ tháng 7/2007, tiến hành cổ phần hóa và trở thành Tổng Công ty Khí Việt Nam – Công ty cổ phần vào tháng 5/2011 với số vốn điều lệ là 18,950 tỷ đồng. Từ khi thành lập Tổng Công ty Khí Việt Nam – Công ty Cổ phần chưa thực hiện tăng vốn điều lệ. GAS chính

thứ niêm yết và giao dịch lần đầu ngày 21/05/2012.

Tính đến thời điểm niêm yết trong năm 2012, các cổ đông lớn tổ chức lớn của công ty bao gồm Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (96.72%), Phó Tổng Giám đốc ông Nguyễn Thanh Nghị (0.003%), Thành viên Ban kiểm soát ông Phạm Đình Đạt (0.001%), thành viên Ban kiểm soát bà Hồ Thị Ái Thanh (0.0006%), và người công bố thông tin ông Đỗ Tấn (0.00008%).

Công ty mà PVGas đang nắm giữ quyền kiểm soát hoặc cổ phần chi phối bao gồm:

- Công ty Cổ phần kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam (35.36%, vốn điều lệ: 380 tỷ)
- Công ty Cổ phần kinh doanh khí hóa lỏng miền Bắc (35.88%, vốn điều lệ: 277.2 tỷ)
- Công ty Cổ phần đầu tư và xây lắp khí (76.5%, vốn điều lệ: 216 tỷ)
- Công ty CP Phân phối khí thấp áp Dầu khí Việt Nam (50.5 %, vốn điều lệ: 429 tỷ)
- Công ty Cổ phần sản xuất ống thép Dầu khí (85%, vốn điều lệ: 1,300 tỷ)
- Công ty Cổ phần Bình khí Dầu khí Việt Nam (70.87%, vốn điều lệ 71.5 tỷ)
- Công ty Cổ phần Thể thao – Văn hóa Dầu khí (60%, 10 tỷ).

Ngoài ra, PVGas đang góp vốn liên kết với Công ty Cổ phần Đầu tư Phát triển Gas Đô Thị (35.51%, vốn điều lệ 188.7 tỷ).

MÔ HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

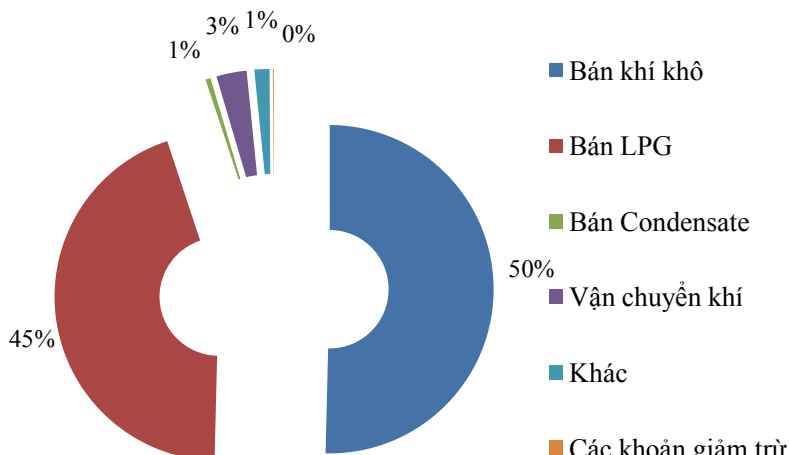
Ngành nghề lĩnh vực hoạt động

Hiện nay, PV Gas hoạt động trong 2 mảng kinh doanh chủ yếu:

- Sản xuất, mua bán khí và các sản phẩm khí: gồm khí khô, LPG, Condensate.
- Dịch vụ: vận chuyển khí và các dịch vụ liên quan khác.

PV Gas là đơn vị duy nhất được Tập đoàn Dầu khí Việt Nam giao nhiệm vụ thu gom, vận chuyển, chế biến, tang trữ kinh doanh khí và các sản phẩm khí và tình hình

Cơ cấu doanh thu



thị trường có lợi thế nghiêng về bên bán do cầu lớn hơn cung nên PV Gas có cơ hội được đầu tư hệ thống cơ sở vật chất ngành khí và trở thành nhà cung cấp khí khô duy nhất tại Việt Nam.

PV Gas giữ vị thế là nhà cung cấp số LPG 1 thị trường Việt Nam, thị phần năm 2011 là 77%.

Ngoài ra PV Gas thông qua đơn vị thành viên là Công ty CP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam sản xuất kinh doanh CNG phục vụ sản xuất công nghiệp và giao thông.

Nguồn nguyên liệu

Khí khô là khí thiên nhiên hay khí đồng hành sau khi được xử lý tách loại nước và các tạp chất cơ học, tách khí hóa lỏng (LPG) và khí ngưng tụ (condensate) tại nhà máy xử lý khí. LPG sử dụng làm chất đốt trong dân dụng và công nghiệp (thường gọi là “gas”), và còn có dùng làm nhiên liệu cho động cơ trong giao thông vận tải v.v.... Condensate được dùng chủ yếu để pha chế xăng, dung môi pha sơn, dung môi trong công nghiệp v.v....

Sản phẩm khí khô được sản xuất từ nguồn khí từ các mỏ khí ngoài khơi tại khu vực phía Nam, trong đó nguồn khí đồng hành từ bể Cừ Long sau khi xử lý, ngoài khí thô, còn thu được sản phẩm lỏng là LPG và Condensate. Hiện nay, PV Gas mua khí từ các chủ mỏ khí và vận chuyển khí từ 3 bể Cừ Long, bể Nam Côn Sơn và bể Malay-Thổ Chu.

Cơ chế giá mua khí từ các chủ mỏ khác nhau phụ thuộc vào nguồn khí. Giá mua khí ẩm tại bể Cừ Long được ấn định bởi chủ khí là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Giá mua khí tại bể Nam Côn Sơn được xác định bởi hợp đồng mua bán khí dài hạn giữa bên mua khí là PV Gas và bên bán khí là các chủ mỏ khí. Giá mua khí tại lô PM3 và 46-Cái Nước tại bể Malay - Thổ Chu được tính toán dựa trên giá đầu FO, DO tại thị trường Singapore theo phương pháp ấn định trong hợp đồng mua khí giữa bên mua là PV Gas và bên bán là các chủ mỏ khí.

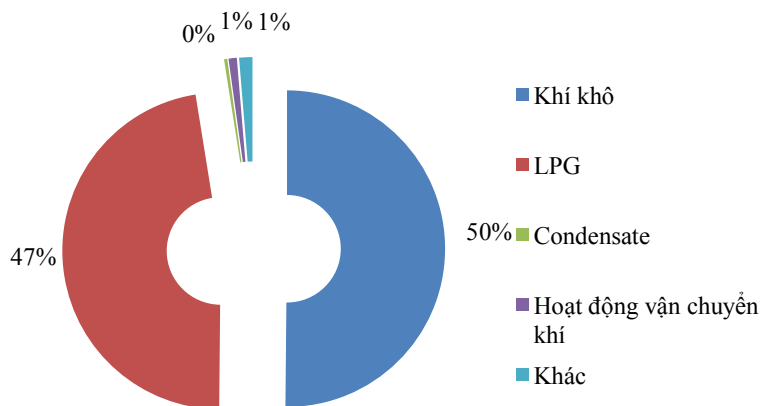
Các nguồn LPG của PV Gas bao gồm tự sản xuất tại nhà máy Dinh Cố, nhập khẩu từ các nước trong khu vực, đặc biệt là Trung Đông, và từ năm 2009 có phân phối doanh nghiệp lọc dầu Dung Quốc sản xuất. Giá của LPG biến động theo giá thị trường.

Condensate được sản xuất bằng việc xử lý nguồn khí ẩm từ bể Cừ Long tại nhà máy xử lý khí Dinh Cố của PV Gas.

Dây chuyền sản xuất

PV Gas hiện đang sở hữu, quản lý và vận hành 3 hệ thống đường ống dẫn khí tại Việt Nam nhằm thu gom, vận chuyển khí khai thác ngoài khơi vào bờ với tổng công suất khoảng 11 tỷ m³ khí/năm bao gồm: đường ống Bạch Hổ (sở hữu 100%) công suất 2 tỷ m³/năm, đường ống Nam Côn Sơn (51%) công suất 7 tỷ m³/năm, đường ống PM3 – Cà Mau (100%) công suất 2 tỷ m³/năm. Sản

Cơ cấu giá vốn bán hàng



lượng khí PV Gas vận chuyển và phân phối qua hệ thống này tăng trưởng qua các năm, từ 1 triệu m³/ngày năm 1995 lên đến khoảng 27 triệu m³/ngày năm 2011.

Ngoài ra PV Gas còn sở hữu hệ thống đường ống dẫn khí Phú Mỹ - TP. Hồ Chí Minh với công suất 2 tỷ m³/năm, hệ thống đường ống dẫn khí thấp áp Phú Mỹ - Mỹ Xuân – Gò Dầu, và các trạm phân phối khí và các trung tâm phân phối khí khác.

Thị trường tiêu thụ

Nhu cầu sản phẩm khí khô phục vụ cho sản xuất công nghiệp ngày càng gia tăng. Toàn bộ khí đưa vào bờ đều được tiêu thụ hết, hiện chủ yếu cung cấp cho nhà máy điện (88% sản lượng khí), nhà máy đạm (7%), và một phần cho các hộ công nghiệp trong các ngành chế biến thực phẩm, gốm sứ, luyện kim v.v...(5%). Theo ước tính nhu cầu khí cho sản xuất điện sẽ tiếp tục tăng theo nhu cầu phát triển kinh tế từ 6,5 tỷ m³ khí năm 2008 lên đến 15 tỷ m³ khí năm 2015.

PV Gas bán buôn LPG cho các công ty phân phối LPG khác và bán lẻ thông qua các công ty thành viên với hơn 2.000 đại lý trên toàn quốc. Với các ưu điểm đặc thù của sản phẩm LPG, nhu cầu tiêu thụ LPG trong nước liên tục gia tăng với tốc độ tăng trưởng hàng năm rất nhanh. Sản lượng LPG của PV Gas được tiêu thụ liên tục tăng, từ 158,000 tấn năm 1999 lên đến 372,000 tấn năm 2004. Sau đó PV Gas cung ứng sản phẩm không kịp cho thị trường cho tới năm 2008, khi công ty tiến hành nhập khẩu LPG khối lượng lớn.

Toàn bộ condensate được bán cho Tổng công ty dầu Việt Nam (PV Oil) để sản xuất xăng.

Các dự án đang triển khai

Trong 3 bể hiện đang có hoạt động khai thác là Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay - Thổ Chu, trong các năm tới nhiều mỏ dầu/khí tiếp tục được đưa vào khai thác sẽ cung cấp thêm nguồn khí cho PV Gas. Ngoài ra nhằm nâng cao năng lực cung cấp khí cho nhu cầu ngày càng cao, PV Gas đã có và đang triển khai phương án nhập khẩu khí tự nhiên hóa lỏng (LNG) từ đầu năm 2015. Các nguồn khí bổ sung này đảm bảo cho sản lượng khí đầu vào của PV Gas được tương đối ổn định.

PHÂN TÍCH NGÀNH

Triển vọng ngành khí

Ngành công nghiệp khí Việt Nam bắt đầu phát triển dòng khí đầu tiên từ mỏ Bạch Hổ xuất hiện vào năm 1995. Ngành công nghiệp khí chỉ thực sự phát triển cơ sở vật chất hạ tầng trong một thập kỷ qua khi dòng khí đầu tiên từ mỏ Bạch Hổ xuất hiện, đánh dấu bước ngoặt phát triển kỷ nguyên mới của ngành công nghiệp khí Việt Nam. Đến nay, ngành công nghiệp khí đã cung cấp 53 tỷ m³ khí, 4.5 triệu tấn LPG, 1.2 triệu tấn Condensate, trong đó trên 90% sản lượng khí được khai thác trong 10 năm qua. Năm 2009 và năm 2010, tổng sản lượng khí khô PV Gas cung cấp tương đương 8 tỷ m³ khí/năm và trên 11 tỷ m³ khí/năm.

Ngành khí là một trong những ngành công nghiệp có vai trò nền tảng của phát triển kinh tế thông qua việc cung cấp nguồn nhiên liệu, nguyên liệu cho việc sản xuất điện, đạm và sản xuất công nghiệp khác. *Do đó tiềm năng tăng trưởng của ngành khí sẽ song hành cùng với tăng trưởng nhu cầu nguyên liệu, nhiên liệu cho sản xuất công nghiệp.*

Nhu cầu sử dụng khí cho sản xuất công nghiệp gia tăng

Theo số liệu thống kê từ PV Gas, các nhà máy điện chạy khí đang sản xuất ra khoảng 40% tổng sản lượng điện quốc gia. Từ năm 2000 đến nay, ***sản lượng điện sản xuất đã tăng bình quân gần 14% mỗi năm phục vụ cho phát triển kinh tế.*** Tuy nhiên, tình trạng thiếu điện diễn biến ngày càng phức tạp do thời tiết khô hạn, dẫn đến các nhà máy thủy điện không cung cấp đủ sản lượng điện, cũng như nhu cầu sử dụng điện tăng nhanh. Chính phủ có chủ trương chuyển dần trọng tâm

từ việc xây dựng các nhà máy thủy điện sang sử dụng các nguồn nhiên liệu ổn định hơn như khí, dầu mỏ, than đá. Với các tính năng ưu việt của khí như lượng nhiệt tăng cao, thân thiện với môi trường và tương đối rẻ hơn các nguồn nhiên liệu khác, do đó dự báo các năm tới, số lượng dự án các nhà máy điện dùng khí sẽ tăng lên. Như vậy, thị trường tiêu thụ khí tại các nhà máy điện còn rất nhiều tiềm năng để phát triển.

Hiện nay một số dự án nhà máy điện sử dụng khí đang được triển khai, xây dựng và dự kiến sẽ làm tăng nhu cầu khí thêm 4.6 tỷ m³ mỗi năm cho đến năm 2014, và thêm 6.0 tỷ m³ khí mỗi năm sau 2014.

Khí là nhiên liệu cho hiệu năng cao và thân thiện với môi trường.

Khí là một nguồn nhiên liệu tương đối rẻ hơn so với các nguồn nhiên liệu khác có nguồn gốc từ dầu mỏ, và được xem là một sản phẩm thân thiện hơn với môi trường khi so sánh với các nhiên liệu khác như dầu, than đá. Do đó xét về hiệu quả sử dụng và đặc biệt là thân thiện với môi trường, trong tương lai dự báo nhu cầu sử dụng khí sẽ tăng lên.

Tiềm năng từ sử dụng các sản phẩm khí mới, thân thiện với môi trường.

CNG: Khí nén tự nhiên CNG mới chỉ bắt đầu xuất hiện trên thị trường từ năm 2008 phục vụ nhu cầu sử dụng làm nhiên liệu cho các hộ công nghiệp thuộc các khu công nghiệp phía Nam. Hiện nay Công ty CP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam và công ty con (Công ty CNG Việt Nam) là nhà cung cấp duy nhất tại thị trường Việt Nam với tổng công suất hơn 120 triệu m³/năm vào năm 2015. CNG cũng đang trong giai đoạn thử nghiệm dùng làm nhiên liệu cho giao thông vận tải, do đó sẽ rất có tiềm năng khi được thương mại hóa.

Giá dầu và khí biến động mạnh

Giá năng lượng nói chung và dầu, khí nói riêng rất nhạy với triển vọng tăng trưởng kinh tế thế giới, cũng như nguồn cung. Trong năm 2012, giá dầu và LPG đã biến động theo hình Sin, tăng nhẹ khoảng 10% trong 2 tháng đầu năm, và duy trì ở mức cao tương đương bình quân năm 2011, cho đến tháng 5 năm 2012; sau đó đã có đợt giảm sâu khoảng 25% trước khi bắt đầu phục hồi trở lại từ tháng 7. Hiện tại, giá LPG có xu hướng phục hồi mạnh hơn, do nhu cầu khí đốt trong mùa đông đang tăng lên, nhưng mức giá vẫn thấp hơn 8% LPG so với đầu năm. Trong nước, giá xăng dầu và gas cũng biến động tương tự theo hình sin; tăng đầu năm, sau đó sụt giảm vào giữa năm và tăng trở lại.

Giá mua khí khô tại bể Cửu Long được ấn định tăng trong khoảng 2% - 9% mỗi năm từ 2011 đến



2014, và tăng 2% trong năm 2015. Giá mua khí tại bể Nam Côn Sơn được ấn định tăng khoảng 2% mỗi năm từ 2011 đến 2013.

Giá bán khí khô tăng 2% từ 2011 đến 2012, và tăng theo lộ trình tăng giá của Chính phủ đã phê duyệt là khoảng 4% một năm từ 01/03/2011 đến 01/03/2015, từ 01/03/2016 trở đi thì giá khí được điều chỉnh tăng 2% mỗi năm.

ĐÁNH GIÁ TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG

Tăng trưởng, doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: tỷ đồng	2008	2009	2010	2011	2012
Doanh thu thuần	23,553	28,314	47,994	64,224	68,176
<i>Tăng trưởng doanh thu thuần</i>		20.21%	69.51%	33.82%	6.15%
Lợi nhuận sau thuế	4,042	3,187	4,923	6,420	10,098
<i>Tăng trưởng LNST</i>		-21.14%	54.47%	30.40%	57.28%
Tổng tài sản	16,507	19,938	39,679	45,610	45,108
<i>Tăng trưởng Tổng tài sản</i>		20.78%	99.01%	14.95%	-1.10%
Vốn chủ sở hữu	5,586	7,624	22,050	23,482	27,115
<i>Tăng trưởng VCSH</i>		36.46%	189.22%	6.49%	15.47%

Doanh thu thuần của GAS đạt tốc độ tăng trưởng liên tục từ năm 2008 trở lại đây. Kể từ năm 2011, tốc độ tăng trưởng doanh thu luôn lớn hơn tốc độ tăng trưởng tổng tài sản, cho thấy hiệu suất sử dụng tài sản được đẩy mạnh trong giai đoạn này. LNST của GAS tăng liên tục từ năm 2009, và tăng nhiều nhất vào năm 2012 sau khi công ty tiến hành cổ phần hóa vào năm 2011. Mặc dù phần lợi nhuận này mang tính bất thường, công ty vẫn cho thấy dấu hiệu tăng trưởng lợi nhuận cho vài năm tới.

LNST năm 2012 của công ty (chưa kiểm toán) đạt 10,098 tỷ đồng, tăng 57.28% so với năm 2011, cao hơn mức lợi nhuận đề ra (4,128 tỷ đồng). Báo cáo tài chính cũng cho thấy LNST năm 2012 cao nhất là vào quý 4. LNST quý 4/2012 tăng 89% so với cùng kỳ năm trước, nguyên nhân chủ yếu là (1) Giá LP G và giá khí tăng so với cùng kỳ năm trước, (2) Sản lượng tiêu thụ khí cùng kỳ tăng so với năm trước, và (3) chi phí giảm do thực hiện chủ trương tiết kiệm chi phí (chi phí hoạt động tài chính đạt 559 tỷ, chỉ bằng 33% so với 1,711 tỷ chi phí tài chính của năm 2011).

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Khả năng thanh toán

Chỉ số	2008	2009	2010	2011	2012
Hệ số thanh toán hiện hành	3.17	1.69	1.66	1.86	2.59
Hệ số thanh toán nhanh	3.07	1.52	1.57	1.76	2.40
Tiền/Nợ ngắn hạn	1.92	0.33	0.51	0.98	1.62

Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của GAS giảm nhiều năm 2009 và tăng dần các năm về sau, và phục hồi nhiều nhất vào năm 2012 do các khoản mục tài sản ngắn hạn của công ty chỉ tăng 174% trong khi nợ ngắn hạn tăng những 368% từ năm 2008 đến 2011, và nợ ngắn hạn chỉ giảm trong năm 2012 khi tài sản ngắn hạn vẫn tăng trong năm này. Nợ ngắn hạn tăng chủ yếu là do vay ngắn hạn và nợ phải trả cho nhà cung cấp tăng nhiều hơn so với các năm trước, vay ngắn hạn tăng 739% (từ 342 tỷ đến 2,867 tỷ đồng), và nợ phải trả tăng những 1399% (từ 281 tỷ lên 4,215 tỷ đồng). Tuy nhiên, năm 2012 vay ngắn hạn không tăng nhiều và nợ phải trả giảm đi bằng xấp xỉ vốn vay ngắn hạn. Hơn nữa, các hệ số thanh toán của công ty đều lớn hơn 1, cho thấy công ty sẽ không gặp rủi ro nếu điều kiện kinh doanh trở nên khó khăn.

Cấu trúc tài chính

Chỉ số	2008	2009	2010	2011	2012
Vay dài hạn/Tài sản	0.13	0.25	0.14	0.18	0.14
Vốn vay/Tài sản	0.15	0.31	0.19	0.24	0.20
Công nợ/Tài sản	0.66	0.62	0.43	0.45	0.36

Tỷ trọng vốn vay và vay dài hạn đều tăng trong các năm 2009 và 2011, giảm trong các năm kế tiếp là 2010 và 2012, trong khi đó tỷ trọng nợ liên tục giảm, nhiều nhất là vào năm 2012 và chỉ tăng nhẹ trong năm 2011. Vay dài hạn và ngắn hạn trong năm 2009 tăng mạnh dẫn đến tỷ trọng vốn vay lớn hơn nhiều so với năm trước. Các khoản vay dài hạn này được dùng để tài trợ các công trình xây dựng của công ty mẹ bao gồm các đường ống dẫn khí lớn (Phú Mỹ, Sư Tử Vàng - Rạng Đông, Nam Côn Sơn), hệ thống phân phối khí, trạm nạp khí, công trình kho chứa v.v.... Doanh thu và tài sản cố định năm 2010 tăng đáng kể trong năm 2010 là lý do khiến tỷ trọng vốn vay trong năm này giảm tuy số vốn vay không thay đổi nhiều. Công nợ trong năm 2012 giảm mạnh chủ yếu là do các khoản nợ phải trả được chuyển thành vốn chủ sở hữu. Vì các khoản vay dài hạn giảm, nếu PV GAS không vay thêm vốn để đầu tư xây dựng trong các năm tiếp theo thì công ty sẽ ít phải chịu gánh nặng từ chi phí lãi suất vay. Mặt khác công ty đã phát hành cổ phiếu để tăng vốn điều lệ nên sẽ ít phải phụ thuộc vào nguồn vốn vay hơn.

Hiệu quả hoạt động

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Thời gian TB thu tiền KH	35	37	41	40
Thời gian TB xử lý HTK	6	23	32	29
Thời gian TB trả cho NCC	5	9	8	6
Chu kỳ tiền tệ	36	51	65	63

Hiệu quả hoạt động của năm 2012 mặc dù cải thiện hơn năm 2011 vẫn kém hơn nhiều các năm trước. Thời gian xử lý hàng tồn kho và thu tiền khách hàng tăng trong khi thời gian trả cho nhà cung cấp rất thấp cho thấy công ty không có mấy lợi thế trong việc đàm phán giá và thời gian thanh toán với các nhà cung cấp và khách hàng. Chu kỳ tiền tệ chỉ giảm ít trong năm 2012 và thời gian xử lý hàng tồn kho cũng như thu tiền khách hàng vẫn cao, trong khi thời gian trung bình trả cho nhà cung cấp lại giảm nhiều cho thấy tình hình đàm phán với nhà cung cấp và khách hàng của PV GAS trong năm qua vẫn gặp nhiều khó khăn.

Tỷ suất sinh lời

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Lãi gộp/Doanh thu	18.0%	15.6%	16.4%	21.9%
Lãi hoạt động/Doanh thu	13.4%	11.1%	11.4%	18.0%
Lãi trước thuế/Doanh thu	13.4%	11.9%	12.0%	18.1%
Lãi ròng/Doanh thu	11.3%	9.9%	9.2%	14.4%
ROA	17.5%	15.6%	13.2%	21.3%
ROE	48.3%	32.0%	26.0%	38.8%

Lợi nhuận biên của PV GAS có xu hướng ngày càng tăng, tuy nhiên tỷ lệ lãi ròng giảm nhiều trong năm 2011 là do chi phí tài chính, chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp tăng nhiều hơn năm trước trong khi doanh thu không tăng đáng kể. Ngược lại tuy doanh thu năm 2012 tăng ít nhưng giá vốn bán hàng cùng với chi phí lãi và chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh khiến cho các tỷ lệ lãi năm nay tăng vượt bậc.

Tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản giảm dần từ năm 2009 đến năm 2011 và phục hồi mạnh vào năm 2012, nhưng tỷ suất sinh lời trên vốn chủ sở hữu vẫn giảm 19.7% so với năm 2009 bởi vì vốn đầu tư của PV GAS tại thời điểm cổ phần hóa đã lớn hơn rất nhiều nhưng hoạt động kinh doanh chưa có gì đột phá.

Phân tích Dupont

Chỉ số	2009	2010	2011	2012
Lãi ròng/Doanh thu	11.26%	9.89%	9.21%	14.38%
Doanh thu/Tổng tài sản	155.37%	161%	150.6%	150.3%
Tổng tài sản/Vốn CSH	275.87%	200.9%	187.32%	179.29%
ROE	48.25%	32%	25.97%	38.75%

Mặc dù lợi nhuận biên tăng mạnh trong năm 2012, đòn bẩy tài chính và vòng quay tổng tài sản đều giảm khiến cho ROE phục hồi chưa hiệu quả.

PHÂN TÍCH TÌNH HÌNH QUẢN TRỊ DOANH NGHIỆP

Trong năm 2012 PV GAS đã tổ chức và chủ trì đều đặn các cuộc họp thường niên, định kỳ cũng như các cuộc họp bất thường về việc sửa đổi, bổ sung Điều lệ của Tổng công ty Khí Việt Nam – CTCP cập nhật về ngành nghề chính của 4 chi nhánh mới thành lập trong năm 2012 của công ty. Ban quản trị vẫn giữ nguyên gồm 5 người: Chủ tịch HĐQT bà Nguyễn Thị Lan, Phó chủ tịch ông Nguyễn Đình Chiến, thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám đốc ông Đỗ Khanh Ninh, và 2 thành viên HĐQT là ông Nguyễn Trung Dân và ông Phan Quốc Nghĩa. Nhìn chung 80% thành viên HĐQT là độc lập so với Ban Điều hành có lợi cho việc đảm bảo lợi ích giữa Ban Điều Hành và cổ đông. 1 Phó Tổng Giám đốc, 1 người công bố thông tin và 3 thành viên Ban Kiểm Soát hiện cũng là thành phần cổ đông lớn đang nắm số cổ phiếu nhiều nhất.

PHÂN TÍCH SWOT

Điểm mạnh	Điểm yếu
<ul style="list-style-type: none"> - PV Gas là đơn vị duy nhất được Tập đoàn Dầu khí Việt Nam giao nhiệm vụ thu gom, vận chuyển, chế biến, tang trữ kinh doanh khí và các sản phẩm khí. PV Gas giữ vị thế là nhà cung cấp LPG số 1 thị trường Việt Nam - Hoạt động quản trị tốt, cơ cấu cổ đông không có biến động, không có xung đột lợi ích, đảm bảo cho việc lãnh đạo của công ty được thuận lợi - Khí là nguồn nguyên nhiên liệu giá rẻ và được xem là sản phẩm thân thiện với môi 	<ul style="list-style-type: none"> - PV GAS bị điều chỉnh tăng giá nguyên liệu đầu ra theo lộ trình tăng giá Chính phủ phê duyệt.

trường hơn dầu, than đá. CNG, một loại khí mới được cung cấp duy nhất bởi PV Gas và đang dần được mở rộng sản xuất, khai thác tiềm năng.	
Cơ hội	Thách thức
<ul style="list-style-type: none"> - Tình hình thị trường có lợi thế nghiêng về bên bán do cầu lớn hơn cung nên PV Gas có cơ hội được đầu tư hệ thống cơ sở vật chất ngành khí và trở thành nhà cung cấp khí duy nhất tại Việt Nam. - Hoạt động kinh doanh của PV Gas còn phụ thuộc vào triển vọng của các khách hàng lớn như các nhà máy Điện, Đạm, các hộ công nghiệp. Sản lượng tiêu thụ điện tăng trung bình 14%/năm và Chính phủ đang có chủ trương chuyển dần trọng tâm sang xây dựng các nhà máy điện sử dụng nguồn nguyên liệu ổn định như khí. 	<ul style="list-style-type: none"> - Giá LPG mà PV Gas đang kế hoạch tăng cường nhập khẩu sẽ chịu nhiều ảnh hưởng từ triển vọng chung của nền kinh tế thế giới, và của diễn biến giá năng lượng. Kinh tế thế giới sẽ tiếp tục ảm đạm dẫn đến triển vọng kinh doanh nguồn nguyên nhiên liệu từ khí không khả quan hơn. - Diễn biến tỷ giá VND/USD cũng ảnh hưởng đến giá nhập khẩu LPG.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ

Tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận bình quân của GAS trong giai đoạn 2009-2012 vào khoảng 47%. Vì giá mua khí tăng theo hợp đồng chừa GAS và các chủ mỏ khí, đồng thời giá LPG tăng theo giá thị trường trung bình 16%/năm, tôi ước tính LNST năm 2012 của PV Gas vào khoảng 13,128 tỷ đồng, tương đương với mức tăng trưởng 30% trong năm này và EPS forward là 6,928.

Phương pháp P/E và P/B

Các doanh nghiệp cùng ngành đang niêm yết trên cả 2 sàn hiện có P/E và P/B bình quân lần lượt là 6.77 và 0.72. Với EPS forward và BV của GAS lần lượt là 6,928 và 14,310 đồng, giá trị của cổ phiếu GAS lần lượt là 46,903 và 10,303 đồng.

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Tính WACC		
Lãi suất phi Rủi ro (Risk Free Rate)	8.92%	LS Trái phiếu Chính phủ trung và dài hạn
Mức bù rủi ro (VN Index Equity Risk Premium)	7.5%	Source: Damodaran
Chỉ số Equity Beta của cổ phiếu	0.82	Risk of the company being valued vs VN Index
Chi phí vốn Cổ phần	15%	Risk Free Rate + Beta* Equity Risk Premium
Lãi suất Tiền vay của Doanh nghiệp	5%	Cost of Debts
Tỷ suất Thuế TNDN	18%	Effective Tax rate

Lãi tiền vay sau thuế	4%	
Vốn vay/Tổng tài sản	20%	Target Capital Structure
Tỷ lệ Chiết khấu WACC	11.36%	

Với giả định tỷ suất lợi nhuận biên không đổi, doanh thu và lợi nhuận sau thuế giai đoạn 2013 đến 2017 tăng 7.5% và sau giai đoạn này tăng 6% (bằng tốc độ tăng trưởng dài hạn của GDP Việt Nam, ta có bảng tính luồng tiền tự do như sau:

Đơn vị tính: tỷ đồng	2013	2014	2015	2016	2017
Doanh thu	13,269	14,264	15,334	16,484	17,720
Lợi nhuận sau thuế	10,856	11,670	12,545	13,486	14,498
Lãi suất (1-T)	9,951	10,698	11,501	12,363	13,290
Khấu hao	14,678	15,778	16,962	18,234	19,602
Đầu tư vào tài sản cố định	22,562	24,254	26,073	28,029	30,131
Đầu tư vào vốn lưu động	21,981	23,630	25,402	27,307	29,355
Dòng tiền tự do (FCFF)	22,717	24,421	26,253	28,222	30,338
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2016				823,581	965,632,0
Giá trị doanh nghiệp	616,698	778,03,00			
Giá trị nợ	16,353				
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1,895,000,000				
Giá trị cổ phiếu (đồng)	62,527				

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá trị cổ phiếu
P/E	40%	46,903
P/B	40%	10,303
FCFF	20%	62,527
Trung bình	100%	35,388

Như vậy, tính trung bình cả 3 phương pháp, giá GAS vào khoảng 35,388 đồng/cổ phiếu. GAS đang được giao dịch trên thị trường với giá lớn hơn giá nội tại. Do GAS là cổ phiếu mới nên tôi khuyến nghị tạm thời theo dõi thêm biến động thị trường ngành dầu khí và giá cổ phiếu.

Báo cáo này được thực hiện bởi các chuyên gia phân tích của Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC, bài phân tích chỉ có giá trị tham khảo, APEC không chịu bất cứ trách nhiệm nào đối với việc sử dụng tài liệu này.



Phát hành bởi: Phòng Phân Tích - Công Ty Cổ Phần Chứng Khoán Châu Á Thái Bình Dương - APEC

Hội Sở Chính:

Address: Tòa nhà APEC Building, số 14 Lê Đại Hành, Q.Hai Bà Trưng, TP. Hà Nội

Tel: (84- 4) 3573 0200 EXT: 615

Fax: (84- 4) 35771966

Email: research@apex.com.vn; Website: <http://www.apex.com.vn>