



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

### BÁO CÁO CỔ PHẦN KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM (PGS – HNX)

**Khuyến nghị đầu tư:** Chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào PGS với mức giá mục tiêu 30,000 đồng/cổ phiếu.

Các chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013F	2014F
DTT (tỷ đồng)	5,764.17	6,374.94	6,500.00	7,215.00
+/- yoy (%)	55.6%	10.6%	2.0%	11.0%
LNST (tỷ đồng)	238.46	151.28	218.00	241.98
+/- yoy	5.7%	-36.6%	44.1%	11.0%
TTS (tỷ đồng)	3,276.48	2,921.34	4,178.39	4,805.14
+/- yoy	31.8%	-10.8%	43.0%	15.0%
VCSH (tỷ đồng)	737.55	810.37	952.37	1,095.22
+/- yoy	110.3%	9.9%	17.5%	15.0%
Nợ/TTS	70.5%	64.6%	77.2%	77.2%
TS LN gộp	16.7%	15.4%	0.0%	0.0%
TS LN ròng	4.1%	2.4%	3.4%	3.4%
EPS (đồng)	14,555	6,518	5,737	6,368
ROA	11.9%	6.8%	5.2%	5.0%
ROE	63.0%	27.4%	22.9%	22.1%

#### Điểm nhấn đầu tư:

- ❖ PGS hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực kinh doanh LPG, CNG và các sản phẩm Dầu khí, hiện tại đang nắm giữ 33% thị phần LPG ở các tỉnh miền Nam Việt Nam.
- ❖ Mạng kinh doanh CNG đi vào hoạt động từ năm 2010 đem lại cho công ty tỷ suất lợi nhuận cao (tỷ suất lợi nhuận gộp từ 15 – 30%, chiếm 70% lợi nhuận gộp 2012), giúp các chỉ tiêu về hiệu quả sinh lời của PGS cao hơn so với các công ty cùng ngành.
- ❖ 6 tháng đầu năm 2013, PGS đạt lợi nhuận 97 tỷ đồng, tăng 111% so với cùng kỳ năm trước.
- ❖ Kinh tế năm 2013 bước vào giai đoạn phục hồi. Việc mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh của các doanh nghiệp là khách hàng của PGS sẽ trực tiếp mang lại doanh thu và lợi nhuận cho công ty.

#### Rủi ro đầu tư

- ❖ Hoạt động sản xuất kinh doanh chịu ảnh hưởng lớn từ diễn biến giá dầu trên thị trường thế giới.
- ❖ Hiện tại, PGS đang mua khí CNG từ PVGas ở mức giá thấp. Theo lộ trình, giá bán khí từ Tổng Công ty cho các đơn vị thành viên sẽ tăng dần hàng năm, để đến 2015 bằng với giá thế giới. Điều này có thể ảnh hưởng đến tỷ suất lợi nhuận của PGS trong các năm tiếp theo.

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

Chuyên viên phân tích:

Vu Thị Thu Trang  
[trangvtt@apec.com.vn](mailto:trangvtt@apec.com.vn)

Hà Nội, ngày 27/09/2013

#### 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: 692  
Fax: 04.35771966

## TỔNG QUAN

Thông tin cơ bản	
Giá ngày 27/09/2013 (nghìn đồng)	23.4
EPS trailing (nghìn đồng)	5.22
P/E	4.48
Giá trị sổ sách /cp (nghìn đồng)	22.33
Hệ số beta	1.16
KLGD khớp lệnh trung bình 10 phiên	433,920
KLCP đang lưu hành	38,000,000
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	862.60

Tiền thân của Công ty cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam là Xí nghiệp Kinh doanh các sản phẩm Khí miền Nam trực thuộc Công ty Chế biến và Kinh doanh sản phẩm Khí (PV Gas) được thành lập theo Quyết định số 389/QĐ-HĐQT ngày 28/03/2000 của Hội đồng Quản trị Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam (nay là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam).

Ngày 12/04/2006, HĐQT Tổng Công ty Dầu khí Việt Nam (nay là Tập đoàn Dầu khí Việt Nam) ký Quyết định số 825/QĐ-DKVN về việc thành lập Công ty Kinh doanh Khí

hóa lỏng miền Nam (PV GAS SOUTH) với vốn chủ sở hữu là 208,254,403,247 đồng trên cơ sở Xí nghiệp Kinh doanh các sản phẩm Khí miền Nam trực thuộc Công ty Chế biến và Kinh doanh sản phẩm Khí (PV Gas) và Bộ phận Kinh doanh Khí hóa lỏng của Công ty Thương mại Dầu khí (Petechim).

Ngày 30/06/2006, Bộ trưởng Bộ Công nghiệp ký Quyết định số 1697/QĐ-BCN về việc Cổ phần hóa PV GAS SOUTH. Sau khi hoàn tất các thủ tục pháp lý, Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam chính thức đi vào hoạt động kể từ ngày 25/07/2007. Cổ phiếu PGS niêm yết và giao dịch lần đầu trên HNX từ ngày 15/11/2007.

Hiện tại, trong cơ cấu cổ đông của PGS, Tổng Công ty Khí Việt Nam đang nắm giữ 13.4 triệu cổ phiếu tương ứng với 35.26% vốn điều lệ. Halley Sicav-Halley Asian Property, Ngân hàng TMCP Đại Á, Công ty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Đông Á, Công ty Cổ phần Tập đoàn Dầu khí An Pha lần lượt nắm giữ 7.23%, 4.56%, 3.99% và 3.83% vốn điều lệ.

## TÌNH HÌNH SẢN XUẤT KINH DOANH

### Ngành nghề, lĩnh vực hoạt động

PGS hoạt động trong các lĩnh vực (1) Kinh doanh LPG, CNG và các sản phẩm Dầu khí (2) Tổ chức hệ thống phân phối, vận chuyển, đóng bình kinh doanh LPG và các vật tư thiết bị, hóa chất trong lĩnh vực vận chuyển, tàng trữ, kinh doanh vận tải đường bộ, đường thủy (3) Thiết kế, xây lắp và tư vấn đầu tư các công trình khí hóa lỏng, các công trình công nghiệp khí, chuyên giao công nghệ, khai thác kinh doanh, bảo dưỡng các công trình dân dụng liên quan đến khí hóa lỏng (4) Cung cấp dịch vụ liên quan đến Khí hóa lỏng và các sản phẩm Khí trong lĩnh vực công nghiệp, dân dụng và giao thông vận tải (5) Xuất nhập khẩu Khí hóa lỏng, các vật tư, thiết bị và phương tiện phục vụ cho công tác vận chuyển, tàng trữ, đóng bình và kinh doanh Khí hóa lỏng (6) Kinh doanh xăng dầu, nhớt và các chất phụ gia liên quan đến xăng dầu, nhớt (7) Mua bán phân bón, kinh doanh bất động sản, dịch vụ xếp dỡ hàng hóa.

Một số sản phẩm chính của PGS bao gồm bình gas (LPG) 12 kg, bình gas 45 kg và khí nén CNG. CNG là khí nén thiên nhiên có thành phần chủ yếu là CH<sub>4</sub> – metane, được lấy từ những mỏ khí thiên nhiên, mỏ dầu (khí đồng hành) hoặc khí nhà máy (thu được trong quá trình sản xuất của các nhà máy lọc dầu), qua xử lý và nén ở áp suất cao (200 đến 250 bar) để tồn trữ vào bồn chuyên dụng và vận chuyển tới các hộ tiêu thụ là các nhà máy có sử dụng nhiệt năng, các khu chung cư...

### Năng lực kinh doanh

Từ khi chuyển sang mô hình cổ phần, PGS đã quy hoạch hệ thống trạm chiết nạp đến năm 2015 và định hướng đến năm 2025. Hiện nay PGS có 28 trạm chiết nạp gas với tổng công suất 24,580 tấn/tháng từ Đà Nẵng đến Cà Mau, trong đó có 13 trạm thuộc sở hữu của PGS với tổng công suất 7,800 tấn/tháng.

Song song với hoạt động kinh doanh, PGS hoàn thành xây dựng kho chứa dầu mồi tại Cần Thơ với sức chứa 1,200 tấn, hoàn thành đầu tư kho Gò Dầu tại Đồng Nai với sức chứa của kho lên 4,000 tấn và tham gia góp vốn (14%) thành lập liên doanh Công ty Cổ phần Năng lượng Vinabenny để xây dựng kho lạnh chứa LPG tại Cảng Long An (Kho chứa Tây Nam) với sức chứa 80,000 tấn. Đây cũng là kho chứa LPG lớn nhất tại Việt Nam.

### Địa bàn kinh doanh

Để phục vụ cho mục tiêu phát triển thị trường, chủ động trong nguồn hàng và phục vụ nhu cầu của khách hàng, hiện PGS đang triển khai đầu tư xây dựng hệ thống các kho chứa, trạm nạp khí hóa lỏng trên địa bàn các tỉnh phía Nam. Hiện mạng lưới kinh doanh LPG của Công ty đến nay đã phủ kín các tỉnh từ Đà Nẵng tới Cà Mau.

Trong đó, thị trường bán bình ở TP. Hồ Chí Minh và miền Đông Nam Bộ vẫn là thị trường chủ lực chiếm khoảng 50% sản lượng bán bình của Công ty. Với một thị trường lớn như TP. Hồ Chí Minh, Công ty đã chú trọng xây dựng hệ thống chiết nạp vệ tinh phân bố đều khắp thị trường miền Tây Nam Bộ, Nam Trung Bộ, Đông Nam Bộ, đồng thời xây dựng hệ thống tổng đại lý phân phối Gas, định kỳ gặp gỡ trao đổi các chính sách nhằm củng cố, đẩy mạnh và thống nhất mặt bằng giá cả, tăng cường hệ thống phân phối và khả năng cạnh tranh.

Hoạt động kinh doanh CNG của PGS với tổng công suất thiết kế là 180 triệu m<sup>3</sup> khí/năm. Trong đó, công ty mẹ PGS với việc quản lý 3 trạm mẹ là CNG Mỹ Xuân A (Bà Rịa – Vũng Tàu), Hiệp Phước (TP. HCM) và một trạm nén mẹ Phú Mỹ I (Bà Rịa – Vũng Tàu) của Công ty con CNG Vietnam. Cả PGS và CNG Vietnam đều tập trung cung cấp CNG cho các khách hàng tiêu thụ là các hộ công nghiệp lớn như thép, vật liệu xây dựng, gạch, gốm sứ... tại khu vực phía Nam, có khoảng cách vận chuyển từ nhà máy đến nơi tiêu thụ hợp lý trong khoảng dưới 200 km.

### Thị phần

Trong bối cảnh thị trường cung cấp LPG dân dụng (LPG bình) và công nghiệp (LPG rời) có sự cạnh tranh gay gắt giữa các Công ty tham gia thị trường, với sự góp mặt của các Công ty nhiên liệu lớn trên thế giới, thị phần PGS vẫn đứng đầu trong các công ty kinh doanh LPG tại miền Nam, ổn định, luôn duy trì ở mức 33% thị phần.

### Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận, nguồn vốn

Đơn vị tính: Tỷ đồng	2008	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
Doanh thu thuần	1,713.02	1,978.87	3,705.49	5,764.17	6,374.94	6,119.68
+/- yoy (%)		15.5%	87.3%	55.6%	10.6%	-4.0%
Lợi nhuận sau thuế	30.09	39.97	274.71	342.86	211.79	261.07
+/- yoy (%)		32.8%	587.2%	24.8%	-38.2%	23.3%
Tổng tài sản	824.78	1,231.68	2,485.57	3,276.48	2,921.34	2,805.02
+/- yoy (%)		49.3%	101.8%	31.8%	-10.8%	-4.0%
Vốn chủ sở hữu	164.57	193.60	350.64	737.55	810.37	848.54
+/- yoy (%)		17.6%	81.1%	110.3%	9.9%	4.7%

Có thể thấy doanh thu và lợi nhuận của PGS có sự chững lại trong năm 2012. Cụ thể, doanh thu tiếp tục tăng nhưng ở mức độ thấp so với năm 2010 và 2011 còn lợi nhuận sau thuế giảm mạnh 38.2%. Doanh thu tăng chậm hơn so với giá vốn hàng bán, chi phí tài chính, chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp đồng loạt tăng là nguyên nhân chính khiến kết quả kinh doanh của PGS giảm sút trong năm 2012.

Doanh thu thuần 6 tháng đầu năm 2013 giảm nhẹ 5% so với cùng kỳ còn hơn 3,020 tỷ đồng. Tuy nhiên, biên lãi gộp tăng mạnh giúp công ty lãi gộp 556 tỷ đồng, tăng mạnh 41% so với cùng kỳ. Nhờ lãi lớn từ hoạt động kinh doanh chính, PGS đạt lãi sau thuế 131 tỷ đồng 6 tháng đầu năm 2013 trong đó phần lãi thuộc cổ đông công ty mẹ đạt hơn 97 tỷ đồng, hơn gấp đôi cùng kỳ. Đánh giá về hoạt động kinh doanh 6 tháng đầu năm, công ty cho biết sản lượng LPG chỉ mới đạt 95,2% kế hoạch 6 tháng trong đó do LPG rời không hoàn thành kế hoạch còn LPG bình vừa đủ hoàn thành. Ước tính cả năm 2013, PGS đạt 6,514.5 tỷ đồng doanh thu, vượt 4.9% kế hoạch ĐHCĐ giao phó. LNST đạt 218.22 tỷ đồng, vượt 20% kế hoạch lãi cả năm. Tuy vậy có thể thấy mức lợi nhuận này vẫn tương đối thấp so với 2 năm 2010 và 2011. (Riêng năm 2010, một phần lớn lợi nhuận của PGS đến từ việc thanh lý cổ phiếu PVGas D).

### PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu	2009	2010	2011	2012	TTM Q2
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số thanh toán hiện hành	0.84	0.88	0.94	0.85	0.92
Hệ số thanh toán nhanh	0.75	0.78	0.90	0.76	0.88
Tiền/Nợ ngắn hạn	0.21	0.26	0.38	0.32	0.39

<b>Cấu trúc tài chính</b>					
Vay dài hạn/Tài sản	0.14	0.18	0.18	0.11	0.07
Vốn vay/Tài sản	0.17	0.29	0.30	0.27	0.20
Công nợ/Tài sản	0.84	0.77	0.70	0.65	0.62
<b>Hiệu quả hoạt động</b>					
Thời gian TB thu tiền KH	58	47	38	33	37
Thời gian TB xử lý HTK	9	12	8	7	4
Thời gian TB trả cho NCC	79	80	74	62	67
<b>Tỷ suất sinh lời</b>					
Lãi gộp/Doanh thu	7.3%	10.8%	16.7%	15.4%	18.7%
Lãi hoạt động/Doanh thu	2.4%	8.1%	6.6%	3.7%	4.8%
Lãi trước thuế/Doanh thu	2.2%	8.4%	6.8%	4.0%	5.1%
Lãi ròng/ Doanh thu	2.0%	7.4%	5.9%	3.3%	4.3%
ROA	3.9%	14.8%	11.9%	6.8%	18.5%
ROE	22.3%	101.0%	63.0%	27.4%	30.8%

Các chỉ tiêu về khả năng thanh toán của PGS ở mức thấp nhưng được duy trì khá ổn định trong các năm qua. Các chỉ tiêu này được coi là chậm ngưỡng an toàn do hoạt động kinh doanh LPG cần nguồn vốn lưu động lớn. Nợ phải trả ngắn hạn của PGS chủ yếu là các khoản phải trả người bán trong PVN, do được sự hỗ trợ của Tập đoàn nên khoản mục này thường cao hơn so với các công ty cùng ngành và tăng đều qua các năm do hoạt động sản xuất kinh doanh liên tục được phát triển.

Thời gian trung bình để trả cho nhà cung cấp của Công ty khá cao do PGS nhận sự hỗ trợ của các công ty trong Tập đoàn, trong đó mua LPG của PVGas với thời hạn thanh toán tối đa là 90 ngày và của Ban Quản lý Nhà máy Lọc dầu Dung Quất với thời hạn thanh toán là 60 ngày. Trong khi đó, số ngày phải thu qua các năm có xu hướng giảm dần và ở mức thấp hơn nhiều so với các khoản phải trả. Điều này cho phép luân chuyển vốn lưu động của PGS luôn ở mức cao.

Với nỗ lực kiểm soát chi phí, tận dụng tối đa nguyên vật liệu, máy móc, thiết bị, số ngày trung bình xử lý hàng tồn kho của công ty giảm mạnh trong các năm qua. Việc quản trị hàng tồn kho tốt một phần do công tác quản lý kho được PGS rất chú trọng, tận dụng phương pháp quản lý hàng tồn kho tối ưu, luôn dự trữ hàng tối thiểu trong kho để đáp ứng nhu cầu khách hàng, tăng công suất các trạm chiết nạp của công ty để chủ động hàng bán và giảm dần chi phí.

Tỷ suất lợi nhuận gộp có xu hướng tăng dần trong những năm gần đây nhờ hoạt động kinh doanh CNG có tỷ suất lợi nhuận cao (dao động từ 15-30% tùy vào giá CNG đầu vào mỗi năm) và sản phẩm này đã nhanh chóng đóng góp 30% tổng lợi nhuận gộp cho công ty trong năm 2010, năm 2012 là 70% lợi nhuận gộp.

Ngoại trừ năm 2010, Công ty đạt mức tỷ suất lợi nhuận trước thuế và sau thuế ở mức cao nhất do thanh lý cổ phiếu PVGas D, chiếm 30% tổng lợi nhuận ròng và cũng là năm lợi nhuận sau thuế tăng mạnh nhờ hoạt động kinh doanh CNG đi vào hoạt động. Sang năm 2012, tỷ suất lợi nhuận trước thuế và sau thuế của PGS giảm mạnh do hầu hết các chi phí bán hàng, tài chính, quản lý doanh nghiệp đều tăng như đã phân tích ở trên.

ROA và ROE năm 2012 lần lượt là 6.8% và 27.4%. Tỷ lệ này cao hơn các doanh nghiệp cùng ngành vì PGS có thêm hoạt động kinh doanh CNG với hiệu quả kinh tế cao, nhưng thấp hơn so với giai đoạn 2008 – 2011, một phần do lợi nhuận 2012 giảm và một phần do tổng tài sản của PGS cũng tăng mạnh trong giai đoạn này.

## ĐỊNH GIÁ

Với target capital structure là 40% vốn chủ sở hữu, 60% nợ, WACC bằng 13.62%, tỷ lệ đầu tư vào tài sản cố định và vốn lưu động lần lượt bằng 4.75% và 2.4% so với doanh thu. Tốc độ tăng trưởng từ 2014 – 2018 là 10%, sau đó là 6% thì ta có bảng định tính dòng tiền tự do như sau:

**Bảng dự tính dòng tiền tự do 2014 – 2018**

Đơn vị tính: tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Doanh thu	7,215.00	8,297.25	9,541.84	10,973.11	12,619.08
Lợi nhuận sau thuế	241.98	278.28	320.02	368.02	423.22
Lãi suất (1-T)	90.01	103.52	119.04	136.90	157.43
Khấu hao	288.77	332.08	381.90	439.18	505.06
Đầu tư vào tài sản cố định	342.71	394.12	453.24	521.22	599.41
Đầu tư vào vốn lưu động	173.16	199.13	229.00	263.35	302.86
Dòng tiền tự do (FCFF)	104.89	120.62	138.72	159.52	183.45
Giá trị doanh nghiệp từ sau 2017				2,408.35	
Giá trị doanh nghiệp				2,919.53	
Giá trị nợ				1,740.61	
Số lượng cổ phiếu lưu hành					38,000,000
Giá trị cổ phiếu (đồng)					31,024

Theo đó, PGS được định giá ở mức 31,000 đồng/1 cổ phiếu. Mức giá này cao hơn mức giá thị trường hiện tại nên chúng tôi khuyến nghị các nhà đầu tư mua vào cổ phiếu này.

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: 692

Fax: (84- 4) 35771966

Email: [research@apex.com.vn](mailto:research@apex.com.vn); Website: <http://www.apex.com.vn>