

Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam (HNX: PGS)

Trần Thị Thủy Tiên Chuyên viên phân tích Email: tienttt@fpts.com.vn Điện thoại: (84) - 8 6290 8686 - Ext: 8928	Giá hiện tại	34.900	<table border="1"> <tr> <td>-18%</td> <td>-7%</td> <td>0%</td> <td>7%</td> <td>18%</td> </tr> <tr> <td>Bán</td> <td>Giảm</td> <td>Theo dõi</td> <td>Thêm</td> <td>Mua</td> </tr> <tr> <td colspan="5" style="text-align: center;">THÊM</td> </tr> </table>	-18%	-7%	0%	7%	18%	Bán	Giảm	Theo dõi	Thêm	Mua	THÊM				
	-18%	-7%		0%	7%	18%												
	Bán	Giảm		Theo dõi	Thêm	Mua												
	THÊM																	
Giá mục tiêu	40.800																	
Tăng/giảm	16,91%																	
Tỷ suất cổ tức	3,4%																	

Diễn biến giá cổ phiếu PGS

Tóm tắt nội dung

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị căn cứ vào phương pháp định giá dòng tiền FCFE, và sự khả quan trong nhu cầu tiêu thụ cũng như những thay đổi tích cực về tình hình tài chính của công ty. Cơ cấu nguồn vốn công ty ngày càng an toàn và áp lực lãi vay sẽ giảm xuống do nợ vay đang giảm dần. Mặc dù việc đẩy nhanh khấu hao ảnh hưởng đến lợi nhuận trong năm 2013 và các năm kế tiếp nhưng điều này là sự chuẩn bị cần thiết cho việc nhập khẩu LNG trong năm 2017.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2013, công ty đạt 210 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, **EPS forward 2013 đạt 5.531 đồng**. Theo phương pháp đánh giá dòng tiền FCFE, giá đầu tư kỳ vọng hợp lý trong 12 tháng của PGS ở mức **40.800 đồng/cp cao hơn 16,91%** so với giá đang giao dịch hiện nay của công ty đang là 34.900 đồng/cp. Chúng tôi duy trì quan điểm đánh giá khả quan và khuyến nghị **THÊM** đối với cổ phiếu PGS. Rủi ro chính khi đầu tư PGS liên quan đến lộ trình tăng giá khí cho các hộ công nghiệp tại Việt Nam, trong đó PGS là đơn vị kinh doanh chính mặt hàng này.

Dự báo KQKD trong năm 2013 tăng trưởng mạnh so với năm 2012. Chúng tôi dự báo PGS sẽ đạt 7.099 tỷ đồng doanh thu, vượt 15% kế hoạch, tăng 12% so với năm 2012 và đạt 278 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, vượt 53% kế hoạch lợi nhuận, tăng 31,26% so với năm 2012 do **1.** Sự cải thiện trong sản lượng kinh doanh CNG từ khách hàng hiện tại và có thêm nhiều khách hàng ký mới, mức sản lượng tiêu thụ CNG đạt 138 triệu m³, tăng 18,19% so với cùng kỳ; **2.** Sản lượng kinh doanh LPG tăng 5,68% so với năm 2012, giá bán LPG và CNG (theo nhiên liệu so sánh với giá LPG) cải thiện trong Q.4/2013 nhờ giá LPG trên thị trường thế giới tháng 12/2013 tăng 32,91% so với cuối Q.3/2013; **3.** Năm 2013, chính sách giá bán CNG tốt hơn năm ngoái với mức trung bình từ 16 - 17 USD/MMBTU so với 14 - 15 USD/MMBTU trong năm 2012; **4.** Chi phí lãi vay giảm đáng kể từ 96 tỷ đồng xuống còn 45 tỷ đồng trong 9 tháng đầu năm nay so với cùng kỳ năm trước.

Triển vọng những năm tiếp theo: Chúng tôi dự báo hoạt động kinh doanh của PGS sẽ tiếp tục khả quan, mặc dù lợi nhuận chịu ảnh hưởng bởi giá khí CNG đầu vào vẫn tiếp tục tăng 10% mỗi năm theo lộ trình đến năm 2017, nhờ **1.** Sản lượng tiêu thụ LPG trong các năm kế tiếp vẫn duy trì tăng trưởng từ 3,5 - 3,9% và sản lượng kinh doanh CNG được dự báo tiêu thụ khả quan với sản lượng tăng trung bình ở

Thông tin giao dịch	22/01/2014
Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	35.500
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	17.100
Số lượng CP niêm yết (cp)	38.000.000
Số lượng CP lưu hành (cp)	38.000.000
KLGD bình quân 30 ngày (cp/ngày)	499.260
% sở hữu nước ngoài	22,72%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	380
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	1.235

Nguồn: FPTS

Cổ đông lớn	Tỷ lệ
PVGas	35,26%
Halley Sicav-Halley Asian Property	7,23%
Ngân hàng TMCP Đại Á	4,56%
Công ty Cp Tập đoàn Dầu khí An Pha	3,83%
Cổ đông khác	52,95%

Định giá	2011	2012	2013F
EPS	5.940	3.493	5.531
P/E	3,18	8,07	6,31
BV (đ/cp)	19.409	21.325	26.073
P/B	0,97	1,32	1,34
ROE	43,12%	19,32%	24,06%
ROA	11,46%	6,24%	9,16%

Đơn vị: tỷ đồng

Báo cáo lãi lỗ	2011	2012	2013F
Doanh thu thuần	5.764	6.375	7.099
Lợi nhuận gộp	961	984	1.158
Lợi nhuận trước thuế	380	237	336
Lợi nhuận sau thuế	330	193	278
Lợi nhuận sau thuế cty mẹ	226	133	210
EPS cơ bản	5.940	3.493	5.531

Bảng CĐKT	2011	2012	2013F
Tài sản ngắn hạn	1.457	1.190	1.722
Tài sản dài hạn	1.819	1.732	1.435
Tổng tài sản	3.276	2.921	3.157
Nợ ngắn hạn	1.542	1.397	1.611
Nợ dài hạn	767	492	264
Vốn chủ sở hữu	738	810	991
Tổng nguồn vốn	3.276	2.921	3.157

Nguồn: FPTIS dự báo

Các chỉ tiêu tài chính dự báo

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	1.033	1.282	1.536	1.795	2.009	2.204	2.450	2.793
Tổng tài sản (tỷ đồng)	2.921	3.157	3.212	3.497	3.798	4.061	4.399	4.873
Doanh thu (tỷ đồng)	6.375	7.099	7.765	8.000	8.408	8.886	9.330	9.803
Tăng trưởng	10,60%	11,36%	9,38%	3,02%	5,10%	5,69%	4,99%	5,07%
Lợi nhuận trước thuế (tỷ đồng)	237	336	399	401	327	306	416	590
Tăng trưởng	-37,84%	42,23%	18,49%	0,72%	-18,45%	-6,51%	36,02%	41,75%
Lợi nhuận ròng của cổ đông Công ty mẹ	133	210	254	246	204	204	276	407
Tăng trưởng	-42,04%	12,84%	20,21%	12,00%	-18,56%	-24,85%	1,44%	13,75%
EPS (đồng)	3.493	5.531	6.674	6.479	5.369	5.381	7.263	10.716
Book value (đồng)	21.325	26.073	30.612	35.014	38.662	42.326	47.279	54.593
ROE	19,32%	24,06%	23,83%	20,30%	14,66%	12,38%	14,31%	18,01%
ROA	6,24%	9,16%	10,54%	10,08%	7,65%	6,64%	7,87%	10,18%
Tỷ lệ cổ tức	12%	12%	21%	20%	17%	17%	22%	33%

Nguồn: FPTIS dự báo

mức 5,3 - 7,7%; **2.** Khả năng tăng thêm thu nhập từ lợi nhuận của công ty con CNG Việt Nam khi công ty này bắt đầu giảm và hết khấu hao sẽ giúp lợi nhuận ròng tăng mạnh từ năm 2014; **3.** Cơ hội tăng thêm thu nhập nhờ việc mở rộng đầu tư vào Công ty CP Bình khí Dầu khí Việt Nam - VTGas từ 55% lên 100%. Dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu bình quân giai đoạn 2013 - 2019 là 5,53%/năm. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hàng năm CAGR là 11,65%/năm

Tốc độ tăng trưởng ở giai đoạn tăng trưởng đều: Sau năm 2019 tốc độ tăng trưởng ở giai đoạn này về sản lượng là 2,46% dựa trên mục tiêu phát triển trong giai đoạn 2012 - 2025. ước tính tăng trưởng về dòng tiền đạt 4,08% dựa trên ROIC và tỷ lệ tái đầu tư tại PGS.

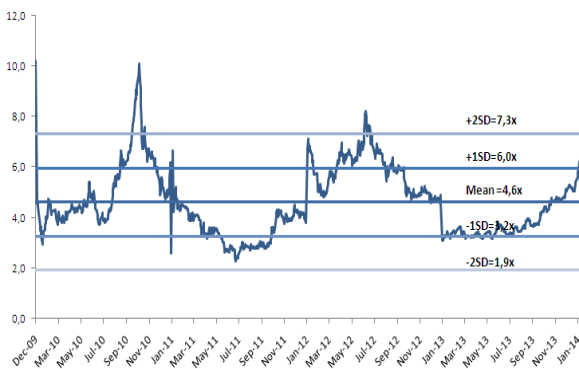
ĐỊNH GIÁ
Phương pháp FCFF

Định giá theo phương pháp DCF cho ra giá hợp lý của PGS trong 12 tháng tới là **40.800 đồng/cp**.

Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

Giả định DCF		Kết quả định giá DCF	Đvt : Tỷ đồng
WACC (2014)	17,15%	Thời gian dự phóng	6
Thuế suất	20%	Tổng hiện giá dòng tiền	1.848.945
Chi phí vốn CSH	18,97%	(+) Tiền và đầu tư ngắn hạn	406.415
Lãi suất phi rủi ro (TPCP 10 năm)	8,89%	(-) Nợ ngắn và dài hạn	456.916
Phần bù rủi ro	9,88%	Giá trị vốn cổ phần	1.798.444
Hệ số beta	1,02	(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	455.513
Chi phí nợ	11,81%	Giá trị vốn CSH công ty mẹ	1.342.931
Tăng trưởng doanh thu (2013-2019)	5,53%	Số lượng cổ phiếu	38
Tăng trưởng LNST (2013-2019)	11,65%	Giá trị chiết khấu về hiện tại (đồng/cp)	35.341
Tăng trưởng dòng tiền (2013-2019)	13,62%	Kỳ vọng đầu tư vốn cổ phần	18,97%
Tăng trưởng bền vững	4,08%	Suất cổ tức ước tính	3,40%
Giá kỳ vọng 12 tháng (đồng/cp)			40.844

Nguồn: FPTS dự báo

Diễn biến P/E của PGS


Nguồn: FPTS

Chúng tôi cũng đưa thêm phương pháp định giá theo so sánh P/E đối với cổ phiếu PGS. Với EPS dự phóng năm 2013 đạt 5.531 đồng/cp và năm 2014 là 6.674 đồng/cp, giá cổ phiếu giao dịch P/E lần lượt ở mức 6,31 lần và 5,23 lần. Đây là mức định giá thấp so với mức P/E các doanh nghiệp cùng ngành phân phối khí gas và cùng quy mô. Chúng tôi cho rằng do có những rủi ro đặc thù liên quan đến lộ trình tăng giá khí tại PGS. Tiềm năng tăng trưởng lợi nhuận trong các năm kế tiếp của PGS phụ thuộc vào việc đầu tư và phát triển dòng sản phẩm CNG, nên đã có sự khác biệt lớn về các mức định giá sau khi đã chiết khấu rủi ro khi đầu tư tại Việt Nam. Tuy nhiên, đây vẫn là mức định giá hấp dẫn cho bất cứ nhà đầu tư nào có ý định tham gia đầu tư vào PGS tại thời điểm này.

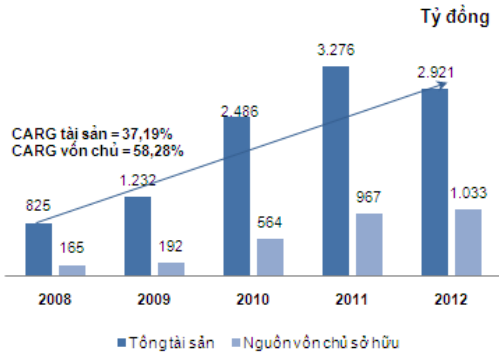
So sánh định giá tương quan trong ngành

STT	Tên công ty	Quốc gia	Doanh thu (Triệu USD)	ROE 2013	PE chiết khấu
1	Siam Pan Group Public Co Ltd	Thái Lan	126,0	16,0%	6,58
2	Clex Co	Nhật Bản	181,4	15,7%	7,62
3	Aurora Oil & Gas	Úc	283,8	19,9%	7,03
4	Gazpromneft	Nga	455,9	14,2%	11,30
5	China Oil And Gas Group	Trung Quốc	630,9	17,0%	9,60
6	Gas Malaysia Bhd	Malaysia	672,6	17,4%	18,94
PE trung vị					8,61
Petrovietnam Southern Gas JSC		Việt Nam	305,6	24,06%	6,31

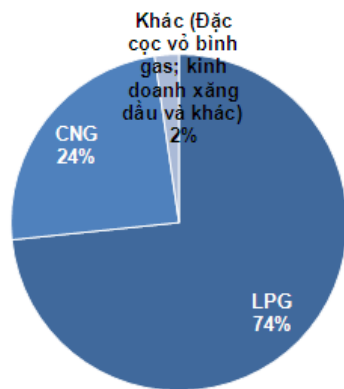
Nguồn: Reuters và FPTS tổng hợp

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

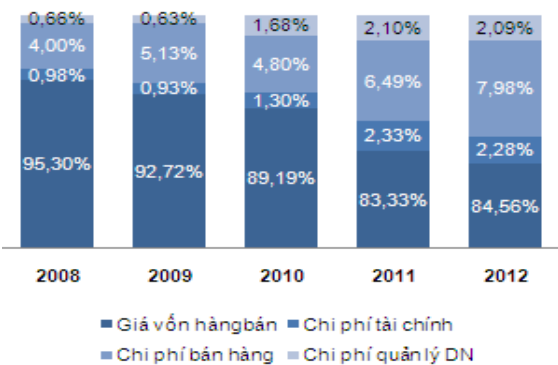
Tổng tài sản và nguồn vốn qua các năm



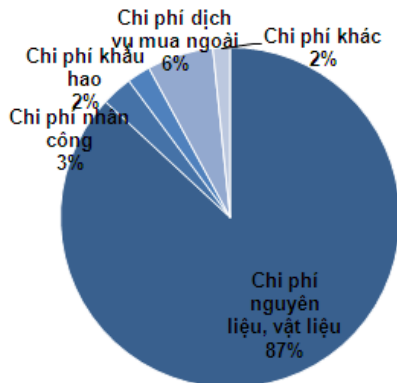
Cơ cấu doanh thu năm 2012



Cơ cấu chi phí tại PGS 2008 – 2012



Chi phí sản xuất kinh doanh trên giá vốn hàng bán tại PGS năm 2012



Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

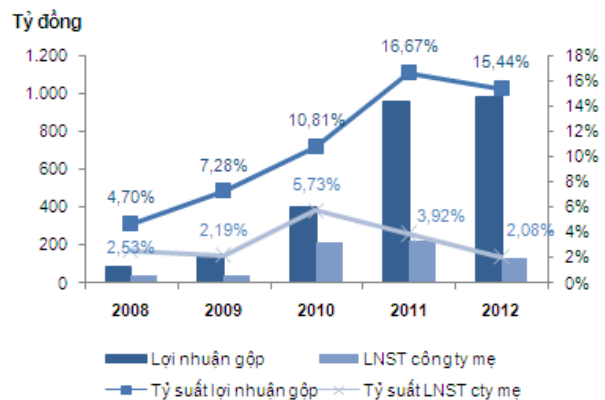
Giới thiệu công ty

Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam – PGS được thành lập từ một Xí nghiệp trực thuộc Tổng Công ty Khí Việt Nam - PVGas, từ năm 2000 với mức sản lượng kinh doanh chỉ khoảng 5.000 tấn/năm và doanh thu 15 tỷ đồng/năm. Trong giai đoạn từ năm 2008 – 2012, tổng giá trị tài sản của công ty đã tăng gấp 3,54 lần và tổng nguồn vốn tăng gấp 6,26 lần so với năm 2008, mạng lưới kinh doanh của PGS phủ khắp các tỉnh từ Đà Nẵng tới Cà Mau. Hiện nay, sản lượng kinh doanh LPG của công ty đã đạt gần 270.000 tấn/năm, kinh doanh CNG đạt trên 130 triệu m³/năm (công suất thiết kế 180 triệu m³) và doanh thu đạt trên 4.000 tỷ/năm và sẽ tiếp tục tăng trưởng nhanh trong thời gian tới.

Các mảng hoạt động chính

Trong giai đoạn 5 năm từ 2008 – 2012, doanh thu của PGS luôn tăng trưởng rất ổn định với mức tăng trưởng kép bình quân hàng năm đạt 37,32%, từ mức 1.713 tỷ đồng năm 2008 lên mức 6.375 tỷ đồng năm 2012. Doanh thu đến từ 2 mảng hoạt động chính là khí hóa lỏng (LPG) và khí nén thiên nhiên (CNG). Đặc biệt từ năm 2009, PGS bắt đầu mảng kinh doanh CNG thông qua công ty con là CNG Việt Nam và một phần mở rộng thêm mảng hoạt động của công ty mẹ, điều này đã tạo ra sự tăng trưởng mạnh về doanh thu và lợi nhuận của công ty.

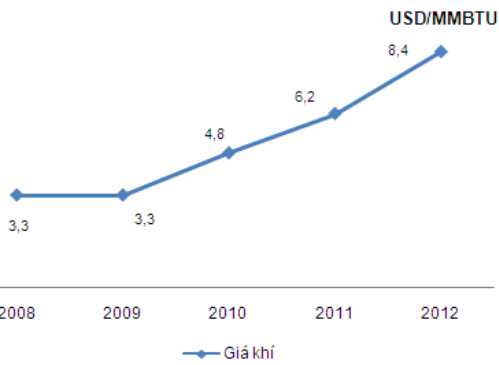
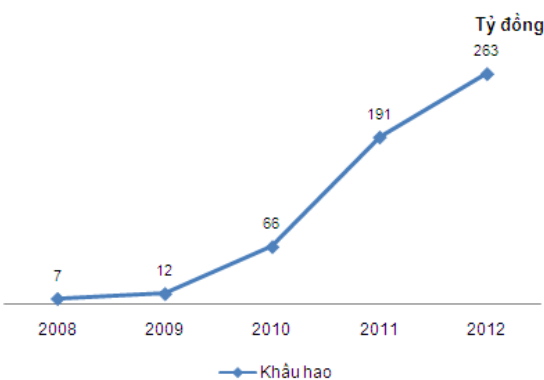
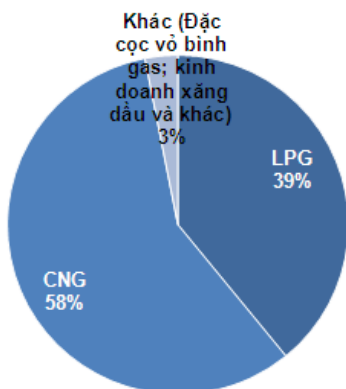
Lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận chung tại PGS



Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

Tỷ suất lợi nhuận gộp của công ty trong giai đoạn 2009 - 2011 tăng trưởng mạnh nhờ vào hoạt động kinh doanh CNG mang lại tỷ suất lợi nhuận ròng cao (từ 15 - 30% tùy thuộc vào giá CNG đầu vào) so với kinh doanh LPG lợi nhuận ròng mỗi năm chỉ đạt từ 2 đến 3%. Năm 2012, tỷ suất lợi nhuận ròng có dấu hiệu chững lại, điều này chủ yếu đến từ:

1. Trong những năm gần đây, theo lộ trình tăng giá khí từ PVGas, giá bán khí từ Tổng Công ty cho các đơn vị thành viên sẽ tăng dần hàng năm, để đến 2017 giá khí trong nước sẽ bằng giá thế giới. Năm 2012, giá khí CNG đầu vào tăng mạnh (tăng 28%) so với 2011.
2. Từ khi bắt đầu phân phối khí CNG việc tăng đầu tư thêm máy móc thiết bị và áp dụng chính sách khấu hao nhanh của công ty con là CNG Việt Nam với thời gian khấu hao là 3 năm (bắt đầu khấu hao

Giá khí CNG đầu vào qua các năm tại PGS

Chi phí khấu hao tại PGS

Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2012


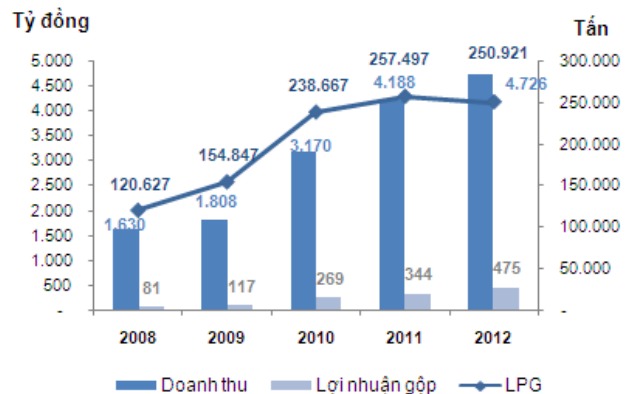
Nguồn: PGS và FPTTS tổng hợp

nhận từ năm 2011) đã làm cho chi phí khấu hao chung của toàn công ty tăng mạnh trong các năm qua. Nên tỷ suất lợi nhuận gộp chung của PGS đã bị ảnh hưởng đáng kể.

3. Doanh thu có dấu hiệu chững lại, do khó khăn của nền kinh tế ảnh hưởng đến nhu cầu tiêu thụ, đồng thời các khách hàng của công ty có xu hướng chuyển đổi sang năng lượng khác do giá LPG biến động theo xu hướng tăng.

- Mạng kinh doanh LPG:

Mạng kinh doanh LPG đem lại doanh thu chủ yếu cho PGS (chiếm 74%) nhưng tỷ suất lợi nhuận ròng LPG thường không cao do đặc thù kinh doanh thương mại sản phẩm LPG nên giá vốn hàng bán chiếm tỷ trọng lớn trên doanh thu, duy trì ở mức cao trên 87%. Hiện toàn bộ sản lượng LPG đầu vào được PGS mua từ 2 nguồn LPG chính với 33% sản lượng từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất và 77% còn lại từ Nhà máy Chế biến khí Dinh Cố thuộc PVGas - Tổng công ty Khí Việt Nam. Cơ sở để tính giá LPG đầu vào dựa trên mức giá đấu thầu bình quân theo giá CP¹ thế giới công bố vào đầu mỗi tháng cộng với giá premium². Hiện giá premium đang áp dụng tại Việt Nam khoảng 80 – 85 USD/tấn.

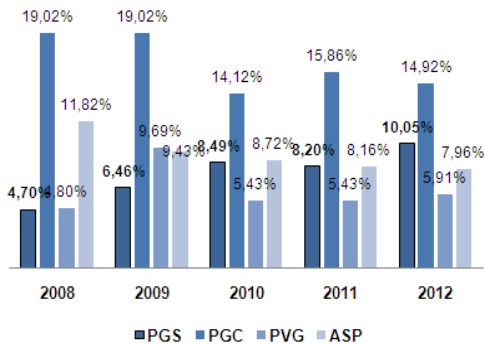
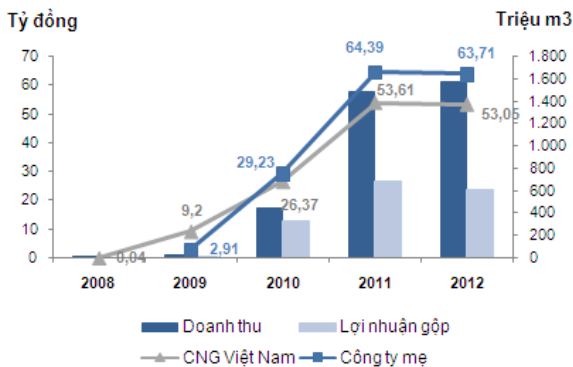
Sản lượng, doanh thu và lợi nhuận gộp mạng LPG


Nguồn: PGS và FPTTS tổng hợp

Tại PGS có 2 nhóm khách hàng chính: **i.** Bằng xe bồn để cung ứng cho các đại lý công nghiệp mua bán và phân phối LPG, các đại lý tiêu thụ trực tiếp thuộc ngành công nghiệp như gạch men, gốm sứ, vật liệu xây dựng..., các trạm cấp trong các khu cao ốc, các khu dân cư, căn hộ cao cấp... hay còn là hoạt động bán sỉ (LPG rời), chiếm khoảng 45% tổng sản lượng LPG bán hàng; **ii.** Chiết nạp vào các loại bình chứa với các kích cỡ, dung tích khác nhau để cung ứng cho các hộ

¹ Giá CP là giá giao dịch được thực hiện theo hợp đồng mua bán giữa PGS và PV Gas, giá CP được căn cứ trên giá công bố vào mỗi cuối tháng trên thị trường thế giới. Giá CP được ấn định cho cả tháng trong trường hợp các công ty ký hợp đồng mua định kỳ (hợp đồng term) với GAS. Giá CP được tham chiếu từ giá nhập khẩu của PV Gas mua LPG từ Công ty Saudi Aramco - Nhà xuất khẩu dầu thô lớn nhất thế giới thuộc sở hữu nhà nước Ả rập Xê út. Đây là mức giá chuẩn áp dụng đối với Trung Đông bán LPG cho khu vực châu Á.

² Giá premium bao gồm: cước vận chuyển, bảo hiểm, chi phí quản lý, sản xuất, các loại phí khác và một phần lợi nhuận hoạt động của PVGas.

So sánh tỷ suất lợi nhuận gộp giữa các công ty kinh doanh LPG

Sản lượng, doanh thu và lợi nhuận gộp mảng CNG tại PGS

Cơ cấu nguồn hàng tại Việt Nam

Khu vực thị trường	Nhu cầu thị trường	Dinh Cỏ	Dung Quất	Nhập khẩu
Miền Bắc	37%	0%	12%	26%
Miền Trung	8%	0%	7%	1%
Miền Nam	55%	16%	13%	26%

Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

tiêu dùng thuộc lĩnh vực dân dụng và thương mại... hay còn là hoạt động bán lẻ (LPG bình), chiếm khoảng 55% tổng sản lượng LPG bán hàng. Tùy vào từng đối tượng mua hàng mà giá bán LPG được thiết lập khác nhau, thông thường giá bán LPG bán lẻ thường cao hơn LPG bán sỉ do hoạt động bán lẻ còn chịu các chi phí liên quan đến chi phí hoa hồng và chiết khấu cho đại lý, chi phí chương trình khuyến mãi, chi phí khấu hao vỏ bình, chi phí đầu tư xây dựng hệ thống kho chứa LPG, chi phí lưu kho và vận chuyển...

Hiện giá bán lẻ LPG tại PGS được tính dựa trên giá vốn cộng thêm 130 USD/tấn đối với bán lẻ và 15 USD/tấn đối với bán sỉ. Tỷ suất lợi nhuận gộp được duy trì lần lượt là 16% đối với bán lẻ và 2% đối với bán sỉ. So với các công ty cùng ngành thì tỷ suất lợi nhuận ở mức trung bình do cơ cấu sản lượng bán sỉ và bán lẻ tại PGS khá cân bằng, trong khi so với Công ty TNHH Gas Petrolimex – PGC có hơn 90% sản lượng LPG bán lẻ nên tỷ suất lợi nhuận đang cao nhất ngành, tỷ suất lợi nhuận gộp thấp nhất thuộc về Công ty CP kinh doanh Khí hoá lỏng Miền Bắc - PVG do cơ cấu bán sỉ chiếm đến 70% sản lượng bán hàng.

- Mảng kinh doanh CNG

Nguyên vật liệu chính để sản xuất CNG là khí đầu vào chiếm tỷ trọng lớn trong giá vốn hàng bán mảng kinh doanh CNG. Hiện PGS mua khí từ Công ty Cổ phần Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam - PVGasD với giá khí đầu vào sẽ bằng giá khí PVGas bán cho PVGasD cộng phí vận chuyển đường ống. Chi phí giá khí chiếm khoảng 65% trên giá thành khí tương ứng với mức giá khí đầu vào cho năm 2013 và phí thuê đường ống vận chuyển của PVGasD (0,4 USD/MMBTU) là 8,93 USD/MMBTU. Giá khí đầu vào sẽ tăng dần hàng năm 10% đến năm 2017 (thời điểm nhập khẩu LNG) áp dụng cho cả PGS và CNG Việt Nam. Dự báo giá khí đến năm 2017 tương ứng đạt 12,49 USD/MMBTU.

Thêm vào đó, hạn chế của PGS là giá khí đầu vào tăng nhưng giá bán không thể tăng ở mức tương ứng do giá bán khí CNG được chiết khấu ở mức giá trần theo giá nhiên liệu so sánh như dầu DO, LPG... Cụ thể:

- Công ty mẹ: 30% sản lượng CNG được bán theo giá cố định, 40% sản lượng chiết khấu theo giá dầu FO (80-85% so với giá FO) và 30% chiết khấu theo giá LPG (80-83% so với giá LPG).

- Công ty con CNG Việt Nam: 85% sản lượng chiết khấu theo FO (80-85% so với giá FO) và 15% sản lượng chiết khấu theo LPG (80-83% so với giá LPG).

+ Mảng kinh doanh khác: bao gồm đặt cọc vỏ bình gas, xăng dầu nhớt và khác... Đây là hoạt động kinh doanh phụ trợ nhằm đa dạng hóa sản phẩm bán hàng và có thêm thu nhập. Thông thường mảng kinh doanh này chiếm 2% doanh thu, và lợi nhuận gộp khoảng 2,6%.

Nguồn nguyên, nhiên liệu

Là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam - PVN nên PGS luôn có được nguồn cung ổn định và nhiều ưu đãi khác khi lấy nguyên liệu từ các nhà máy lọc dầu, nhà máy khí trong Tập đoàn. Trong đó, tiêu biểu thông qua nguồn hàng sản xuất trực tiếp và gián tiếp từ công ty mẹ là Tổng Công ty Khí Việt Nam - PVGas.

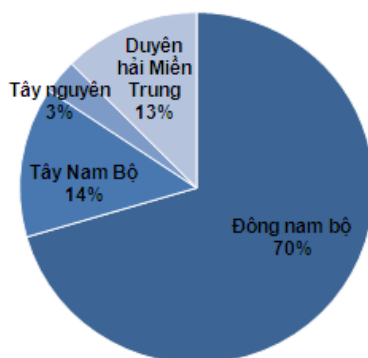
Năng lực kinh doanh của PGS

STT	Dự án	2013
I.	Hệ thống kho chứa, cầu cảng	7.700 Tấn
II.	Trạm nạp LPG	7.800 Tấn/tháng
III.	Trạm khí nén CNG mẹ	180 triệu m³
1	Công ty mẹ PVGas South - Trạm CNG Mỹ Xuân	80 Triệu m ³
2	Công ty mẹ PVGas South - Trạm CNG Hiệp Phước	30 Triệu m ³
3	Công ty cổ phần CNG Việt Nam - Trạm CNG KCN Phú Mỹ I	70 Triệu m ³

Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

Hệ thống các trạm chiết nạp LPG


Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

Cơ cấu thị trường tiêu thụ LPG tại PGS


Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

Hiện Công ty mẹ có ưu thế kinh doanh rõ rệt và chiếm tới 70% thị phần nội địa. PVGas đang quản lý và điều hành nhà máy xử lý khí Dinh Cố với công suất 350.000 tấn/năm, sản lượng sản xuất hàng năm trên dưới 250.000 tấn. Một phần sản lượng LPG Dung Quất do PVGas cũng là đơn vị phân phối chính một phần sản lượng và nguồn LPG lạnh từ Trung Đông, LPG định áp từ Đông Nam Á, Trung Quốc. Đây sẽ là lợi thế cạnh tranh của PGS so với các đối thủ cạnh tranh trên thị trường khi sản lượng LPG, tăng tính chủ động nguồn hàng và chủ đạo trong thị trường kinh doanh LPG toàn quốc nói chung và miền Nam nói riêng.

Năng lực kinh doanh

Hiện nay, PGS có 28 trạm chiết nạp LPG 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 và 15 trạm chiết nạp thuê hàng tháng. Ngoài 13 trạm chiết nạp LPG, công ty hiện sở hữu 04 kho chứa với sức chứa lên 7.700 tấn. Trong thời gian tới, PGS chuẩn bị xây dựng thêm các kho chứa và trạm chiết tại các khu vực miền Trung, miền Đông Nam bộ và miền Tây Nam bộ. Nâng tổng kho chứa lên thêm 6.000 tấn và công suất triết nạp tăng thêm 8.300 tấn/tháng.

Cho đến nay, PGS đã đầu tư hệ thống trạm nạp khí nén CNG cung cấp cho giao thông vận tải và công nghiệp. Đây là một lĩnh vực mới và đầy tiềm năng. Hiện công suất thiết kế là 150 triệu m³ khí/năm, trong đó công ty mẹ với 2 KCN Mỹ Xuân và KCN Hiệp Phước có công suất thiết kế lần lượt là 80 triệu m³ khí/năm và 30 triệu m³ khí/năm, còn công ty con CNG VietNam - KCN Phú Mỹ là 70 triệu m³ khí/năm.

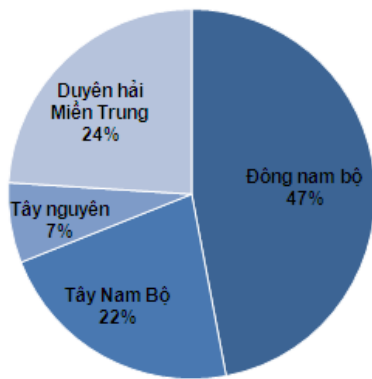
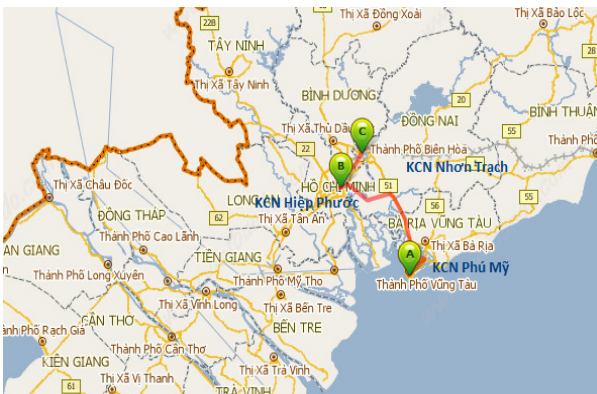
Thị trường tiêu thụ và chính sách bán hàng
- Kinh doanh LPG

Mạng lưới kinh doanh LPG của Công ty đến nay đã phủ kín các tỉnh thành phía Nam. Sản lượng bán lẻ LPG dân dụng đạt từ 7.000 tấn đến 8.500 tấn/tháng, sản lượng bán sỉ LPG công nghiệp từ 12.000 tấn đến 14.000 tấn/tháng đã khẳng định được vị trí thương hiệu PETROVIETNAM GAS trên thị trường phía Nam.

Thị trường bán bình ở Tp.Hồ Chí Minh và miền Đông Nam Bộ vẫn là thị trường chủ lực chiếm khoảng 47% 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 LPG, 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. Điều này sẽ đảm bảo cho công ty có thể ngày càng mở rộng thị trường và phát triển ổn định, bền vững.

- Kinh doanh CNG

Định hướng qui hoạch **Nhà máy CNG Phú Mỹ** cấp khí cho các khách hàng thuộc khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu. **Nhà máy CNG Nhơn Trạch** cấp khí cho khách hàng thuộc khu vực Đồng Nai, TP.HCM, Bình Dương và **Nhà máy CNG Hiệp Phước, Long An** sẽ bổ sung cung cấp khí cho khách hàng khu vực TP.HCM và lân cận.

Cơ cấu thị trường bán lẻ LPG tại PGS

Các vị trí của Trạm mẹ CNG của PGS


PGS tập trung cung cấp khí CNG cho các khách hàng tiêu thụ là các hộ công nghiệp có khoảng cách vận chuyển từ các trạm máy nén mẹ đến nơi tiêu thụ hợp lý (dưới 200 km). Chính sách phân phối của PGS rất linh hoạt, tùy thuộc vào đặc điểm và yêu cầu nhận khí của khách hàng, phương tiện vận chuyển bồn có thể di chuyển vào những khu vực có địa hình phức tạp.

Vị thế của PGS

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 nhờ:

- Do là thành viên của Tổng công ty Khí PVGas nên PGS luôn có được nguồn cung ổn định từ PVGas.
- Với lợi thế tiềm lực tài chính của mình, công ty đã đầu tư kho cảng đầu mối và hệ thống phân phối LPG của công ty đến nay đã phủ kín các tỉnh thành phía Nam. Tổng sức chứa các kho hiện tại của PVGas vào khoảng 7.700 tấn và dự kiến tăng lên thêm 6.000 tấn cuối năm 2021.
- Công ty cũng có lợi thế hơn hẳn so với những doanh nghiệp kinh doanh các nhiên liệu truyền thống như than, dầu FO, DO... (sản phẩm thay thế) nhờ tính ưu việt của việc sử dụng khí CNG làm nhiên liệu thay thế. Tính ưu việt này thể hiện trên nhiều phương diện: công nghệ, kinh tế và đặc biệt là về môi trường

Công ty con và liên kết tại PGS

Trong Q.4/2013, công ty có kế hoạch mua thêm Công ty Cổ phần Bình khí Dầu khí Việt Nam - PVGas Cylinder, từ mức đang đầu tư 20% (hiện là công ty liên kết) lên 100% và chuyển thành chi nhánh. Trong thời gian qua, hoạt động kinh doanh của PVGas Cylinder chưa được hiệu quả, trong đó 9T/2013 LNTT công ty này đang lỗ 3,93 tỷ đồng. Tuy nhiên, Ban Lãnh đạo PGS tin tưởng sau khi mua lại và tái cơ cấu tổ chức, hoạt động PVGas Cylinder sẽ có nhiều cơ hội để phát triển.

Ngoài ra, PGS có thể tăng thêm thu nhập nhờ việc mua lại 45% phần vốn góp của PTT tại Công ty TNHH Khí hóa lỏng Việt Nam - VTGas. Hoạt động của VTGas khá hiệu quả với lợi nhuận trước thuế mỗi năm đạt khoảng 31 tỷ đồng trên vốn điều lệ hiện nay là 115 tỷ đồng.

Hoạt động của PGS bao gồm sự đóng góp lợi nhuận của Công ty mẹ, 3 công ty con (CNG Việt Nam; VTGas và PVGas Sài Gòn), 1 công ty liên kết (PVGas Clynder) và 1 khoản đầu tư dài hạn (Vinabenny).

Hình thức sở hữu vốn

Công ty	VĐL (Tỷ đồng)	Sở hữu	Diễn giải
CNG Việt Nam	270	54,75%	
VTGas	115	55=>100%	Đang đàm phán giá mua.
PVGas Sài Gòn	100	100%	
PVGas Clynder	72	20=>100%	Số tiền dự kiến mua khoảng 58 tỷ đồng.
Vinabenny	357	14%	Đã trích lập dự phòng hết 50 tỷ đồng tương ứng với tỷ lệ nắm giữ.

Nguồn: PGS và FPTTS tổng hợp

Rủi ro hoạt động

Rủi ro giá nguyên liệu đầu vào

Công ty chịu nhiều rủi ro khi giá khí đầu vào sẽ tăng dần hàng năm từ nay đến năm 2017, với tỷ tăng 10% theo lộ trình tăng khí của Tập đoàn Dầu khí. Trong khi giá bán tại PGS đang chiết khấu ở mức trần với 30% sản lượng CNG được bán theo giá cố định, 40% sản lượng chiết khấu theo giá dầu FO (80-85% so với giá FO) và 30% chiết khấu theo giá LPG (80-83% so với giá LPG). Khả năng tăng giá bán là không chắc chắn do giá bán khí đang được chiết khấu ở mức tối đa theo giá dầu FO hoặc giá LPG. Tỷ suất lợi nhuận tại PGS đang trong xu hướng giảm dần khi diễn biến giá khí đầu vào đang tăng dần.

Rủi ro kinh tế

Ngoài nguồn LPG trong nước từ nhà máy Đình Cố và Nhà máy lọc dầu Dung Quất chỉ mới cung cấp được khoảng 45% tổng nhu cầu tiêu LPG của thị trường. Sản lượng thiếu hụt vẫn phải nhập khẩu và phụ thuộc vào giá thị trường thế giới. Trong khi đó, tình hình giá dầu và giá LPG liên tục tăng cao và biến động trong khi tỷ suất lợi nhuận gộp thấp nên ảnh hưởng đến lợi nhuận là tương đối lớn.

Rủi ro về cạnh tranh

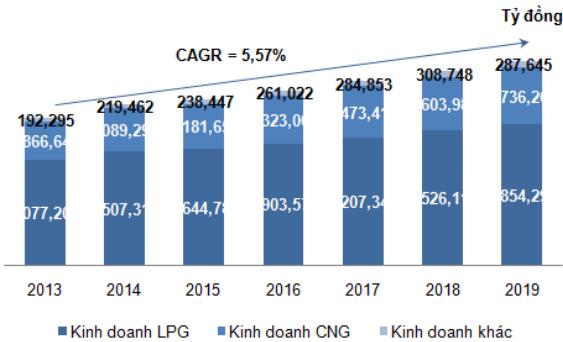
Mức độ cạnh tranh trên thị trường kinh doanh phân phối khí LPG tại Việt Nam nói chung và miền Nam nói riêng hiện khá cao. Chỉ riêng tại miền Nam đã có khoảng 40 nhà kinh doanh LPG. Bên cạnh các nhà phân phối lớn trong nước như Gas Petrolimex, Gas Vạn Lộc, Gas Hồng Hà, Gas Minh Quang, Công ty CP tập đoàn dầu khí Anpha còn sự tham gia của các công ty lớn nước ngoài (Shell Gas, Total Gas, Gas Thăng Long, Gas Đài Hải, ELF Gas) và sự gia nhập thị trường ngày một nhiều hơn của các doanh nghiệp chuyên nhập khẩu và phân phối LPG cho các hãng nước ngoài. Cạnh tranh ngày càng khốc liệt hơn sẽ làm giảm tính hấp dẫn và biên lợi nhuận từ hoạt động của các công ty trong ngành trong đó có PGS.

Rủi ro về đặc thù hoạt động

- Do đặc tính kỹ thuật của CNG nên việc cung cấp CNG chỉ có hiệu quả ở trong khu vực có bán kính dưới 200km kể từ nguồn cung cấp.
- Hoạt động của công ty hiện tại phụ thuộc chủ yếu vào kinh doanh LPG nên phụ thuộc rất nhiều vào biến động của thị trường. Bất kỳ biến động về nguồn hay tiêu thụ LPG của thị trường đều ảnh hưởng tới hoạt động và kết quả sản xuất kinh doanh của công ty.
- Việc khách hàng chấp nhận sử dụng khí CNG như một nguồn nhiên liệu thay thế cho DO, FO, LPG, than... hiện nay đòi hỏi thời gian tiếp xúc, đàm phán thường kéo dài, thời gian đầu tư trang bị máy móc để phù hợp với khí CNG sẽ tốn kém và tiến độ đầu tư sẽ kéo dài trong nhiều tháng. Điều này có thể làm chậm việc tiêu thụ khí CNG như kế hoạch dự kiến.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ BÁO

Doanh thu và tăng trưởng dự báo

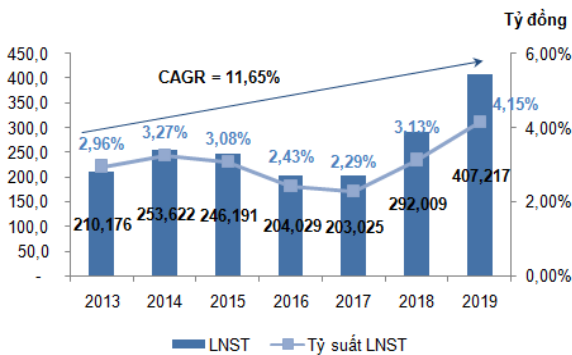


Hoạt động sản xuất kinh doanh

Giai đoạn 2013 - 2019

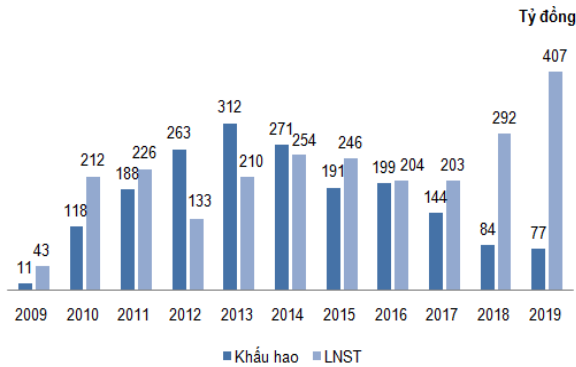
Chúng tôi dự phóng mức tăng trưởng doanh thu hàng năm từ năm 2013 đến năm 2019 là 5,57% và tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hàng năm đến năm 2019 được hưởng lợi kép nhờ mức tăng trưởng khả quan về sản lượng của LPG và CNG tại PGS và chi phí khấu hao giảm mạnh, theo đó tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hàng năm đến năm 2019 sẽ tăng cao hơn tăng trưởng doanh thu và đạt 11,65%. Cụ thể:

LNST và tăng trưởng dự báo



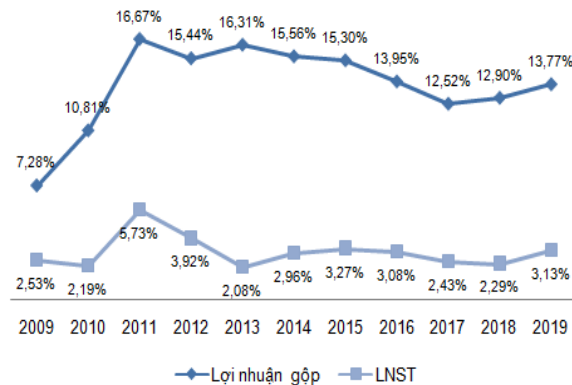
1. Đối với sản phẩm LPG, PGS đang định vị tốt tại thị trường LPG miền Nam với thị phần khoảng 33% (thị trường miền Nam chiếm 55% nhu cầu trong cả nước). Nhu cầu LPG trong nước với quy mô khoảng 1,3 triệu tấn/năm vào năm 2015 và đạt khoảng 1,5 triệu tấn/năm vào năm 2025 so với hiện nay gần 1,2 triệu tấn/năm. Xu hướng tăng trưởng LPG tại Việt Nam không có biến động lớn, tăng trưởng tương đối đều đặn. Tốc độ tăng trưởng bình quân là 3,87%/năm theo dự báo BMI. Trên cơ sở tổng hợp tình hình hiện và dự báo phát triển từng giai đoạn, PGS đưa ra kế hoạch vẫn duy trì vị thế đứng đầu trong các công ty kinh doanh LPG tại miền Nam. Phấn đấu thị phần mục tiêu ở mức 35% vào năm 2025, dựa trên những nền tảng: (i) đảm bảo được nguồn cung từ công ty mẹ PVGas, (ii) đang sở hữu hệ thống phân phối rộng khắp, (iii) và đang có những dự án đầu tư nhằm củng cố hệ thống phân phối.

Khấu hao và lợi nhuận



2. Triển vọng tiêu thụ khí CNG tương đối khả quan giai đoạn 2 năm gần nhất do cả công ty mẹ và CNG Việt Nam đều đã có khách hàng đã ký hợp đồng nhưng chưa nhận khí. Trong đó, công ty mẹ đã có hợp đồng cung cấp khí đối với các khách hàng tại KCN Long Đức..., công ty con CNG Việt Nam có thêm các hợp đồng mới tại KCN Sóng Thần 2, KCN Mỹ Phước 3...Hiện các nhà máy đang chạy được khoảng 68% - 88% công suất thiết kế và đang từng bước gia tăng hiệu suất nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng theo từng giai đoạn, mục tiêu đến năm 2019 các nhà máy đạt 100% công suất thiết kế.

Tỷ suất lợi nhuận gộp và LNST

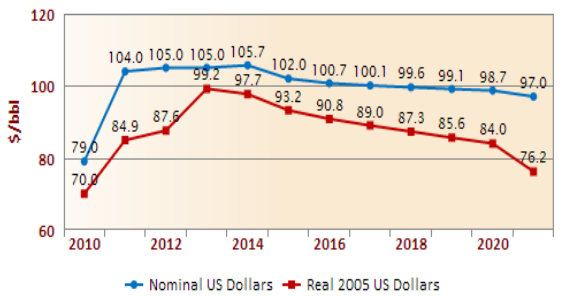


3. Chi phí khấu hao sẽ bắt đầu giảm trong năm đầu tiên từ năm 2014 đối với công ty con CNG Việt Nam do công ty này áp dụng chính sách khấu hao nhanh từ năm 2011. Dự báo chi phí khấu hao trong năm 2014 của công ty con giảm 32% so với năm 2012 tương ứng với tổng chi phí khoảng 43 tỷ đồng trên 134 tỷ đồng khấu hao mỗi năm và năm 2015 sẽ hết khấu hao. Đối với công ty mẹ, sẽ giảm khấu hao vào cuối năm 2016 và hết khấu hao vào năm 2017 đối với những tài sản đang áp dụng chính sách khấu hao nhanh hiện nay. Nếu tính riêng yếu tố này, tổng chi phí khấu hao sẽ giảm vào năm 2017 khoảng hơn 228 tỷ đồng so với tổng chi phí khấu hao năm 2013 là hơn 311 tỷ đồng.

Giai đoạn sau 2019

Sau năm 2019, chúng tôi cho rằng tốc độ tăng trưởng sẽ đều hơn ở mức 2,46% dựa vào nội lực của doanh nghiệp và mục tiêu phát triển dài hạn của công ty đến năm 2025. Ngoài ra, tham khảo các tài liệu về ngành (Niên giám năng lượng Việt Nam 2012), chỉ tiêu tăng trưởng dài hạn trung bình xoay quanh 2,78% - 3,12%. Trên cơ sở tăng trưởng về

Nguồn: PGS và FPTS dự báo

Dự báo giá dầu
World Bank: Crude oil, \$/barrel
avg. spot price (Brent, Dubai, WTI)


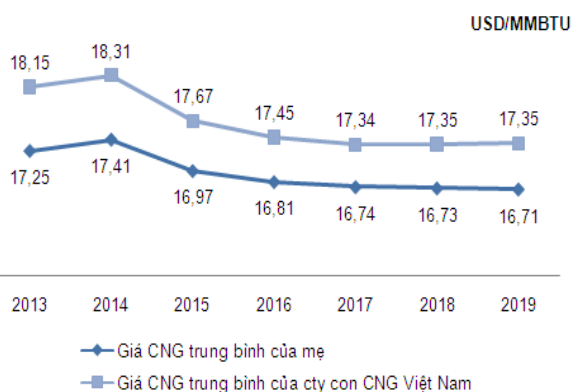
Source: World Bank Commodity Forecast Price data, October 2013

Nguồn: World Bank

Dự báo giá dầu, giá LPG tại thị trường thế giới và tại Việt Nam

Năm	Giá dầu thô (USD/thùng)	Giá LPG (USD/tấn)	Giá LPG tại Việt Nam (USD/tấn)	Giá FO (USD/thùng)
2010	79	670	793	644
2011	104	863	995	848
2012	105	870	1.003	856
2013	105	870	1.006	856
2014	106	876	1.009	862
2015	102	847	979	831
2016	101	837	968	821
2017	100	833	964	816
2018	100	829	960	812
2019	99	825	955	808
2020	99	822	952	805

Nguồn: World Bank và FPTS tổng hợp

Dự báo giá bán CNG


Nguồn: PGS và FPTS dự báo

sản lượng ước tính tăng trưởng về dòng tiền đạt 4,07% dựa trên ROIC và tỷ lệ tái đầu tư tại PGS.

+ Các giả định về dự báo
Doanh thu và lợi nhuận gộp
- Mạng kinh doanh LPG:
Sản lượng LPG

Sản lượng kinh doanh LPG từ năm 2013 đến 2019 tăng trưởng với tốc độ 3,97%/năm. Theo kế hoạch kinh doanh năm 2013, sản lượng tiêu thụ LPG bình và sản lượng LPG rời lần lượt chiếm 54,64% và 45,36% tổng sản lượng LPG tiêu thụ. Tỷ lệ này có xu hướng chuyển dịch tăng tỷ trọng LPG bình lên gần 55,83% và giảm tỷ trọng LPG bán sỉ xuống còn 44,17% theo chiến lược hoạt động nhằm gia tăng thị phần bán lẻ của công ty đến năm 2025.

Giá vốn hàng bán LPG

Giá khí đầu vào của PGS thay đổi dựa trên giá LPG thế giới. Chúng tôi ước tính dựa trên dự báo của World Bank về giá dầu sau đó chuyển sang giá LPG đầu vào tại Việt Nam.

Giá khí bán LPG

Tỷ suất lợi nhuận gộp được duy trì lần lượt là 16% đối với bán lẻ và 2% đối với bán sỉ.

- Mạng kinh doanh CNG:
Sản lượng CNG

Trong năm 2013, dự báo sản lượng tiêu thụ của PGS và CNG Việt Nam lần lượt là 75 triệu m³ và 61,9 triệu m³ và tăng trưởng đều từ 5 - 6% cho các năm tiếp theo.

Giá vốn hàng bán CNG

Giá khí đầu vào sẽ tăng dần hàng năm 10% đến năm 2017 (thời điểm nhập khẩu LNG) áp dụng cho cả PGS và CNG Việt Nam.

Giá khí CNG đầu ra

Giá dầu FO và LPG dự báo được tính dựa trên mức dự báo giá dầu thô của Worldbank như đối với cách tính giá khí LPG đầu vào. Trong đó, FO và LPG đã được chuyển đổi đơn vị từ USD/tấn sang USD/MMBTU và giá LPG là giá bán sỉ tại công ty mẹ.

- Mạng kinh doanh khác:

Doanh thu và lợi nhuận gộp từ 1. Đặt cọc vỏ bình LPG tương ứng với giá trị phân bổ của khoản phải trả dài hạn khác phản ánh số tiền ký quỹ, ký cược giá trị vỏ bình LPG nhận từ khách hàng được phân bổ đều hàng năm một phần vào doanh thu và phần còn lại vào lợi nhuận khác. Số năm phân bổ tùy thuộc vào số năm sử dụng an toàn vỏ bình LPG khi đầu tư (Đầu năm 2013, PGS điều chỉnh phân bổ vỏ bình LPG từ 10 năm xuống 6 năm). Giá vốn vỏ bình được phân bổ theo chi phí trả trước dài hạn đầu tư vỏ bình gas tại PGS. Đây là hoạt động đặc thù của ngành kinh doanh LPG; 2. Doanh thu từ kinh doanh xăng dầu và khác tương ứng với tỷ lệ 2% trên tổng doanh thu, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng này là 2,6% dựa trên kết quả kinh doanh những năm trước.

Dự báo sản lượng từng mảng kinh doanh của PGS giai đoạn 2013F – 2020F

Chỉ tiêu	Đvt	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Sản lượng LPG	Tấn	265.171	275.629	286.215	296.914	307.707	318.576	329.501	340.461
- LPG bình (dân dụng)	Tấn	144.900	150.986	157.169	163.440	169.789	176.205	182.680	189.199
- LPG rời (công nghiệp)	Tấn	120.271	124.642	129.046	133.474	137.918	142.370	146.821	151.262
Công suất chiết nạp hiện hữu của PGS	Tấn/tháng	9.850	11.750	13.700	15.600	16.000	16.000	16.000	16.000
Công suất chiết nạp đáp ứng nhu cầu thực tế	Tấn/tháng	12.075	12.582	13.097	13.620	14.149	14.684	15.223	15.767
Kinh doanh CNG	Triệu m3	136,90	152,50	160,95	169,87	179,29	184,15	189,88	190,00
Sản lượng CNG cty mẹ	Triệu m3	75,00	82,50	87,45	92,70	98,26	104,15	109,88	110,00
Sản lượng CNG cty con	Triệu m3	61,90	70,00	73,50	77,18	81,03	80,00	80,00	80,00
Hiệu suất									
PGS	%	68%	75%	80%	84%	89%	95%	100%	100%
CNG VN	%	88%	88%	92%	96%	100%	100%	100%	100%

Nguồn: PGS và FPTS dự báo

Đầu năm 2013, công ty đã điều chỉnh chính sách tăng chi phí khấu hao cho cả mặt hàng CNG và LPG. Cụ thể, 1. Phân bổ vỏ bình ga (10 xuống 6 năm), 2. Khấu hao tài sản cố định liên quan đến CNG từ 6 năm xuống 5 năm. Công ty con là CNG Việt Nam với thời gian khấu hao là 3 năm (bắt đầu khấu hao nhanh từ năm 2011).

Khấu hao:

Theo chủ trương của công ty, khấu hao được đưa về thời gian ngắn nhất đối với máy móc, thiết bị là 3 năm, phương tiện vận tải là 3 năm, vỏ bình là 5 năm, các khoản mục khác như nhà xưởng, công trình kiến trúc là 10 năm. Việc đẩy nhanh khấu hao là sự chuẩn bị cần thiết cho việc đầu tư mới các thiết bị cho hoạt động nhập khẩu LNG trong năm 2017.

Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp:

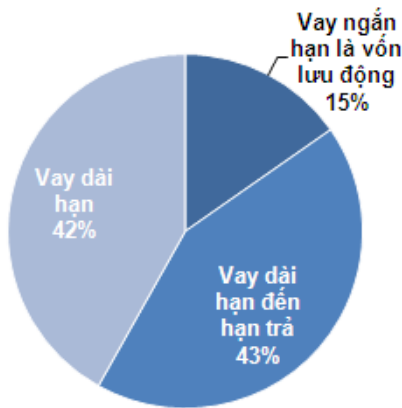
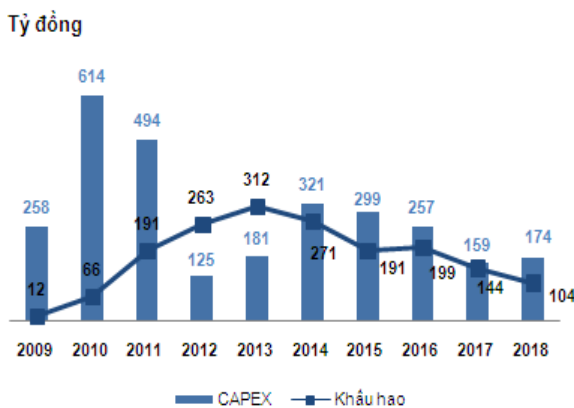
Chi phí bán hàng được tách làm 2 phần. Một phần thay đổi theo tỷ lệ với doanh thu, dựa trên tỷ lệ những năm trước là khoảng 14% trên doanh thu bán lẻ của LPG. Một phần là toàn bộ chi phí khấu hao bao gồm mảng CNG và chi phí khấu hao vỏ bình phân bổ riêng vào chi phí bán hàng (ngoài phần phân bổ vào giá vốn hàng bán). Chi phí quản lý doanh nghiệp được tính theo tỷ lệ với doanh thu.

Thu nhập tài chính: Thu nhập từ lãi tiền gửi dựa trên tiền đầu kỳ và lãi suất tiền gửi 3 tháng tại ngân hàng Vietcombank.

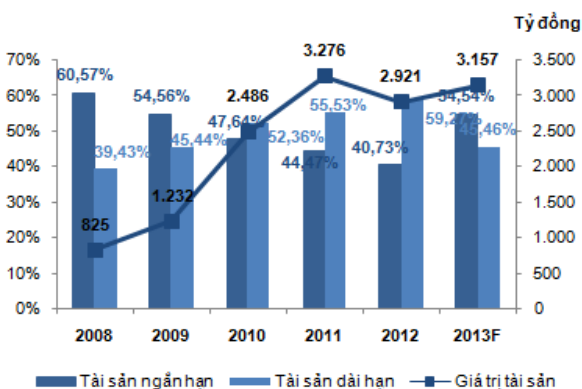
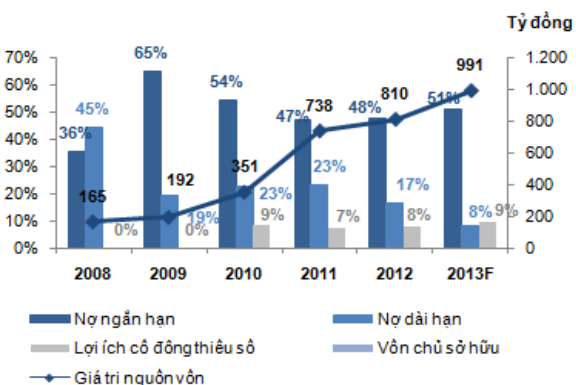
Chi phí tài chính: Chi phí lãi vay dựa trên mức lãi cho vay bình quân gia quyền của các ngân hàng cho công ty vay với tỷ trọng giá trị vay nợ.

Thuế thu nhập doanh nghiệp:

Đối với Công ty TNHH Khí hóa lỏng Miền Đông và Công ty mẹ là 25% trong năm 2013, từ 2014 đến 2015 là 22% và 2016 trở đi là 20%. Đối với CNG Việt Nam, công ty được miễn thuế thu nhập trong 2 năm kể từ năm đầu tiên kinh doanh có lãi (2009) và được giảm 50% thuế suất áp dụng nêu trên cho 6 năm tiếp theo. Như vậy thuế suất từ năm 2013 đến 2017 là 10% và từ 2017 trở đi là 20%. Tỷ lệ thuế hợp nhất được tính bình quân gia quyền dựa trên tỷ lệ lợi nhuận sau thuế năm 2012 của các công ty trên.

Cơ cấu vay nợ tại PGS

Chi đầu tư và khấu hao tại PGS


Nguồn: PGS và FPTS dự báo

Cơ cấu tài sản

Cơ cấu nguồn vốn


Nguồn: PGS và FPTS tổng hợp

+ Các giả định liên quan tài sản và nguồn vốn
Nhu cầu vốn lưu động:

Các khoản phải thu, hàng tồn kho, khoản phải trả những năm tiếp theo dựa trên doanh thu mỗi năm và vòng quay phải thu, hàng tồn kho và phải trả năm 2012. Tổng giá trị phải thu và tồn kho nhỏ hơn phải trả mỗi năm. PGS được mua trả chậm với thời gian dài (trung bình 70 ngày) trong khi đặc thù tồn kho với số ngày duy trì thấp (thông thường khoảng 7 ngày). Với lợi thế này, công ty đã cơ cấu nguồn vốn hợp lý để giảm thiểu chi phí vay vốn lưu động, nhu cầu vay vốn lưu động chỉ chiếm với tỷ lệ là 2% trên doanh thu trong các năm vừa qua. Dự báo PGS vẫn tiếp tục duy trì lợi thế này trong hoạt động kinh doanh các năm tới.

Đầu tư mới:

- **Đầu tư LPG:** Với sản lượng LPG hiện tại là 265.171 tấn/năm và giả định về tốc độ tăng trưởng sản lượng của LPG, PGS sẽ đầu tư mới thêm về kho, trạm chiết và vỏ bình gas tương ứng với quy mô của doanh nghiệp trong từng năm.

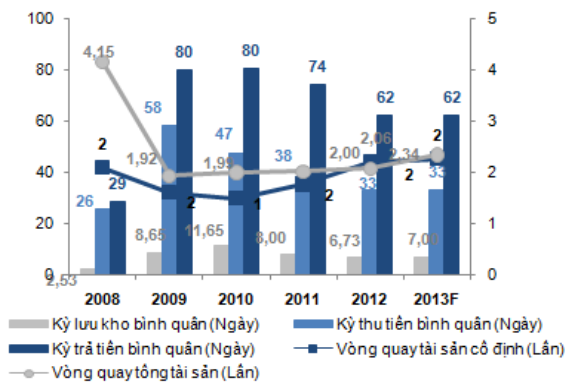
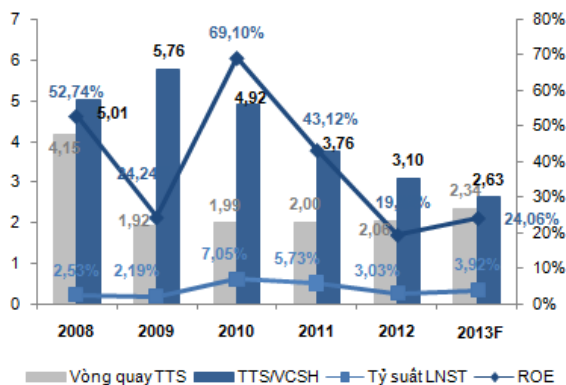
- **Đầu tư CNG:** Công suất CNG hiện tại là 180 triệu m³/năm. Trong đó công ty mẹ là 110 triệu m³ và CNG Việt Nam là 70 triệu m³. Trong các năm kế tiếp, chỉ có CNG Việt Nam có kế hoạch nâng cao công suất thiết kế lên 80 triệu m³, còn công ty mẹ vẫn giữ nguyên. Để nâng cấp trạm nén mẹ, CNG Việt Nam sẽ chỉ cần chi khoảng 16 tỷ đồng. Ngoài ra, để sử dụng tối đa công suất thiết kế này đáp ứng nhu cầu tiêu thụ của khách hàng mới, công ty mẹ và CNG Việt Nam còn phải đầu tư bồn chứa đặc biệt để vận chuyển khí đốt đến khách hàng. Tại nhà máy của khách hàng, khí nén tự nhiên sau đó phải được xử lý bởi một trạm giảm nén. Đối với mỗi triệu m³ cung cấp thêm, chúng tôi ước tính rằng phải được chi tiêu thêm 3 tỷ đồng vào bồn chứa và các trạm giảm nén mới.

Phân tích tài chính
+ Cơ cấu tài sản và nguồn vốn

Từ mức 825 tỷ đồng năm 2008, tổng tài sản của PGS đã tăng ấn tượng 3,5 lần lên mức 2.921 tỷ đồng trong năm 2012. Bên cạnh việc tăng trưởng, cơ cấu tài sản của PGS cũng có sự chuyển dịch từ tài sản ngắn hạn sang tài sản dài hạn. Từ tỷ lệ tài sản dài hạn trên tổng tài sản là 39,43% trong năm 2008, tỷ lệ này tăng dần qua các năm, trong năm 2012, tỷ lệ này là 59,27%. Sự thay đổi này đến từ việc PGS đầu tư cơ sở vật chất, kho chứa nhằm phục vụ cho hoạt động kinh doanh LPG. Trong tài sản ngắn hạn của công ty, do đặc thù kinh doanh thương mại, tỷ lệ các khoản phải thu luôn chiếm trên 40%. Nhìn chung, cơ cấu tài sản của công ty rất ổn định.

Cơ cấu nguồn vốn

Hoạt động đầu tư hệ thống kho chứa làm công ty vay nợ nhiều, tuy nhiên trong những năm gần đây, cơ cấu nguồn vốn của công ty đang ở mức rất an toàn với tỷ lệ nợ vay (ngắn hạn và dài hạn) giảm dần từ mức 81% trong năm 2008 xuống còn 59% trong năm 2013. Tỷ lệ vốn chủ sở hữu đang tăng ổn định qua từng năm do hoạt động kinh doanh ổn định của công ty đồng thời công ty có xu hướng trả bớt nợ vay để

Năng lực hoạt động

ROE và phân tích Dupont


Nguồn: PGS và FPTTS tổng hợp

Cơ cấu nguồn vốn và giảm áp lực trả lãi vay. Trong cơ cấu nợ phải trả, tỷ trọng các khoản phải trả người bán và nợ vay ngắn hạn chiếm ưu thế (chiếm 72,8% tổng nợ phải trả). Điều này phản ánh hoạt động kinh doanh của công ty, với đặc điểm kinh doanh thương mại, công ty cần nhiều vốn trong ngắn hạn để phục vụ nhu cầu vốn lưu động. Nhu cầu vốn lưu động mỗi năm của công ty ở mức 150 tỷ, bù đắp chủ yếu nhờ đi vay. Từ hết năm 2014 trở đi nhu cầu vốn sẽ giảm do không còn đầu tư thêm dự án mới.

Hiệu quả hoạt động

Kỳ trả tiền bình quân của công ty luôn ở mức cao do nhận được sự hỗ trợ từ công ty mẹ - PVGas. Kỳ thu tiền bình quân ở mức thấp hơn rất nhiều so với thời gian phải trả cho người bán, điều này tạo ra lợi thế trong việc luân chuyển vốn lưu động của công ty. Từ năm 2010 trở lại đây, kỳ lưu kho bình quân của công ty có sự cải thiện đáng kể, từ mức 11,65 ngày, xuống còn 6,73 ngày do chính sách quản lý hàng tồn kho hiệu quả. Vòng quay tổng tài sản của công ty luôn duy trì ở mức ổn định, với 1 đồng tài sản luôn tại ra trung bình 2 đồng doanh thu qua các năm. Như vậy, các chỉ số về mặt hiệu quả hoạt động của công ty đang thể hiện tốt.

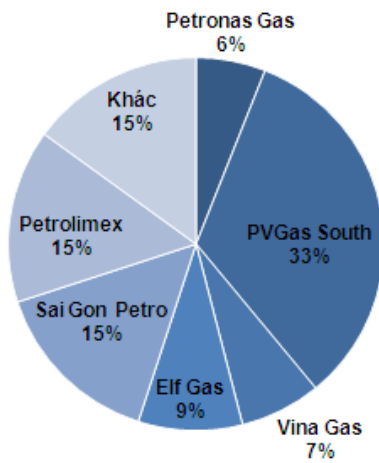
Khả năng sinh lợi ROE và phân tích Dupont

Tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu tăng mạnh trong giai đoạn 2008 – 2010 và có sự suy giảm trong giai đoạn 2010 – 2012. Mặc dù vòng quay tổng tài sản tương đối ổn định nhưng tỷ lệ tổng tài sản/vốn chủ sở hữu cùng với tỷ suất lợi nhuận sau thuế giảm đã làm ROE giảm trong những năm gần đây. Điều này là sự phản ánh của việc chuyển dịch cơ cấu nguồn vốn của công ty và thay đổi trong tỷ suất lợi nhuận của công ty trong những năm trở lại đây. Hiện tỷ suất ROE đang có dấu hiệu cải thiện mạnh mẽ so với năm 2012 là 19,32% và đạt 24,06%. Tuy nhiên, so với các công ty trong ngành, tỷ suất sinh lợi trên vốn chủ sở hữu của công ty đang ở mức cao.

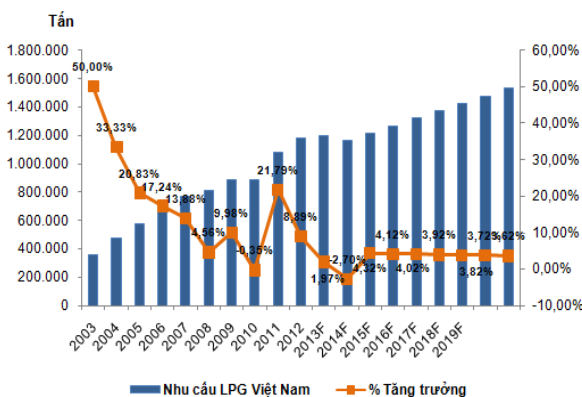
Dự báo kết quả kinh doanh của PGS giai đoạn 2013F – 2019F

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần	6.375	7.099	7.765	8.000	8.408	8.871	9.330	9.803
Giá vốn hàng bán	-5.391	-5.941	-6.557	-6.775	-7.235	-7.761	-8.126	-8.453
Lợi nhuận gộp	984	1.158	1.208	1.224	1.173	1.111	1.204	1.350
Chi phí bán hàng	-509	-634	-643	-661	-676	-628	-575	-554
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-134	-144	-156	-160	-169	-178	-187	-197
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh (EBIT)	342	380	410	403	328	304	441	599
Doanh thu từ hoạt động tài chính	40	30	29	28	28	27	26	25
Chi phí từ hoạt động tài chính	145	86	53	42	41	41	44	51
- Chi phí lãi vay	-118	-58	-44	-34	-33	-32	-35	-42
Thu nhập thuần từ HĐTC	-105	-57	-24	-14	-14	-14	-18	-26
Thu nhập từ công ty liên kết và khác	19	13	13	13	13	13	13	17
Lợi nhuận trước thuế	255	336	399	401	327	304	436	590
- Thuế thu nhập doanh nghiệp	-43	-58	-63	-63	-49	-45	-87	-118
Lợi nhuận sau thuế	193	278	336	338	279	259	349	472
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-61	-68	-82	-92	-75	-56	-57	-65
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	133	210	254	246	204	203	292	407
EPS (basic) đồng	3.493	5.531	6.674	6.479	5.369	5.343	7.684	10.716

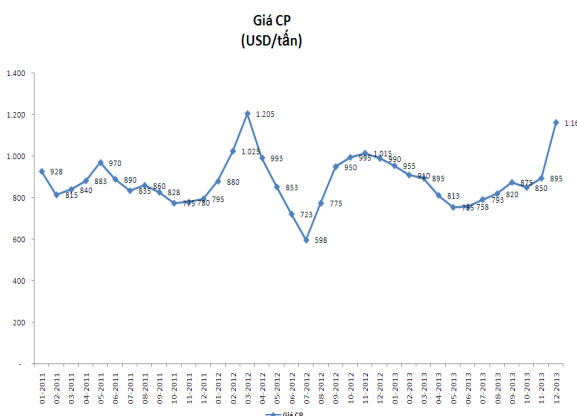
Nguồn: PGS và FPTTS dự báo

PHỤ LỤC
TỔNG QUAN NGÀNH
Thị phần các hãng khu vực phía Nam


Nguồn: PGS– Năm 2012

Nhu cầu tiêu thụ LPG tại Việt Nam


Nguồn: PGS

Diễn biến giá LPG


Nguồn: FPTS tổng hợp

THỊ TRƯỜNG LPG
+ Nguồn cung

Thị trường cạnh tranh gay gắt. Thị trường LPG có sự cạnh tranh gay gắt giữa các công ty tham gia, trong đó có những công ty nhiên liệu lớn trên thế giới. PVGas là nhà cung cấp LPG lớn nhất Việt Nam với trên 70% thị phần bán buôn và bán lẻ, cung cấp cho hầu hết các công ty tham gia thị trường như Petrolimex, Saigon Petro, Elf Gas, Shell Gas, Gia Đình Gas. Đối với thị trường bán lẻ thông qua hệ thống công ty con, đại lý thuộc Công ty kinh doanh khí hóa lỏng miền Nam (PGS), Công ty kinh doanh khí hóa lỏng miền Bắc (PVGas North).

Các công ty kinh doanh LPG lớn theo khu vực.

- Thị trường Miền Nam, PGS đang dẫn đầu với 33% thị phần, hiện mạng lưới kinh doanh LPG của PGS đã phủ kín các tỉnh từ Đà Nẵng tới Cà Mau, ngoài ra còn có các công ty: Saigon Petro, Petrolimex, PetroVietnam, Shell Gas VN, Elfgas SaiGon, Gia Đình Gas, Vinagas...

- Tổng Công ty Gas Petrolimex – PGC, là một trong 3 thương hiệu dẫn đầu về sản lượng và thị phần trên toàn quốc với mạng lưới phân phối Gas Petrolimex trải rộng khắp 63 tỉnh thành.

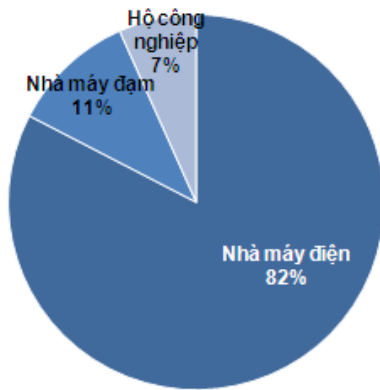
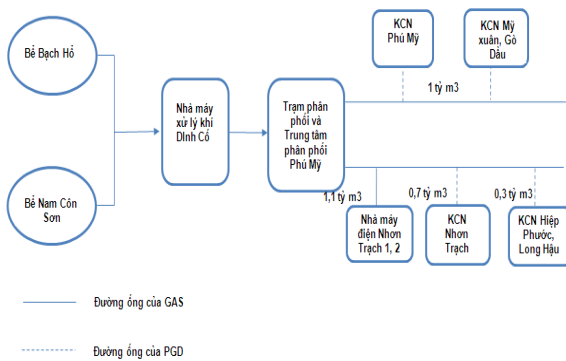
- Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Bắc - PVGas North, là doanh nghiệp với thị phần dẫn đầu tại Miền Bắc (chiếm khoảng 39%) với mạng lưới đại lý phân phối và hệ thống chiết nạp trải khắp Miền Bắc, Miền Trung. Ngoài ra ở thị trường này còn có: Petrolimex, Elfgas Đà Nẵng, Shell Gas Hải Phòng, Thăng Long Gas....

Nguồn cung trong nước chủ yếu đến từ nhập khẩu. Nguồn LPG trong nước đến từ nhà máy lọc dầu Đình Cố (công suất 300.000 tấn LPG/năm) và nhà máy lọc dầu Dung Quất (công suất 350.000 tấn LPG/năm), phần lớn còn lại nhập khẩu từ các quốc gia lân cận như Thái Lan, Malaysia, Singapore, Đài Loan, Trung Quốc, các quốc gia Trung Đông... Năm 2012 khoảng 55% tổng sản lượng LPG được nhập khẩu.

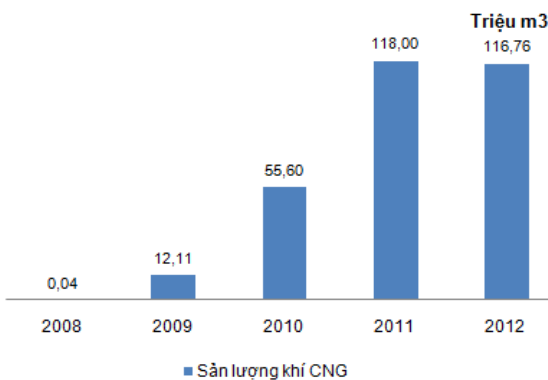
+ Nhu cầu

Nhu cầu LPG tập trung ở Miền Nam. Về cơ bản, thị trường LPG Việt Nam được chia thành 3 khu vực chính: Miền Bắc, Miền Trung và Miền Nam. Miền Nam là thị trường có nhu cầu tiêu thụ cao nhất, chiếm khoảng 66% nhu cầu của cả nước, sau đó là Miền Bắc (30%) và Miền Trung (4%). Có 4 nhóm tiêu thụ LPG chính: **1.** Các hộ công nghiệp **2.** Dân dụng, LPG được sử dụng cho sinh hoạt dưới hình thức bình 12kg; **3.** Thương mại, chủ yếu là các khách sạn, nhà hàng, khu vui chơi giải trí... sử dụng bình gas 45kg; **4.** Giao thông vận tải, sử dụng LPG làm nhiên liệu thay thế cho các nhiên liệu truyền thống như xăng, dầu nhưng còn ở mức rất khiêm tốn.

Nhu cầu tăng trưởng chậm lại. Thị trường khí hóa lỏng Việt Nam hình thành muộn so với các nước trong khu vực và trên thế giới, có sự tăng trưởng với tốc độ rất nhanh trong giai đoạn 2001 – 2008 và thấp dần trong giai đoạn gần đây do nhu cầu đã đi vào ổn định cùng với những

Phân khúc thị trường tiêu thụ khí thiên nhiên tại Việt Nam

Sơ đồ vị trí đường ống tại khu vực Đông Nam Bộ


Nguồn: PVGas – Năm 2012

Sản lượng CNG tiêu thụ tại Việt Nam


Nguồn: PGS

Khách hàng tiềm năng còn rất lớn. Hiện nay, có khoảng 480 khách hàng tiềm năng cho sản phẩm CNG tại các khu công nghiệp Long Thành, Biên Hòa, Hiệp Phước, Nhơn Trạch... Các công ty chủ yếu hoạt động trong ngành vật liệu xây dựng (thủy tinh công nghiệp, sắt thép, gạch men...) với tiềm năng sử dụng khoảng 338 triệu m³/năm.

khó khăn của nền kinh tế. Hiện nay, nhu cầu tiêu thụ tăng trung bình từ 3-4%/năm.

Giá LPG biến động thất thường Trong giai đoạn gần đây, xu hướng giá LPG biến động thất thường theo chiều hướng tăng do những nguyên nhân sau: 1. Tại khu vực Trung Đông tình hình chính trị không ổn định; 2. Sự biến động giá dầu trên thị trường thế giới; 3. Nhu cầu tiêu thụ tại các quốc gia tiêu thụ lớn như Nhật Bản biến động như thảm họa động đất và sóng thần tại Nhật Bản đã phá hủy nhà máy điện hạt nhân dẫn tới nhu cầu sử dụng LPG để phát điện và các nhu cầu khác tại Nhật Bản tăng mạnh. Đây cũng là một khó khăn khiến nhu cầu tiêu thụ LPG tăng chậm do một số khách hàng sử dụng LPG trực tiếp trong ngành công nghiệp gốm, sứ, thủy tinh chuyển sang tiêu thụ nhiên liệu rẻ hơn như than đá, biomass, hay khí CNG.

THỊ TRƯỜNG CNG
Nguồn cung

PGS và CNG kinh doanh độc quyền cùng với PGD. PGS là một trong hai doanh nghiệp chiếm vị thế độc quyền trong hoạt động kinh doanh CNG thông qua Công ty con là Công ty Cổ phần CNG Việt Nam (CNG) cùng với PV Gas D. Hoạt động kinh doanh của PGS được điều phối bởi PV Gas thông qua hệ thống đường ống của PV Gas D. Kể từ quý 2 năm 2012, PVGas D cung cấp thêm sản lượng khí CNG bằng việc lắp đặt hệ thống phân phối khí thấp áp ở các Khu công nghiệp Nhơn Trạch và Hiệp Phước.

Sản lượng khí cung còn dồi dào. Hoạt động kinh doanh CNG của PGS với tổng công suất thiết kế là 180 triệu m³ khí/năm với công ty mẹ PGS 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 1 (Bà Rịa - Vũng Tàu) của Công ty con CNG Vietnam. Cả công ty mẹ và công ty con của PGS tiêu thụ mỗi năm khoảng 120 đến 130 triệu m³. Với tổng nguồn khí của Tập đoàn là 11 tỷ m³, hiện tiêu thụ khoảng 9,6 tỷ m³, vẫn còn dư từ 1,5 đến 2 tỷ m³ khí.

Nhu cầu

Chủ yếu tập trung ở khu vực phía Nam. Sản phẩm 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. Do đặc tính kỹ thuật nên việc cung cấp CNG chỉ triển khai được ở khu vực trong một bán kính nhất định kể từ nguồn cấp (khoảng 200 km) nên việc sử dụng CNG chỉ phù hợp cho các hộ công nghiệp trong khu vực miền Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ như thép, vật liệu xây dựng, gạch, gốm sứ...

Khu vực Miền Nam đã hình thành ngành công nghiệp xử lý vận chuyển và phân phối khí và mật độ các khu công nghiệp cao. Các hộ công nghiệp hiện đang sử dụng khí chủ yếu được phân bố tại các khu công nghiệp Phú Mỹ, Mỹ Xuân (Bà Rịa - Vũng Tàu), Gò Dầu (tỉnh Đồng Nai). Các khu công nghiệp này nằm lân cận tuyến ống dẫn khí chính Phú Mỹ - Nhơn Trạch - Đồng Nai nên thuận lợi cho việc xây dựng cơ sở hạ tầng cung cấp khí. Thị trường khí ở khu vực Miền Bắc và Miền Trung được đánh giá có tiềm năng tuy nhiên chỉ mới có mỏ khí Tiền Hải đang được triển khai xây dựng hệ thống thu gom, phân phối. Dự kiến dự án sẽ

được đưa vào hoạt động vào Q.3/2015. Sau khi hoàn thành, hệ thống sẽ tiếp nhận khí từ mỏ Thái Bình và phân phối đến hộ tiêu thụ thông qua kênh phân phối khí thấp áp/CNG (được xây dựng song song với dự án) với sản lượng khí tối đa ước tính khoảng 206 triệu m³/năm.

Khách hàng tăng trưởng tốt các năm qua nhưng giai đoạn 2011 - 2012 tạm thời gặp khó khăn. Với đặc điểm nhiên liệu thân thiện với môi trường và giá bán thấp hơn so với giá nhiên liệu thay thế khác như FO, DO, LPG nên CNG rất được ưa chuộng. Trong thời điểm kinh tế khó khăn, năng lượng tiết kiệm là ưu tiên hàng đầu nên từ năm 2008 số lượng khách hàng của công ty tăng lên đáng kể. Từ 3 khách hàng trong năm 2009 với sản lượng tiêu thụ 9 triệu m³ thì dự kiến hết quý 1 năm 2014, công ty sẽ có khoảng 50 khách hàng. Tuy nhiên, việc nền kinh tế Việt Nam chưa phục hồi, ngành công nghiệp thu hẹp sản xuất, bất động sản trầm lắng, doanh nghiệp sản xuất cầm chừng làm nhu cầu yếu đối với sản phẩm CNG. Năm 2012 là năm sụt giảm mạnh về nhu cầu sử dụng khí do hầu hết các khách hàng sử dụng khí CNG đều giảm sản xuất, các khách hàng sản xuất thép (chiếm 74% sản lượng tiêu thụ) đã giảm 25% sản lượng, gạch men, gốm sứ giảm hơn 15% sản lượng so với cùng kỳ 2011. Điều này đã làm PGS phải tạm dừng các dự án mở rộng như dự án nhà máy CNG Nhơn Trạch, dự án LNG... Tuy nhiên với những ưu việt, thân thiện với môi trường, Chính phủ đã và đang thúc đẩy việc sử dụng khí nén tự nhiên trong phân khúc dịch vụ và khu công nghiệp, CNG còn nhiều tiềm năng để trở thành nhiên liệu cho tương lai.

KQKD	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	5.764.166	6.374.939	7.099.084	7.765.165
- Giá vốn hàng bán	-4.803.210	-5.390.867	-5.941.491	-6.556.854
Lợi nhuận gộp	960.955	984.072	1.157.593	1.208.310
- Chi phí bán hàng	-374.118	-508.966	-633.911	-642.801
- Chi phí quản lý DN	-120.896	-133.529	-143.799	-155.738
Lợi nhuận thuần HĐKD	465.942	341.577	379.883	409.771
Doanh thu tài chính	48.871	40.301	-56.741	-24.427
Chi phí tài chính	134.321	145.368	57.753	44.374
- Chi phí lãi vay	-122.025	-117.546	-57.753	-44.374
Thu nhập liên doanh, liên kết	0	171	0	0
Lợi nhuận khác	12.738	18.383	18.554	18.554
Lợi nhuận trước thuế	380.492	236.510	336.393	398.594
LNST	330.117	193.236	278.455	335.701
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-104.396	-60.511	-68.279	-82.079
LNST của cổ đông CT Mẹ	225.721	132.724	210.176	253.622
EPS (đ)	5.940	3.493	5.531	6.674
EBITDA	656.804	604.649	648.270	669.421
Khấu hao	190.862	263.072	311.877	270.826
Tăng trưởng doanh thu	55,6%	10,6%	11,4%	9,4%
Tăng trưởng LN HĐKD	190,1%	-26,7%	11,2%	7,9%
Tăng trưởng LNNT	27,5%	-37,8%	42,2%	18,5%
Tăng trưởng EPS	-55,6%	-41,2%	58,4%	20,7%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2011	2012	2013	2014
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,7%	15,4%	3,0%	3,3%
Tỷ suất LNST	3,9%	2,1%	5,4%	5,3%
ROE DuPont	43,1%	19,3%	24,1%	23,8%
ROA DuPont	11,5%	6,2%	9,2%	10,5%
Tỷ suất EBIT	8,1%	5,4%	5,4%	5,3%
LNNT / LNST	86,8%	81,7%	82,8%	84,2%
LNNT / EBIT	81,7%	69,2%	88,6%	97,3%
Vòng quay tổng tài sản	2,0	2,1	2,3	2,4
Đòn bẩy tài chính	3,8	3,1	2,6	2,3
ROIC	18,4%	12,4%	14,4%	15,5%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2011	2012	2013	2014
Số ngày phải thu	38,0	33,1	33,1	37,4
Số ngày tồn kho	8,0	6,7	7,0	6,1
Số ngày phải trả	74,2	62,4	62,4	66,4
Thời gian luân chuyển tiền	-28,2	-22,6	-22,3	-22,9
COGS / Hàng tồn kho	45,6	54,2	52,1	59,7
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2011	2012	2013	2014
CS thanh toán hiện hành	0,94	0,85	1,07	1,24
CS thanh toán nhanh	0,90	0,76	1,00	1,16
CS thanh toán tiền mặt	0,38	0,32	0,47	0,55
Nợ / Tài sản	0,30	0,27	0,14	0,09
Nợ / Vốn sử dụng	0,57	0,49	0,32	0,20
Nợ / Vốn CSH	1,33	0,96	0,46	0,25
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,11	0,15	5,39	3,42
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,18	0,11	2,29	1,53
Khả năng TT lãi vay	3,82	2,91	6,58	9,23
Định giá	2011	2012	2013	2014
P/E	3,2	8,1	6,3	5,2
P/B	1,0	1,3	1,3	1,1
EV / EBITDA	2,0	2,7	2,0	1,7
Giá trị sổ sách	19.409	21.325	26.073	30.612

CDKT	2011	2012	2013	2014
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	586.256	443.037	763.696	836.051
+ Đầu tư TC ngắn hạn	108.510	68.900	68.900	68.900
+ Các khoản phải thu	628.334	529.046	759.681	830.959
+ Hàng tồn kho	75.337	123.514	104.379	115.190
+ Tài sản NH khác	58.674	25.332	25.332	25.332
Tổng tài sản ngắn hạn	1.457.111	1.189.829	1.721.988	1.876.431
+ Tài sản dài hạn	1.223.076	1.346.197	1.498.212	1.593.952
+ Khấu hao lũy kế	-322.650	-506.322	-773.867	-1.009.844
+ Tài sản dài hạn	900.426	839.875	724.345	584.109
+ Đầu tư tài chính DH	100.593	93.792	59.485	59.485
+ Tài sản dài hạn khác	502.031	544.909	477.278	515.310
Tổng tài sản dài hạn	1.819.364	1.731.513	1.435.040	1.335.479
Tổng Tài sản	3.276.476	2.921.342	3.157.028	3.211.910
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	1.020.477	840.709	1.185.862	1.203.642
+ Vay và nợ ngắn hạn	372.992	451.274	320.588	203.379
+ Phải trả NH	148.715	104.901	104.901	104.901
Nợ ngắn hạn	1.542.184	1.396.884	1.611.351	1.511.922
+ Vay và nợ dài hạn	605.991	324.844	136.328	90.886
+ Phải trả dài hạn	160.848	166.658	127.715	72.890
Nợ dài hạn	766.839	491.502	264.043	163.775
Tổng nợ	2.309.023	1.888.386	1.875.394	1.675.698
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	46.199	46.150	46.150	46.150
+ Vốn điều lệ	380.000	380.000	380.000	380.000
+ LN chưa phân phối	157.355	165.639	276.425	364.999
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	229.906	222.587	290.866	372.945
Vốn chủ sở hữu	737.547	810.368	990.767	1.163.267
Tổng cộng nguồn vốn	3.276.476	2.921.342	3.157.028	3.211.910
Lưu chuyển tiền tệ	2011	2012	2013	2014
Tiền đầu năm	349.978	586.256	443.038	763.696
Lợi nhuận sau thuế	225.721	132.724	210.176	253.622
+ Khấu hao lũy kế	190.862	263.072	311.877	270.826
+ Điều chỉnh	-18.546	11.159	70.076	90.364
+ Thay đổi vốn lưu động	-86.040	-201.243	133.653	-64.309
Tiền từ hoạt động KD	416.828	278.143	794.061	632.582
+ Thanh lý TSCĐ	12.406	18.337	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-493.691	-124.916	-180.508	-321.489
+ Tăng (giảm) đầu tư	0	0	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	33.202	0	71.907	0
Tiền từ hoạt động ĐT	-612.244	-40.640	-108.601	-321.489
+ Cổ tức đã trả	-83.127	-175.759	-45.600	-76.087
+ Tăng (giảm) vốn	264.989	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	84.478	78.282	-130.687	-117.209
+ Thay đổi nợ dài hạn	167.025	-281.147	-188.516	-45.443
+ Các hoạt động TC khác	-35.841	-40.014	0	0
Tiền từ hoạt động TC	431.694	-380.721	-319.202	-162.652
Tổng lưu chuyển tiền tệ	236.278	-143.219	320.658	72.355
Tiền cuối năm	586.256	443.038	763.696	836.051

Đvt: Tỷ đồng

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

Mức khuyến nghị trên dựa vào việc xác định mức chênh lệch giữa giá trị mục tiêu so với giá trị thị trường hiện tại của mỗi cổ phiếu nhằm cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng kể từ ngày đưa ra khuyến nghị.

Mức kỳ vọng 18% được xác định dựa trên mức lãi suất trái phiếu Chính phủ 12 tháng cộng với phần bù rủi ro thị trường cổ phiếu tại Việt Nam.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 18%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trong khoảng 7% đến 18%
Theo dõi	Nếu giá mục tiêu so với giá thị trường từ -7% đến 7%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trong khoảng -7% đến -18%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên -18%

▪ Lịch sử khuyến nghị:

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
22/01/2014	THÊM	34.900	40.800

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTS và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1,
Tp.Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100 Quang Trung, P.Thạch Thang, Quận
Hải Châu TP. Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888