



**PGS – Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hoá lỏng Miền Nam**  
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **27.469 VNĐ/ cổ phiếu**.

### TIÊU ĐIỂM

- **Thị phần lớn nhất Miền Nam:** PGS là Công ty chiếm thị phần lớn nhất về phân phối gas tại miền Nam với thị phần nằm trong khoảng từ 17-21% trong các năm qua. Thị trường miền Nam cũng là thị trường tiêu thụ khí gas lớn nhất của Việt Nam với sản lượng chiếm 66%. Đây là những điều kiện đảm bảo tốc độ tăng trưởng, tính ổn định của doanh thu cho công ty trong tương lai.
- **Quý 1/2010, Doanh thu, lợi nhuận tăng mạnh so với cùng kỳ.** Doanh thu trong Q1/2010 của PGS đạt 642,2 tỉ đồng, tăng 137% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế đạt 10,9 tỉ đồng tăng 59,7% so với cùng kỳ năm 2009. Điều này được giải thích do quý 1/2009 là thời điểm nền kinh tế ở giai đoạn đáy của cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới, sản phẩm khí gas của đơn vị cũng ở mức thấp nhất trong 3 năm vừa qua.
- **Cấu trúc tài chính** Công ty sử dụng nhiều vốn vay trong hoạt động kinh doanh đã dẫn tới chi phí tài chính tăng cao cũng như sự chủ động tài chính của đơn vị ở mức yếu. Vì vậy, năm 2010 Công ty tăng vốn lên 215 tỉ đồng sẽ là điều kiện tốt giúp Công ty đảm bảo an toàn tài chính, đảm bảo hiệu quả sản xuất kinh doanh.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PGS vào khoảng 27.469 VNĐ/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 5 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, P/E, P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E khoảng 12 lần. Mức giá này là rất hấp dẫn so với mức P/E bình quân ngành phân phối khí gas ở Việt Nam hiện nay ở mức 16 lần, và hấp dẫn hơn nhiều so với P/E của ngành dầu khí Trung Quốc hiện nay khoảng 40. Mức giá trên cũng cao hơn 22.63% so với mức giá giao dịch hiện hành ngày 07/06/2010.
- **Khuyến nghị:** Với mức giá 22.400 VNĐ/cổ phần hiện nay chúng tôi đánh giá là mức giá tương đối tốt cho các nhà đầu tư. Các nhà đầu tư cần nhắc mua vào cổ phiếu PGS ở mức giá dưới 24.000 VNĐ/cổ phần.

### KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	<b>27.469</b>
Giá giao dịch:	22.400
Cao nhất 52 tuần:	39.100
Thấp nhất 52 tuần:	9.800

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	15.000.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	373,5
EPS 2009 (VNĐ)	2.550

### THÔNG TIN SỞ HỮU

PVGas	79,13%
VNDirect	6,67%
Cổ đông khác	14,20%

### MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

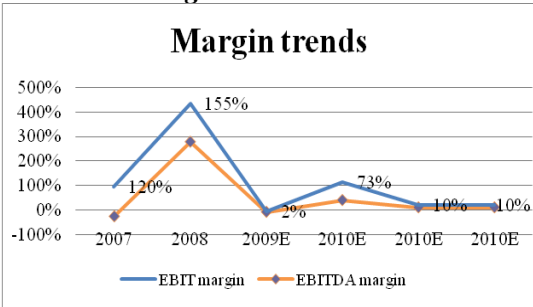
	2007	2008	YoY	2009	YoY	Q1/2010	QoQ
Doanh thu thuần (tr đồng)	1.383.489	1.713.015	23,82%	1.979.399	15,55%	642.265	137%
Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)	17.466	30.091	72,28%	38.256	27,14%	10.916	59,7%
Tổng tài sản (tr đồng)	757.088	824.779	8,94%	1.236.836	49,96%	1.266.005	2,3%
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	150.000	150.000	0%	150.000	0%	150.000	0%
ROA	2,31%	3,65%	58,0%	3,09%	-15%	0,86%	56,3%
ROE	10,80%	18,29%	69,3%	19,94%	9,0%	5,42%	52,6%
EPS (VNĐ)	1.164	2.006	72,28%	2.550	27,14%	728	60%

Nguồn: PGS, PSI tổng hợp

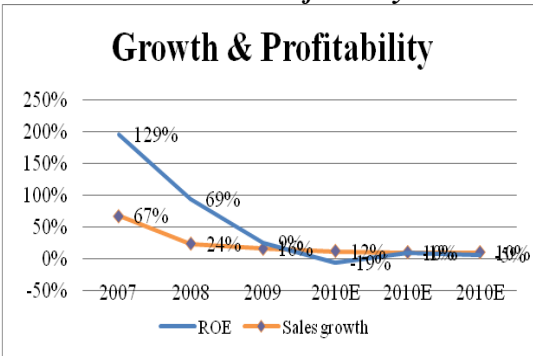
## TÓM TẮT THÔNG TIN

PGS là một trong những Công ty kinh doanh Khí hóa lỏng hàng đầu tại Việt Nam, xây dựng thương hiệu PETROVIETNAM GAS SOUTH có uy tín đối với các đối tác kinh doanh và người tiêu dùng. Mạng lưới kinh doanh của PGS phủ khắp các tỉnh, thành khu vực phía Nam.

Biểu đồ 1: Margin trends



Biểu đồ 2: Growth & Profitability



Nguồn: PSI

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH TÓM TẮT

Đơn vị: triệu VND	2007	2008	2009E
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>1.383.489</b>	<b>1.713.015</b>	<b>1.979.399</b>
Giá vốn hàng bán	1.305.959	1.632.516	1.834.806
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>77.530</b>	<b>80.499</b>	<b>144.593</b>
Doanh thu tài chính	20.648	62.109	34.982
Chi phí tài chính	671	16.870	350
Chi phí bán hàng	72.989	68.517	101.553
Chi phí quản lý DN	10.934	11.247	13.436
LN thuần từ HĐKD	13.583	45.973	46.964
Lợi nhuận khác	5.829	-13.307	-3.268
<b>LN trước thuế</b>	<b>19.413</b>	<b>32.665</b>	<b>43.695</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>17.466</b>	<b>30.091</b>	<b>38.256</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>757.088</b>	<b>824.779</b>	<b>1.236.836</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>533.224</b>	<b>499.541</b>	<b>671.304</b>
Tiền và tương đương tiền	283.881	34.283	166.743
Phải thu ngắn hạn	209.420	240.191	389.632
Hàng tồn kho	26.036	11.297	75.649
Tài sản ngắn hạn khác	13.885	20.665	39.279
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>223.863</b>	<b>325.237</b>	<b>702.750</b>
Phải thu dài hạn	85	85	85
Tài sản cố định	37.362	109.959	322.304
TSCĐ hữu hình	16.523	82.831	285.764
TSCĐ thuê tài chính	1.373	1.119	886
TSCĐ vô hình	4.026	10.615	11.475
Đầu tư tài chính dài hạn	0	3.035	3.360
Chi phí xây dựng dở dang	15.439	15.393	24.198
Đầu tư tài chính ngắn hạn	75.167	73.017	107.807
Tài sản dài hạn khác	111.248	142.174	135.334
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>757.088</b>	<b>824.779</b>	<b>1.236.836</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>381.966</b>	<b>293.023</b>	<b>801.802</b>
Phải trả người bán	323.921	257.377	567.205
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>213.409</b>	<b>367.190</b>	<b>243.151</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>161.712</b>	<b>164.565</b>	<b>191.885</b>
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	150.000	150.000	150.000
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0
Lợi nhuận chưa phân phối	8.492	7.412	29.027
Nguồn kinh phí, quỹ khác	1.592	6.105	11.670
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Nhóm chỉ tiêu thanh toán</b>			
Khả năng thanh toán nhanh	0,85	0,74	0,57
Khả năng thanh toán hiện hành	1,40	1,70	0,84
<b>Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>			
Hệ số nợ/ Vốn CSH	371,91%	403,75%	547,96%
Nợ/ Tổng tài sản	78,64%	80,05%	84,49%
<b>Nhóm chỉ tiêu hoạt động</b>			
Vòng quay hàng tồn kho	65,95	289,00	36,09
Vòng quay các khoản phải trả	5,19	12,69	4,12
Vòng quay các khoản phải thu	9,30	18,61	7,04
<b>Nhóm chỉ tiêu sinh lời</b>			
Lợi nhuận biên	6%	5%	7%
ROA	2,31%	3,65%	3,09%
ROE	10,80%	18,29%	19,94%
EPS	1.164	2.005	2.550

## LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO PGS

**Nguồn cung sản phẩm ổn định:** Công ty là một thành viên của Tổng Công ty Khí Việt Nam - trực thuộc Tập đoàn dầu khí Việt Nam nên PGS luôn có được nguồn cung ổn định, nhất là khi sản lượng LPG sản xuất từ nhà máy chế biến khí Dinh Cố và nhà máy lọc dầu số 1 Dung Quất, cũng như từ các nhà máy lọc dầu số 2 Nghi Sơn – Thanh Hoá, số 3 Long Sơn – Vũng Tàu khi các dự án này đi vào hoạt động.

**Thị phần ổn định:** PGS chiếm thị phần cung cấp LPG lớn nhất miền Nam với mức 17-21% thị trường. Với thị phần ổn định hiện nay sẽ đảm bảo khả năng duy trì vị thế dẫn đầu thị trường miền Nam của Công ty, đảm bảo tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận của đơn vị.

**Tiềm lực tài chính vững mạnh:** Do có sự hậu thuẫn mạnh mẽ của Tập đoàn dầu khí Việt Nam cả về cơ chế pháp lý và tài chính nên việc đầu tư vào kho cảng tiếp nhận là rất thuận lợi và nếu có chiến lược kinh doanh tốt thì PV GAS SOUTH sẽ có cơ hội vươn lên chiếm lĩnh thị trường, trở thành doanh nghiệp có thị phần lớn nhất tại khu vực miền Nam.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro về cạnh tranh:** PGS gặp một số cạnh tranh từ đối thủ: lợi thế của các hãng Gas lớn khi đã khấu hao xong bình gas, thiết bị so với việc đầu tư mới của Công ty; sự xuất hiện của các Công ty TNHH chuyên nhập khẩu Gas cùng với các tập đoàn đa quốc gia, các hãng Gas lớn có tiềm lực về vốn, về kinh nghiệm trong sản xuất, kinh doanh và điều hành làm tăng khả năng cạnh tranh với PV GAS SOUTH, đặc biệt là tại thị trường phía Nam.

**Rủi ro về hoạt động kinh doanh:** Do phụ thuộc chính vào kinh doanh gas, một hoạt động thương mại thuần túy (chủ yếu mua sản phẩm đầu vào và bán ra thị trường) nên kết quả hoạt động kinh doanh của PV GAS SOUTH phụ thuộc nhiều vào biến động của thị trường. Mặc dù có một nguồn cung ổn định từ Nhà máy gas Dinh Cố, nhưng giá gas tại Dinh Cố cao hơn so với giá gas nhập khẩu, thêm vào đó giá gas thường xuyên biến động phụ thuộc thị trường thế giới, sự biến động của tỉ giá USD cũng ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của đơn vị.

## ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PGS

Hoạt động kinh doanh chính của PGS là kinh doanh khí hoá lỏng LPG và các sản phẩm dầu khí (xăng, dầu, nhớt ...); trong đó, khí hoá lỏng LPG là thế mạnh của công ty. Hiện nay, PGS đang tiếp tục nghiên cứu, phát triển, và phân phối sản phẩm khí tự nhiên nén (CNG) và khí tự nhiên hoá lỏng (LNG).

Nguồn cung của PGS đến từ PVGas (Tổng Công ty Khí Việt Nam) và

lượng khí này chủ yếu từ Nhà máy GPP Dinh Cố với nguồn đầu vào từ mỏ Bạch Hổ. Nguồn LPG trong nước từ năm 2009 trở đi sẽ gia tăng do bổ sung thêm sản lượng từ nhà máy lọc dầu số 1 Dung Quất và trong một vài năm tới nguồn cung sẽ đến từ dự án nhà máy lọc dầu số 2 Nghi Sơn - Thanh Hóa và nhà máy lọc dầu số 3 Long Sơn - Vũng Tàu.

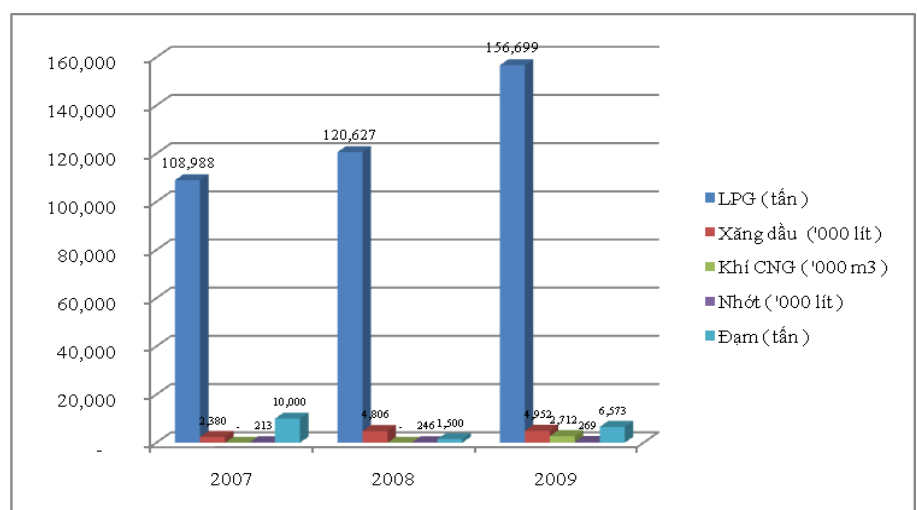
Khí hoá lỏng LPG là loại nhiên liệu thông dụng về tính đa năng và thân thiện với môi trường nên nhu cầu sử dụng rất cao không chỉ trong các hộ gia đình mà còn được sử dụng trong công nghiệp và trong giao thông vận tải.

Mạng lưới kinh doanh Gas của PGS phủ kín các tỉnh thành phía Nam. Sản lượng bán lẻ Gas dân dụng đạt từ 2.500 tấn đến 3.000 tấn/tháng, sản lượng Gas công nghiệp từ 5.000 tấn đến 6.500 tấn/tháng đã khẳng định được vị trí thương hiệu PetroVietnam Gas trên thị trường phía Nam. Hiện nay, thị phần của PGS vẫn đứng đầu trong các công ty kinh doanh Gas tại miền Nam, ổn định và luôn duy trì ở mức 17 – 21 % thị phần.

Bên cạnh việc kinh doanh khí hoá lỏng LPG, PGS cũng tiến hành việc kinh doanh các sản phẩm xăng dầu, nhớt, phân bón và các phụ kiện sử dụng Gas phục vụ sinh hoạt và công nghiệp, lắp đặt bảo hành, bảo trì các hệ thống Gas công nghiệp, góp phần đa dạng hóa hoạt động sản xuất kinh doanh và tăng doanh thu.

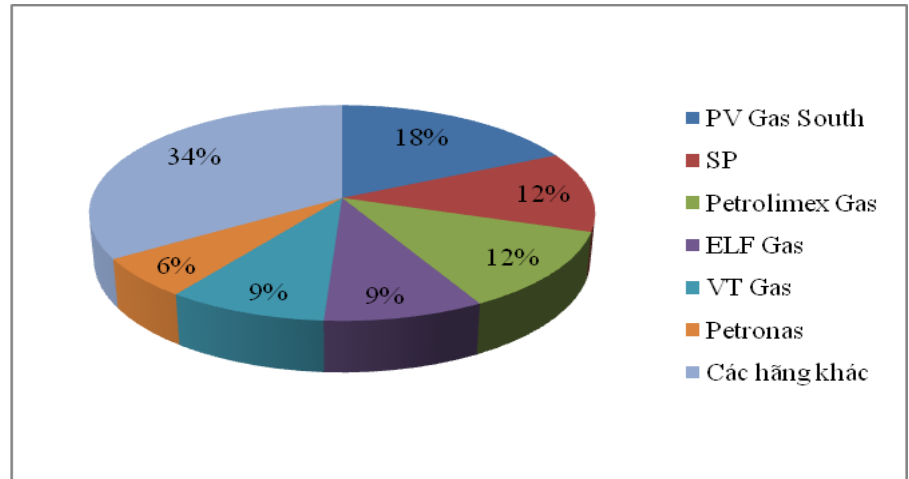
Trong cơ cấu doanh thu theo sản phẩm thì doanh thu kinh doanh LPG chiếm trên 95% tổng doanh thu trong năm 2008 và trên 90% trong năm 2009. Vì vậy việc biến động sản lượng tiêu thụ, giá bán của LPG sẽ tác động lớn nhất đến doanh thu của đơn vị.

**Biểu đồ 4: Tiêu thụ sản phẩm**



Nguồn: BCTC PGS, PSI dự báo

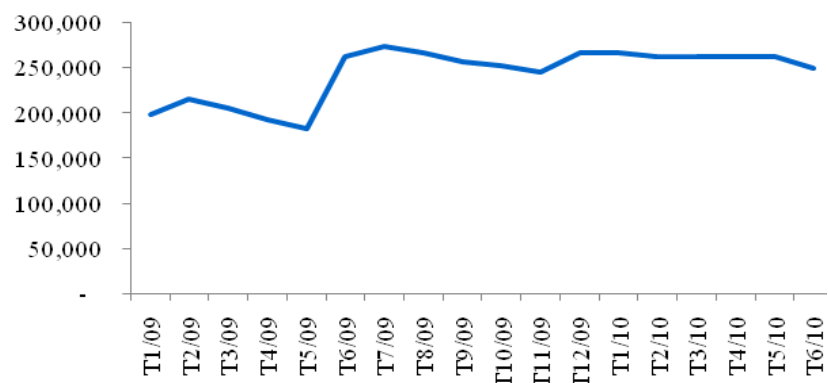
**Biểu đồ 5: Thị phần tiêu thụ gas tại Miền Nam**



*Nguồn: PGS, PSI tổng hợp*

Trong năm 2009, PGS ước tiêu thụ 156.699 tấn khí hóa lỏng (LPG) và 4,95 triệu lít xăng dầu, vượt lần lượt 18% và 41% so với kế hoạch. Tuy nhiên phân đạm và khí CNG chỉ đạt 33% và 27% kế hoạch.

**Giá bình gas 12kg năm 2009**



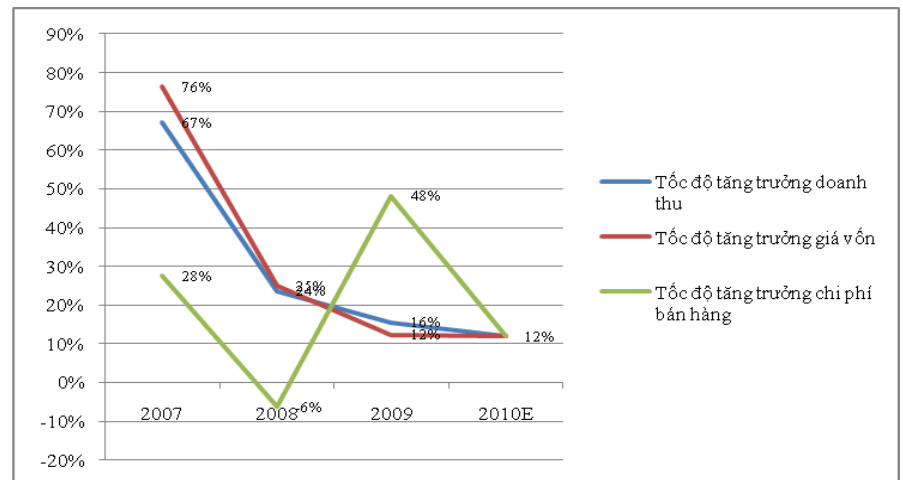
*Nguồn: PSI tổng hợp*

Giá gas trong giai đoạn 2009-2010 có những biến động lớn trong quý 1 và quý 2 năm 2009 do biến động giá dầu thô trên thế giới. Từ quý 3/2009 đến nay giá gas đã tương đối ổn định. Biểu đồ trên thể hiện giá bán trung bình bình gas LPG loại 12kg/bình trên thị trường Việt Nam đã thể hiện sự ổn định trong giá bán gas của các đơn vị.

Lợi nhuận biên của năm 2009 tăng nhẹ so với năm 2008 từ 4,70% lên 7,30% cho thấy hoạt động kinh doanh của PGS đang trên đà phát triển. Tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2009 tăng khoảng 15%, thấp hơn so với năm 2008 đạt khoảng 25%. Do giá gas biến động mạnh, biên độ dao động giá cao, xảy ra liên tục trong năm làm thay đổi tần suất, nhu cầu trong kinh doanh và sử dụng gas; mức tiêu dùng sử dụng sản phẩm bình 45 kg cho mục đích công nghiệp giảm sút; mức độ chuyển đổi sử dụng gas sang các sản phẩm năng lượng khác tăng và một phần nguyên nhân nữa là do trong thời gian vừa qua việc quản lý

thị trường bán lẻ gas còn nhiều bất cập, xuất hiện nhiều nơi sang chiết gas trái phép quy mô lớn gây tổn thất cho doanh nghiệp.

**Biểu đồ 6: Tốc độ tăng trưởng doanh thu, giá vốn, chi phí**



Nguồn: BCTC PGS, PSI dự báo

Giá cả khí gas biến động mạnh trong năm 2009 và dần ổn định từ quý 2/2009 đến nay đã tạo điều kiện ổn định giá nhập khí gas đầu vào và ổn định chi phí giá vốn, dẫn đến tăng hiệu quả từ hoạt động kinh doanh của đơn vị.

Trong năm 2009, chi phí bán hàng của PGS tăng 48,2% so với năm 2008 do công ty chưa có kho chứa nên việc giao nhận chủ yếu bằng xe bồn nhận hàng từ kho Dinh Cố, hàng tháng phải liên hệ thuê kho để nhận thêm hàng.

**Bảng 7: Hiệu quả hoạt động kinh doanh của PGS**

	2007	2008	2009
Doanh thu thuần	1.383.489.093.230	1.713.015.236.667	1.979.399.831.670
Giá vốn hàng bán	1.305.959.083.533	1.632.516.009.783	1.834.806.333.759
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	77.530.009.697	80.499.226.884	144.593.497.911
Lợi nhuận biên	5,60%	4,70%	7,30%

Nguồn: Tổng hợp từ BCTC của PGS

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

2008	PGS	PGC	ASP	PVG	VMG	MTG
Sản lượng tiêu thụ LPG (tấn)	120.627	102.300	Na	88.937	Na	NA
Sản lượng tiêu thụ CNG (lit)	4.806.142	-	-	-	-	-
Doanh thu (triệu đồng)	1.713.015	1.688.226	1.429.124	1.294.031	919.730	133.035
Giá vốn (triệu đồng)	1.632.516	1.516.644	1.304.222	1.231.927	893.382	126.437
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	30.091	1.910	22.870	7.805	1.274	-15.576
ROA	3,65%	0,26%	4,04%	0,96%	0,41%	-8,52%
ROE	20,06%	0,76%	18,15%	2,93%	0,91%	-11,29%
EPS (đồng)	2.006	76	1.815	293	176	-1.947



Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo của các doanh nghiệp

**Bảng: So sánh hoạt động kinh doanh trong năm 2009**

2009	PGS	PGC	ASP	PVG	VMG	MTG
Doanh thu (triệu đồng)	<b>1.979.399</b>	1.659.071	1.584.559	1.535.168	374.547	192.114
Giá vốn (triệu đồng)	<b>1.834.806</b>	1.342.137	1.381.299	1.385.188	341.204	178.832
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	<b>38.256</b>	64.387	37.157	27.143	3.647	11.833
ROA	<b>3,09%</b>	6,39%	3,77%	2,61%	1,56%	5,64%
ROE	<b>19,94%</b>	11,39%	13,85%	8,78%	2,64%	7,90%
EPS (đồng)	<b>2.550</b>	2.537	1.628	1.020	380	1.479

Nguồn: Tổng hợp từ báo cáo của các doanh nghiệp

### Đánh giá với các công ty phân phối khí Gas đang niêm yết:

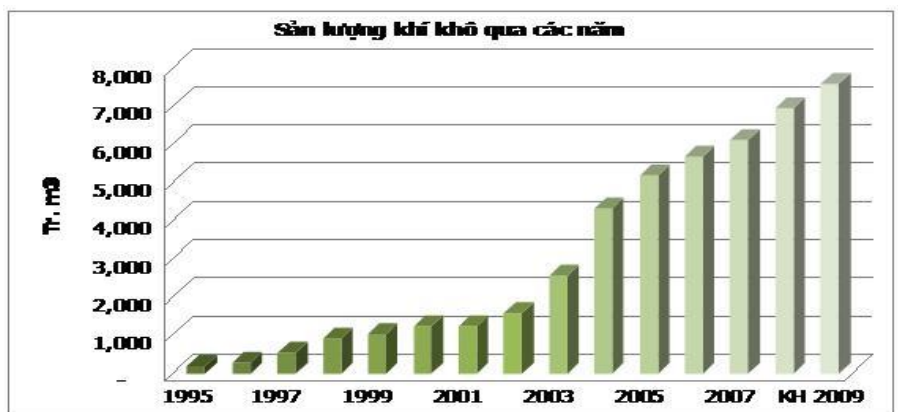
Trong các Công ty hoạt động trong ngành phân phối gas đang niêm yết thì PGS luôn là đơn vị có doanh thu và hiệu quả kinh doanh tốt nhất trong một các năm vừa qua. ROE của Công ty đạt 19,94% cao hơn so với đơn vị thứ 2 là 13,85%. EPS đạt 2.550 VNĐ/cổ phần cao hơn đơn vị thứ 2 là 2.537 VNĐ/cổ phần. Năm 2009 các công ty hoạt động trong ngành phân phối khí gas không có đơn vị nào hoạt động kinh doanh thua lỗ.

### TỔNG QUAN THỊ TRƯỜNG KHÍ GAS

Thị trường khí gas Việt Nam hiện nay chủ yếu gồm 2 loại khí là khí khô được phân phối qua hệ thống đường ống và khí hóa lỏng (LPG) được phân phối qua các tổng kho, xe bồn chuyên chở và được phân phối lại bởi hàng nghìn hãng phân phối bán lẻ khí gas trên thị trường.

#### Khí Khô

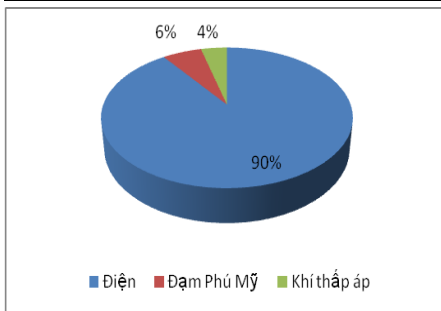
**Biểu đồ 8: Sản lượng khí thiên nhiên khô của Việt Nam**



Nguồn: PVGas

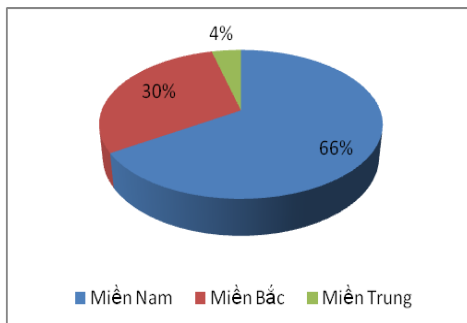
**Biểu 9: Cơ cấu tiêu thụ khí khô**

**Sản lượng khí khô tăng qua các năm:** Khí thấp áp của công ty chính là một sản phẩm trong nhóm sản phẩm khí khô. Nguồn khí khô này



Nguồn: PVGas

**Biểu 10: Thị phần tiêu thụ LPG**



Nguồn: PVGas

được cung cấp bởi PVGas từ mỏ Bạch Hổ, và hệ thống khí Nam Côn Sơn phục vụ cho các hộ tiêu dùng điện, đạm và công nghiệp tại khu công nghiệp Phú Mỹ, Mỹ Xuân, Nhơn Trạch, Gò Dầu và thành phố Hồ Chí Minh.

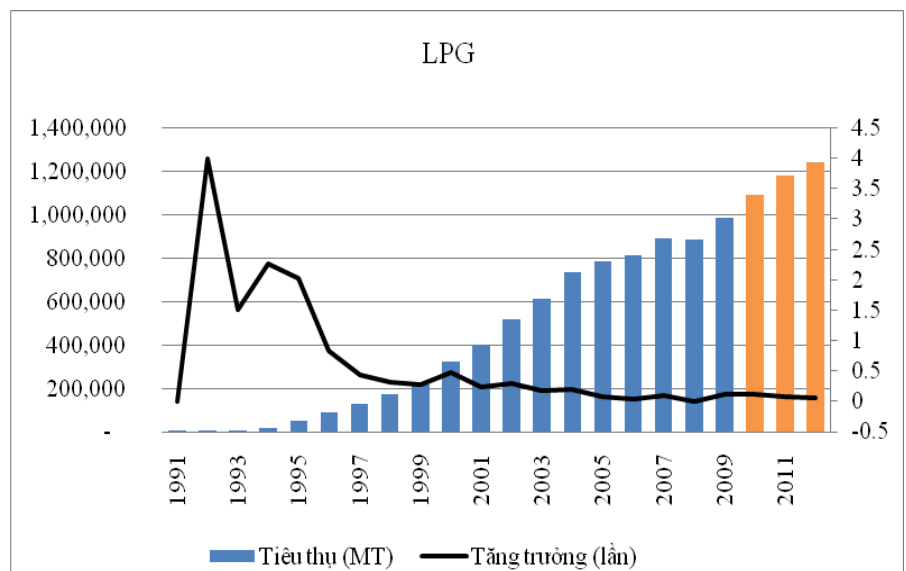
Trong tổng sản lượng tiêu thụ khí khô thì các nhà máy điện chiếm nhu cầu khoảng 90%, 6% đến từ nhà máy đạm và 4% là khí thấp áp phục vụ công nghiệp.

**LPG (Liquefied Petroleum Gas):** Là hỗn hợp hydrocarbon nhẹ, ở thể khí. LPG tồn tại trong thiên nhiên ở các giếng dầu hoặc giếng gas và cũng có thể sản xuất ở các nhà máy lọc dầu.

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

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

**Biểu 11: Khí hóa lỏng (LPG) của Việt Nam**



Nguồn: PVGas, PSI dự báo

Sản lượng tiêu thụ LPG của Việt Nam đã tăng mạnh trong các năm vừa qua. Trong giai đoạn 1991-2000 là giai đoạn thị trường tăng trưởng mạnh nhất với tốc độ tăng trưởng nhanh và mạnh tới hơn 100%. Trong giai đoạn 2000-2009 thị trường đã tăng trưởng chậm lại và dần ổn định. Giai đoạn 2010 thị trường dự kiến sẽ tăng khoảng 11%, giai đoạn 2011-



2012 vào khoảng 8%/năm.

**CNG (Compressed Natural Gas):** Đây là khí thiên nhiên nén, thành phần chủ yếu là methane (CH<sub>4</sub>) lấy từ các mỏ khí thiên nhiên, được xử lý và nén ở áp suất cao (200 bar) thành dạng lỏng và vận chuyển bằng các phương tiện giao thông chứ không vận chuyển bằng đường ống được.

CNG làm nhiên liệu thay thế cho các phương tiện sử dụng nhiên liệu khí nén và cho các tiêu dùng công nghiệp, dân dụng. Tuy nhiên sản lượng tiêu thụ còn thấp. Hiện nay trên thị trường Việt Nam cũng chỉ có công ty CNG Việt Nam (Công ty con của PGS) là đơn vị sản xuất và PGS là đơn vị phân phối CNG tại Việt Nam mà chủ yếu tại thị trường miền Nam.

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

**Biểu 16: Biến động giá gas tự nhiên trên thị trường hàng hóa CME**



Biểu đồ biến động giá Gas tự nhiên trong giai đoạn 2008-2010 cho thấy giá gas hiện nay đã giảm gần ½ so với giá đỉnh năm 2008 và tương đương với mức giá năm 2005. Điều này cũng là điều kiện giúp các doanh nghiệp phân phối gas hạ giá bán sản phẩm nhằm mở rộng thị phần.

Năm 2009 là năm biến động với các đơn vị kinh doanh gas trong quý 1 nhưng sau đó theo đà phục hồi của nền kinh tế thì các đơn vị cũng đã kinh doanh tốt trở lại từ quý 2. Năm 2010, chúng tôi dự báo sẽ là năm

hoạt động kinh doanh sẽ tiếp tục ổn định do nền kinh tế đang trong quá trình phục hồi, mức độ tiêu thụ khí gas tiếp tục tăng so với năm 2009.

### MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ

Nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển, tăng năng lực cạnh tranh, mở rộng hoạt động sản xuất kinh doanh giai đoạn 2009 – 2015, giữ vị thế dẫn đầu trong ngành công nghiệp kinh doanh khí hóa lỏng và thực hiện nghị quyết số 1142/NQ-DKVN ngày 06/03/2007 của Hội đồng Quản trị Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Hội đồng quản trị đã quyết định phương án tăng vốn điều lệ bằng việc phát hành thêm cổ phiếu để huy động vốn đầu tư vào các dự án cụ thể như sau:

Tên dự án	Vốn tự có đầu tư (đồng)	Thời gian Hoàn thành
Trạm chiết nạp khí CNG	34.575.879.922	
Kho và trạm chiết nạp LPG Dung Quất	17.943.743.400	07/2010
Mua thêm vỏ bình gas ,bổ sung và tái cơ cấu lại nguồn vốn Công ty	98.730.376.678	

### DỰ BÁO TÀI CHÍNH

#### Giả định doanh thu, giá vốn:

Dựa trên dự báo sản lượng tiêu thụ LPG trong tương lai và tốc độ đầu tư mới Tài sản cố định thì dự báo tốc độ tăng trưởng doanh thu của Công ty sẽ dựa trên sự tăng trưởng về sản lượng bán LPG và sẽ chiếm trên 90% tổng doanh thu.

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

Nguồn khí đầu vào chủ yếu vẫn đến từ việc khai thác tiếp tục khí từ mỏ Bạch Hổ, và tiếp tục được bổ sung từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Long Sơn. Ngoài ra một phần sẽ từ nhập khẩu.

Giá khí đầu vào dự kiến tăng dần trong tương lai dựa trên mức độ tăng giá từ giá giao trước trên thị trường CME Group.

Giá bán đầu ra được tính toán dựa trên sự thay đổi giá bán đầu vào, lợi nhuận biên sẽ tiếp tục ổn định và không quá 10%.

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
LPG (Tấn)	172.369	189.606	208.566	229.423	252.365	277.602
Xăng, dầu ('000 lít)	5.199	5.459	5.732	6.019	6.320	6.636

CNG ('000m3)	30.000	30.000	30.000	50.000	50.000	50.000
Nhớt ('000 lít)	296	326	359	394	434	477
Đạm (tấn)	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
<b>Doanh thu (tr VND)</b>	<b>2.216.928</b>	<b>2.438.620</b>	<b>2.682.483</b>	<b>2.950.731</b>	<b>3.245.804</b>	<b>3.570.384</b>
Giá vốn (tr VND)	2.050.658	2.255.724	2.481.296	2.714.672	2.986.140	3.284.754
Lợi nhuận gộp (tr VND)	166.270	182.896	201.187	236.059	259.664	285.630
<b>LNST (tr VND)</b>	<b>60.906</b>	<b>45.786</b>	<b>50.364</b>	<b>66.466</b>	<b>101.764</b>	<b>111.945</b>
EPS	2.833	1.831	1.679	2.216	2.908	2.799

*Nguồn: Kế hoạch PGS, PSI dự báo*

#### Các giả định khác:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu từ năm 2016 trở đi sẽ ổn định ở mức 5%/năm nhờ sự tăng trưởng sản lượng tiêu thụ và giá bán khí đầu ra.
- Chi phí bán hàng/doanh thu sẽ ở mức 5% trong giai đoạn 2010-2012, và 4,5% trong giai đoạn 2013 trở đi.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm 0,7%/tổng doanh thu bán hàng.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 10 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ tăng từ 150 tỉ lên 215 tỉ năm 2010, 300 tỉ năm 2012, 500 tỉ năm 2015,...
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 15%/năm

#### **Kết quả dự báo một số chỉ tiêu chính**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>Tổng tài sản</b>	1.236.836.121.729	1.686.517.712.727	1.940.789.451.672	2.147.062.205.198
<b>Vốn đầu tư của CSH</b>	150.000.000.000	215.000.000.000	250.000.000.000	300.000.000.000
<b>Doanh thu thuần</b>	1.979.399.831.670	2.216.927.811.470	2.438.620.592.617	2.682.482.651.879
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	38.256.386.920	56.406.311.185	61.986.196.099	66.564.815.709
<b>ROA</b>	3,09%	3,34%	3,19%	3,10%
<b>ROE</b>	19,94%	16,21%	16,12%	15,38%
<b>EPS (VND)</b>	2.550	2.624	2.479	2.219
<b>EBITDA</b>	68.024.201.162	95.927.027.256	106.770.300.441	119.011.156.426

*Nguồn: PGS, PSI dự báo*

## ĐỊNH GIÁ

### Kết quả định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B và để xác định mức giá kỳ vọng cho PGS. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành cung cấp khí gas tại Việt Nam. Mức giá phù hợp với giá trị của PGS vào khoảng 27.469 VNĐ/cổ phần.

Tổng hợp định giá					
Vùng giá của cổ phiếu PGS				So sánh với giá ngày 07/06/2010	Mức PE Forward năm 2010
Phương pháp FCFE	<div><div>34.043</div><div></div><div>41.168</div></div>			51,97% - 83,78%	12,97 – 15,69
Phương pháp FCFF	<div><div>20.434</div><div></div><div>26.227</div></div>			-8,77% - 17,08%	7,78 – 9,99
Phương pháp PE	<div><div>23.018</div><div></div><div>28.118</div></div>			2,76% - 25,52%	8,77 – 10,71
Phương pháp PB	<div><div>22.947</div><div></div><div>28.033</div></div>			2,44% - 25,15%	8,74 – 10,68

Nguồn: PSI

## PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Đơn vị: Triệu VND

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1. Doanh thu bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.385.302	1.713.015	1.979.400	2.216.928	2.438.620	2.682.482
2. Các khoản giảm trừ	1	-	-	-	-	-
3. Doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ	1.383.489	1.713.015	1.979.400	2.216.928	2.438.620	2.682.482
4. Giá vốn hàng bán	1.305.959	1.632.516	1.834.806	2.050.658	2.255.724	2.481.296
Tỷ lệ giá vốn / Doanh thu	94,40%	95,30%	92,70%	92,50%	92,50%	92,50%
5. Lợi nhuận gộp bán hàng và cung cấp dịch vụ	77.530	80.499	144.593	166.269	182.896	201.186
6. Doanh thu hoạt động tài chính	20.648	62.109	34.982	39.180	43.098	47.408
Trong đó: Thu nhập từ lãi vay	-	-	-	-	-	-
7. Chi phí tài chính	671	16.870	17.622	12.262	13.569	17.086
Trong đó: Chi phí lãi vay	-	-	-	-	-	-

8. Chi phí bán hàng	72.989	68.517	101.553	113.739	125.113	137.624
9. Chi phí quản lý doanh nghiệp	10.934	11.247	13.436	15.049	16.554	18.209
<b>10. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>13.583</b>	<b>45.973</b>	<b>46.964</b>	<b>64.398</b>	<b>70.757</b>	<b>75.673</b>
11. Thu nhập khác	5.861	1.445	11.217	15.243	16.767	18.444
12. Chi phí khác	31	14.753	14.485	4.433	4.877	5.364
13. Lợi nhuận khác	5.830	-13.307	-3.268	10.809	11.890	13.079
14. Lợi nhuận hoặc lỗ từ công ty liên kết	-	-	-	-	-	-
<b>15. Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế</b>	<b>19.413</b>	<b>32.665</b>	<b>43.695</b>	<b>75.208</b>	<b>82.648</b>	<b>88.753</b>
16. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	1.946	2.574	5.439	18.802	20.662	22.188
17. Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	-	-	-	-	-	-
<b>18. Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp</b>	<b>17.466</b>	<b>30.091</b>	<b>38.256</b>	<b>56.406</b>	<b>61.986</b>	<b>66.564</b>
EPS	1.164	2.006	2.550	2.624	2.479	2.219

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
<b>TÀI SẢN</b>						
<b>A. TÀI SẢN NGẮN HẠN</b>	<b>533.224</b>	<b>499.541</b>	<b>671.304</b>	<b>983.767</b>	<b>1.180.649</b>	<b>1.325.362</b>
<b>I. Tiền và các khoản tương đương tiền</b>	<b>83.881</b>	<b>34.283</b>	<b>166.743</b>	<b>218.518</b>	<b>337.863</b>	<b>397.283</b>
1. Tiền	53.881	34.283	146.546	218.518	337.863	397.283
2. Các khoản tương đương tiền	30.000	-	20.196	-	-	-
<b>II. Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn</b>	<b>200.000</b>	<b>193.113</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
1. Đầu tư ngắn hạn	200.000	193.113	-	-	-	-
2. Đầu tư ngắn hạn khác	-	-	-	-	-	-
3. Dự phòng giảm giá đầu tư ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
<b>III. Các khoản phải thu ngắn hạn</b>	<b>209.420</b>	<b>240.191</b>	<b>389.632</b>	<b>643.906</b>	<b>709.310</b>	<b>781.254</b>
1. Phải thu của khách hàng	185.429	184.068	376.886	475.847	523.432	575.775
2. Trả trước cho người bán	8.377	65.546	19.111	123.713	136.084	149.692
3. Phải thu nội bộ ngắn hạn	-	-	-	-	-	-
4. Phải thu theo tiến độ kế hoạch hợp đồng xây dựng	-	-	-	-	-	-
5. Các khoản phải thu khác	18.279	4.616	3.796	54.479	59.927	65.919
6. Dự phòng các khoản phải thu khó đòi	-3.115	-14.040	-10.133	-10.133	-10.133	-10.133
<b>IV. Hàng tồn kho</b>	<b>26.036</b>	<b>11.297</b>	<b>75.649</b>	<b>54.198</b>	<b>59.618</b>	<b>65.580</b>
1. Hàng tồn kho	26.036	11.297	75.649	54.198	59.618	65.580
2. Dự phòng giảm giá hàng tồn kho	-	-	-	-	-	-
<b>V. Tài sản ngắn hạn khác</b>	<b>13.885</b>	<b>20.655</b>	<b>39.279</b>	<b>67.143</b>	<b>73.858</b>	<b>81.243</b>
1. Tạm ứng	-	-	-	-	-	-
2. Chi phí trả trước ngắn hạn	2.486	5.121	7.045	13.858	15.244	16.7688
3. Thuế GTGT được khấu trừ	6.770	10.771	25.407	32.224	35.446	38.991
4. Các khoản khác phải thu Nhà nước	-	2.573	94	1.856	2.041	2.245
5. Tài sản ngắn hạn khác	4.628	2.189	6.731	19.205	21.125	23.238
<b>B. TÀI SẢN DÀI HẠN</b>	<b>223.863</b>	<b>325.238</b>	<b>565.531</b>	<b>702.750</b>	<b>760.139</b>	<b>821.699</b>
<b>I. Các khoản phải thu dài hạn</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>	<b>85</b>
1. Phải thu dài hạn khác	-	-	-	-	-	-
2. Phải thu dài hạn của khách hàng	-	-	-	-	-	-
3. Phải thu dài hạn khác	85	85	85	85	85	85
4. Dự phòng phải thu dài hạn khó đòi	-	-	-	-	-	-
<b>II. Tài sản cố định</b>	<b>37.362</b>	<b>109.959</b>	<b>322.304</b>	<b>348.256</b>	<b>375.549</b>	<b>404.003</b>
1. Tài sản cố định hữu hình	16.523	82.831	285.764	309.338	334.017	359.601
- Nguyên giá	33.027	105.751	319.120	351.032	386.136	424.749
- Giá trị hao mòn lũy kế	-16.503	-22.920	-33.355	-41.694	-52.118	-65.148
2. Tài sản cố định thuê tài chính	1.373	1.119	866	862	858	854
- Nguyên giá	1.521	1.521	1.521	1.597	1.677	1.761
- Giá trị hao mòn lũy kế	-147	-401	-654	-734	-818	-906
3. Tài sản cố định vô hình	4.026	10.615	11.475	11.437	11.393	11.393
- Nguyên giá	4.216	10.837	11.660	11.660	11.660	11.660
- Giá trị hao mòn lũy kế	-190	-222	-185	-222	-265	-321
4. Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	15.439	15.393	24.198	26.618	29.280	32.208
<b>III. Bất động sản đầu tư</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
- Nguyên giá	-	-	-	-	-	-
- Giá trị hao mòn lũy kế	-	-	-	-	-	-
<b>IV. Các khoản đầu tư tài chính dài hạn</b>	<b>75.167</b>	<b>73.017</b>	<b>107.807</b>	<b>113.416</b>	<b>119.413</b>	<b>126.010</b>
1. Đầu tư chứng khoán dài hạn	-	-	-	-	-	-
2. Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	-	-
3. Góp vốn liên doanh	-	-	54.518	59.970	65.967	72.564



	4. Đầu tư dài hạn khác	75.167	75.214	56.100	56.100	56.100	56.100
	5. Dự phòng giảm giá đầu tư dài hạn	-	-2.196	-2.811	-2.654	-2.654	-2.654
<b>V.</b>	<b>Lợi thế thương mại</b>	-	-	-	-	-	-
<b>VI.</b>	<b>Tài sản dài hạn khác</b>	<b>111.248</b>	<b>142.175</b>	<b>135.334</b>	<b>240.992</b>	<b>265.091</b>	<b>291.600</b>
	1. Chi phí trả trước dài hạn	111.248	142.175	135.334	240.992	265.091	291.600
	2. Tài sản thuê thu nhập hoãn lại	-	-	-	-	-	-
	3. Tài sản dài hạn khác	-	-	-	-	-	-
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>		<b>757.088</b>	<b>824.779</b>	<b>1.236.836</b>	<b>1.686.517</b>	<b>1.940.789</b>	<b>2.147.062</b>
<b>NGUỒN VỐN</b>							
<b>A.</b>	<b>NỢ PHẢI TRẢ</b>	<b>595.376</b>	<b>660.213</b>	<b>1.044.953</b>	<b>1.338.495</b>	<b>1.556.354</b>	<b>1.714.340</b>
<b>I.</b>	<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>381.966</b>	<b>293.023</b>	<b>801.802</b>	<b>1.086.528</b>	<b>1.276.515</b>	<b>1.386.517</b>
	1. Nợ ngắn hạn	287	287	25.287	20.406	20.447	20.492
	2. Phải trả người bán	323.921	257.378	567.205	788.248	946.515	1.026.635
	3. Người mua trả tiền trước	2.098	506	12.191	1.510	1.661	1.827
	4. Thuế và các khoản phải nộp nhà nước	3.850	189	3.797	2.237	2.461	2.707
	5. Phải trả nhân viên	3.066	4.453	10.034	9.985	10.983	12.081
	6. Chi phí phải trả	1.918	2.847	4.318	11.258	12.383	13.622
	7. Phải trả nội bộ	29.259	22.500	173.834	241.357	265.493	292.042
	8. Phải trả theo tiến độ HĐ xây dựng	-	-	-	-	-	-
	9. Các khoản phải trả, phải nộp khác	17.564	4.861	5.133	11.523	16.567	17.107
	10. Dự phòng phải trả nợ khó đòi	-	-	-	-	-	-
<b>II.</b>	<b>Nợ dài hạn</b>	<b>213.409</b>	<b>367.190</b>	<b>243.151</b>	<b>254.967</b>	<b>279.839</b>	<b>327.823</b>
	1. Phải trả dài hạn cho người bán	-	-	-	-	-	-
	2. Phải trả dài hạn nội bộ	150.000	150.000	60.465	169.191	186.110	204.721
	3. Phải trả dài hạn khác	62.427	66.496	181.781	81.781	92.634	121.897
	4. Vay và nợ dài hạn	-	150.694	-	-	-	-
	5. Thuế thu nhập hoãn lại phải trả	-	-	-	-	-	-
	6. Dự phòng trợ cấp mất việc làm	981	-	904	994	1.094	1.203
	6. Dự phòng phải trả dài hạn	-	-	-	-	-	-
<b>B.</b>	<b>NGUỒN VỐN</b>	<b>161.712</b>	<b>164.565</b>	<b>191.882</b>	<b>348.021</b>	<b>384.434</b>	<b>432.721</b>
<b>I.</b>	<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>160.084</b>	<b>163.518</b>	<b>190.698</b>	<b>342.381</b>	<b>378.236</b>	<b>426.064</b>
	1. Vốn đầu tư của chủ sở hữu	150.000	150.000	150.000	215.000	250.000	300.000
	2. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	100.000	100.000	100.000
	3. Vốn khác của chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-
	4. Cổ phiếu quỹ (*)	-	-	-	-	-	-
	5. Chênh lệch đánh giá lại tài sản	-	-	-	-	-	-
	6. Chênh lệch tỷ giá hối đoái	-	-	-	-	-	-
	7. Quỹ đầu tư phát triển	1.061	4.070	7.896	5.640	6.198	6.656
	8. Quỹ dự phòng tài chính	530	2.035	3.774	2.820	3.099	3.328
	9. Quỹ khác thuộc vốn chủ sở hữu	-	-	-	-	-	-
	10. Lợi nhuận chưa phân phối	8.492	7.412	29.027	18.920	18.938	16.080
	11. Nguồn vốn đầu tư XDCB	-	-	-	-	-	-
<b>II.</b>	<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>1.627</b>	<b>1.047</b>	<b>1.183</b>	<b>5.640</b>	<b>6.198</b>	<b>6.656</b>
	1. Quỹ khen thưởng, phúc lợi	1.147	6.801	1.183	5.640	6.198	6.656
	2. Nguồn kinh phí	-	-	-	-	-	-
	3. Nguồn kinh phí đã hình thành TSCĐ	-	-	-	-	-	-
<b>C.</b>	<b>LỢI ÍCH CỦA CỔ ĐÔNG THIỂU SỐ</b>	-	-	-	-	-	-
<b>TỔNG CỘNG NGUỒN VỐN</b>		<b>757.088</b>	<b>824.779</b>	<b>1.236.836</b>	<b>1.686.517</b>	<b>1.940.789</b>	<b>2.147.062</b>

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

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

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



## **PSI** CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

### **BAN PHÂN TÍCH**

**Phó Giám đốc phụ trách Ban**

**Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn**

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

**Nghiên cứu thị trường**

**Hoàng Anh Tuấn**  
tuanha1@psi.vn

**Lê Thanh Tùng**  
tunglt@psi.vn

**Phân tích ngành, công ty**

**Nguyễn Minh Hạnh**  
hanhnm@psi.vn

**Bùi Đức Hoàn**  
hoanbd@psi.vn

**Trương Trần Dũng**  
dungtt@psi.vn

**Nghiên cứu kinh tế vĩ mô**

**Ninh Quang Hải**  
hainq@psi.vn