



**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	<b>MUA</b>
Giá kỳ vọng	24,829
Giá thị trường ngày 09.06.2015	22,200
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	50
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	1,100
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	908
Sở hữu nước ngoài (%)	11.97%
KLTB 10 ngày (cp)	650,185
Giá thấp nhất 52T (đ)	44,800
Giá cao nhất 52T (đ)	14,800
+/- 7 ngày qua	+11%
+/- 1 tháng qua	+13%

**Chuyên viên phân tích**  
**Vũ Thu Hà**  
Email : [havt@bsc.com.vn](mailto:havt@bsc.com.vn)  
Tel:+ 84.39352722 (108)

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu PGS** với giá mục tiêu 12 tháng là từ **24,829 đồng/cp (+12% so với giá thị trường ngày 09.06.2015)**. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2015-2019 nhờ sản lượng tăng nhanh và giá đầu vào được điều tiết theo biến động của giá dầu thay vì được cố định như trước đây giúp doanh nghiệp chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

**PGS là doanh nghiệp chuyên kinh doanh khí hóa lỏng LPG và khí nén tự nhiên CNG** với thị trường từ Đà Nẵng đến Cà Mau. PGS hiện là doanh nghiệp bán lẻ LPG lớn nhất Việt Nam, chiếm khoảng 33% thị phần Miền Nam và trên 15% thị phần cả nước. Đồng thời, PGS hiện vẫn là nhà cung cấp CNG trong nước duy nhất cho thị trường Việt Nam.

**Suy giảm trong năm 2014 do ảnh hưởng của giá dầu:** do giá bán các sản phẩm của doanh nghiệp đều được tính dựa trên tương quan với giá dầu nên việc giá dầu giảm mạnh từ nửa cuối năm 2014 đã ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, khiến lợi nhuận suy giảm 19%.

**Phục hồi mạnh mẽ trong năm 2015:** với việc thay đổi chính sách tính giá khí CNG đầu vào theo giá dầu và sản lượng tiêu thụ tăng mạnh, BSC dự báo năm 2015, PGS sẽ đạt 6,519 tỷ đồng doanh thu (-13%y.o.y) và 223 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế(+17%y.o.y), tương đương EPS 2015 đạt 2,907 đồng/cổ phiếu. Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định giá dầu ở mức trung bình 60 USD/thùng trong năm 2014.

**Tỷ lệ cổ tức cao năm 2014:** năm 2014, doanh nghiệp đã chia 15% cổ tức bằng tiền mặt và 31% cổ tức bằng cổ phiếu. Năm 2015, doanh nghiệp dự kiến chia 14% cổ tức bằng tiền mặt. Với kỳ vọng kết quả kinh doanh khả quan trong năm 2015 và tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2015-2019, chúng tôi dự báo tỷ lệ cổ tức của doanh nghiệp sẽ ở mức cao trong các năm tới.

Các chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013	2014
<b>DTT (tỷ đ)</b>	3,705	5,764	6,375	6,902	7,484
<b>% y-o-y</b>	87%	56%	11%	8%	8%
<b>TTS (tỷ đ)</b>	2,486	3,276	2,921	3,070	3,203
<b>VCSH (tỷ đ)</b>	351	738	810	914	942
<b>CPLH (Triệu cp)</b>	15.88	38.00	38.00	38.00	38.00
<b>LNST (tỷ đ)</b>	275	343	212	238	191
<b>% y-o-y</b>	587%	25%	-38%	12%	-19%
<b>EPS (đ/cp)</b>	14,555	6,518	3,981	4,711	3,691
<b>Giá trị sổ sách (đ/cp)</b>	20,876	18,509	20,438	23,167	23,900
<b>Lợi nhuận gộp biên</b>	11%	17%	15%	16%	15%
<b>ROS</b>	7%	6%	3%	3%	3%
<b>ROE</b>	78%	46%	26%	26%	20%
<b>ROA</b>	11%	10%	7%	8%	6%

Nguồn: BCTC PGS, BSC tổng hợp

**GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP**
**Giới thiệu chung**

Tên công ty:	CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam
Tên giao dịch:	CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam
Tên viết tắt:	PV Gas South
Địa chỉ:	Lầu 4, tòa nhà Petro Vietnam, Số 1-5 Lê Duẩn, P. Bến Nghé, Q.1, Tp. HCM
Tel:	(84-8)39100108-39100324
Fax:	(84-8)39100097-39100325
Website:	http://www.pgs.com.vn

Vốn điều lệ tính đến ngày 30/04/2015:	500,000,000,000 đồng
Lĩnh vực hoạt động	Kinh doanh khí hóa lỏng và các sản phẩm dầu khí
Ngành nghề kinh doanh chính	Kinh doanh khí hóa lỏng và các sản phẩm dầu khí

**Lịch sử hình thành**

Thời gian	Sự kiện
28/03/2000	Xí nghiệp Kinh doanh các sản phẩm Khí miền Nam được thành lập.
12/04/2006	Công ty Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam được thành lập
25/07/2007	PV Gas South chính thức đi vào hoạt động theo hình thức Công ty Cổ phần
28/05/2007	CTCP CNG Việt Nam chính thức được thành lập
15/11/2007	Cổ phiếu của Công ty chính thức niêm yết trên HNX với mã cổ phiếu PGS
28/10/2009	Thông qua việc chuyển nhượng phần vốn góp của PV GAS tại CTCP CNG Việt Nam cho PV Gas South
07/07/2010	Thông qua việc chuyển nhượng 5% vốn góp của PV Gas D tại CTCP CNG Việt Nam cho PV Gas South
28/07/2011	Công ty TNHH MTV Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Đông (PV Gas Saigon) được thành lập
1/10/2011	PV GAS Saigon mua lại 2 công ty con là Công ty TNHH MTV Dầu khí Anpha Tây Nguyên và Công ty TNHH MTV Dầu khí Anpha Tây Ninh
10/12/2013	Thông qua việc mua lại 45% vốn góp của Ủy ban Dầu khí Thái Lan(PTT) tại VT GAS

**Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 24/12/2014**

Tên	Số CP	% Vốn	Loại cổ phần
Tổng Công ty Khí Việt Nam- Công ty Cổ phần	13,400,000	35.26%	Phổ thông
Halley Sicav- Hally Asian Prospercity	3,596,300	9.46%	Phổ thông

**Cơ cấu cổ đông đến 24/12/2014**

Danh mục	Số lượng cổ phần	Tỷ trọng (%)	Loại cổ phần
<b>Cổ đông nhà nước</b>	<b>13,400,000</b>	<b>35.26%</b>	
<b>Cổ đông nội bộ</b>	<b>26,500</b>	<b>0.07%</b>	
- Hội đồng quản trị	10,000	0.03%	Phổ thông
- Ban kiểm soát	16,500	0.04%	Phổ thông
- Ban Giám đốc	0	0.00%	Phổ thông
<b>Cổ đông bên ngoài</b>	<b>24,573,500</b>	<b>64.67%</b>	<b>Loại cổ phần</b>
- Trong nước	24,118,640	52.70%	Phổ thông
- Nước ngoài	4,548,600	11.97%	Phổ thông
<b>Tổng cộng</b>	<b>38,000,000</b>	<b>100%</b>	<b>Phổ thông</b>

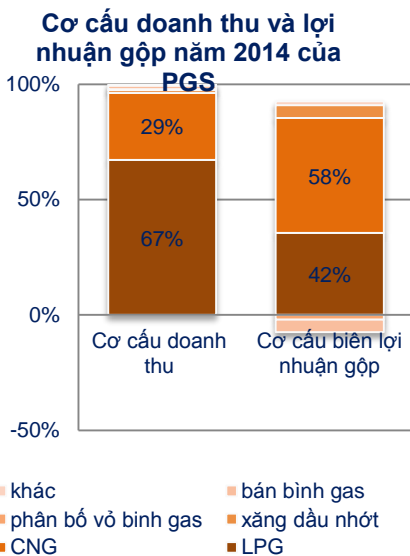
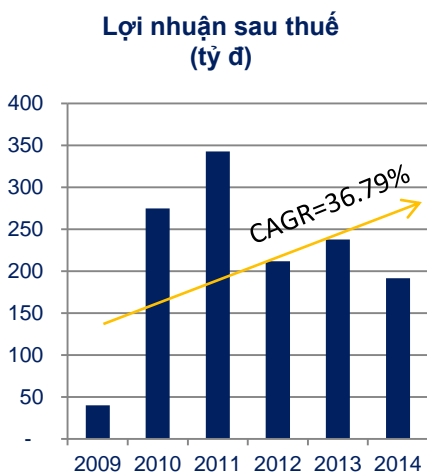
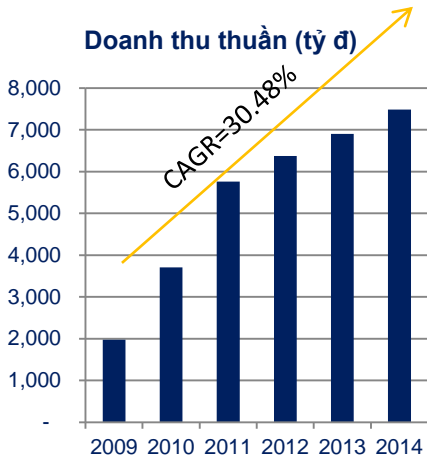
**Danh sách công ty con:**

Công ty	Vốn góp	% sở hữu
<b>CTCP CNG Việt Nam</b>	149,042,630,000	55.2%
<b>Công ty TNHH MTV Khí hóa lỏng Việt Nam (VT- GAS)</b>	133,000,000,000	100%
<b>Công ty TNHH MTV Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Đông (PV Gas Saigon)</b>	100,000,000,000	100%

**Quá trình tăng vốn điều lệ:**

Thời gian	Vốn điều lệ	Hình thức tăng vốn
2007	150,000,000,000	Cổ phần hóa
2010	158,756,000,000	Phát hành thêm
2011	380,000,000,000	Phát hành thêm
2015	500,000,000,000	Trả cổ phiếu thưởng

**HOẠT ĐỘNG CỐT LÕI CỦA DOANH NGHIỆP**



CTCP Khí hóa lỏng Miền Nam hiện là một trong những công ty kinh doanh khí lớn nhất Việt Nam với 2 sản phẩm chính là khí dầu mỏ hóa lỏng LPG và khí nén thiên nhiên CNG.

**Suy giảm trong năm 2014 do ảnh hưởng của giá dầu:** do giá bán các sản phẩm của doanh nghiệp đều được tính dựa trên tương quan với giá dầu trong khí giá đầu vào khí CNG lại được cố định nên việc giá dầu giảm mạnh từ nửa cuối năm 2014 đã ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp, khiến lợi nhuận suy giảm 19%.

**Lợi thế từ Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam và Tổng Công ty Khí Việt Nam:** với vị thế là thành viên của PVN và là công ty con của PVGAS, PGS có lợi thế hơn các công ty kinh doanh khí khác trong việc chủ động nguồn khí đầu vào, đồng thời được hưởng những ưu đãi khi lấy nguyên liệu từ các nhà máy lọc dầu, nhà máy xử lý khí trong tập đoàn.

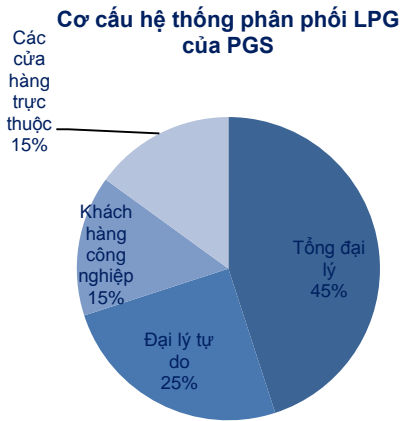
**KHÍ DẦU MỎ HÓA LỎNG LPG**

**Khí dầu mỏ hóa lỏng LPG** là hỗn hợp Hydrocarbon nhẹ ở thể khí chủ yếu gồm propane và butane. LPG tồn tại trong thiên nhiên ở các mỏ dầu hoặc mỏ khí dầu và cũng có thể sản xuất ở các nhà máy lọc dầu trong quá trình chưng cất dầu thô. LPG là chất đốt sạch, có thể bảo quản và vận chuyển dưới dạng lỏng trong điều kiện áp suất trung bình ở nhiệt độ môi trường. LPG là nguồn nhiên liệu quan trọng được sử dụng trong dân dụng, thương mại, công nghiệp và phương tiện giao thông vận tải.

**PGS là đơn vị kinh doanh LPG lớn nhất tại khu vực miền Nam Việt Nam** với thị phần lên tới 34.5%. Trong năm 2014, PGS đã cung cấp 234 nghìn tấn LPG cho thị trường miền Nam và miền Trung. Sản phẩm LPG của PGS gồm có LPG bình 12Kg và bình 45 kg cung cấp cho các hộ gia đình, nhà hàng, khách sạn, bếp ăn...và sản phẩm LPG rời cung cấp cho các nhà máy, khu chế xuất, các công ty kinh doanh Gas thông qua xe bồn..

**Kinh doanh LPG là hoạt động quan trọng nhất của PGS**, đóng góp đến 67% doanh thu và 42% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp. Việc kinh doanh LPG được thực hiện thông qua công ty mẹ và 2 công ty con 100% vốn gồm Công ty TNHH MTV Khí hóa lỏng Việt Nam (V-T Gas) và Công ty TNHH MTV Khí hóa lỏng Miền Đông (PV Gas Saigon).

**Hệ thống phân phối rộng khắp, trải đều từ Đà Nẵng đến Cà Mau:** hệ thống phân phối LPG của PGS hiện có 31 trạm chiết nạp LPG được trải đều từ Đà Nẵng đến Cà Mau với tổng công suất đạt 24.58 nghìn



tấn/tháng. Trong đó, 16 trạm thuộc sở hữu của PGS với tổng công suất 4.405 nghìn tấn/tháng và còn lại 15 trạm được thuê hàng tháng.

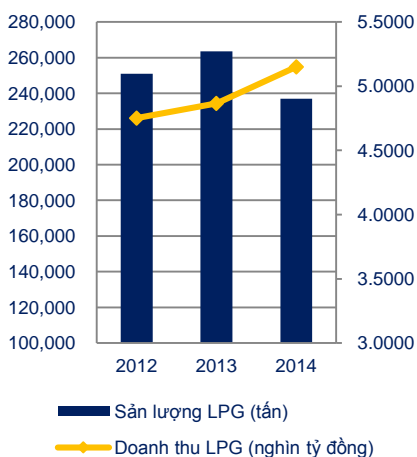
**Các sản phẩm LPG của PGS**



**Hệ thống các trạm chiết nạp LPG của PGS**



**Kết quả kinh doanh LPG của PGS**

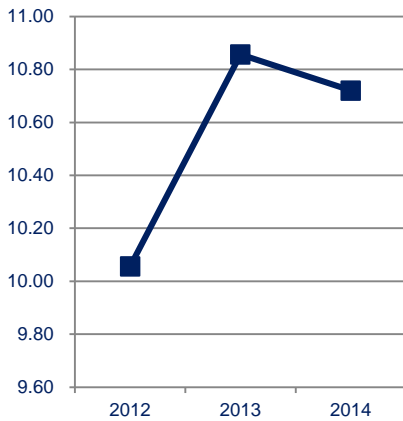


**Kinh doanh LPG tăng trưởng hàng năm:** việc giá LPG tăng mạnh trong từ cuối năm 2013 đến nửa đầu năm 2014 khiến nhu cầu LPG sụt giảm do chi phí tốn kém hơn các nguồn nhiệt lượng khác. Năm 2014, khoảng mặc dù sản lượng suy giảm 10.1% nhưng nhờ giá LPG duy trì ở mức cao trong nửa năm đầu nên doanh thu kinh doanh LPG của PGS vẫn tăng 6%, đạt 5,149 tỷ đồng

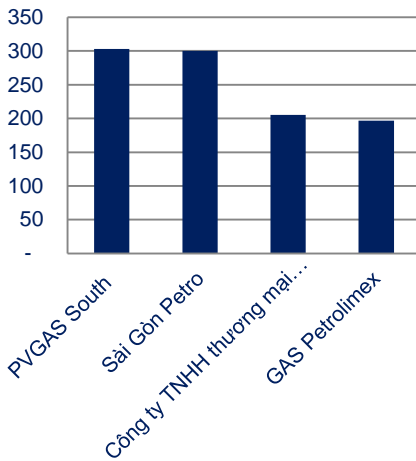
**Giá LPG biến động theo giá dầu:** giá LPG tại thị trường Việt Nam được xác lập trên cơ sở giá hợp đồng Contract price- giá CP do Saudi Aramco công bố hàng tháng. Sau khi tăng mạnh vào cuối năm 2013, giá LPG liên tục suy giảm trong năm 2014. Khác với chu kỳ hàng năm là giá LPG thường tăng lại vào 6 tháng cuối năm do nhu cầu tiêu thụ khí đốt vào mùa lạnh tăng cao thì 6 tháng 2014 chứng kiến sự suy giảm mạnh của giá dầu thô kéo theo giảm giá LPG- sản phẩm của lọc hóa dầu. Tính đến tháng 12/2014, giá LPG đã giảm 35% so với tháng 12/2013.

**Giá bán LPG của PGS ở mức cao:** theo giá bán được công bố định kỳ hàng tháng của cục quản lý giá bộ tài chính, giá bán lẻ LPG bình 12kg của PGS luôn cao hơn 3,000 đồng/bình 12kg so với Saigon Petro

Biên lợi nhuận gộp LPG (%)



Giá bán LPG bình 12kg tháng 4/2015



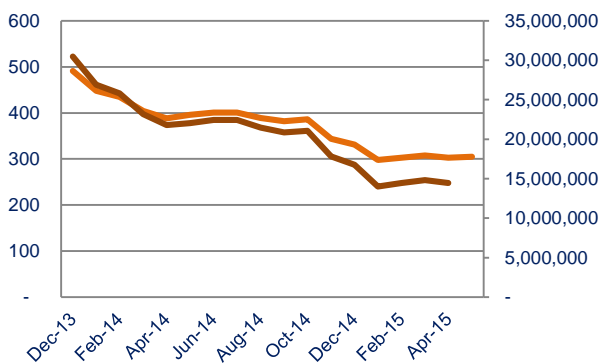
và giá bán LPG tại miền Nam luôn cao hơn so với miền Bắc.

**PGS có lợi thế nguồn đầu vào LPG:** LPG tại Việt Nam được cung cấp từ 3 nguồn chính là Nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất, Nhà máy xử lý khí Dinh Cố và nguồn LPG nhập khẩu. Với lợi thế là thành viên của PVN và công ty con của PVGAS Việt Nam, PGS được cung cấp khoảng 50% lượng LPG sản xuất từ Nhà máy xử lý khí Dinh Cố và 25% lượng LPG sản xuất từ Nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất. Ngoài ra, PVGAS còn là đơn vị nhập khẩu LPG lớn nhất Việt Nam, nên nguồn LPG nhập khẩu của PGS cũng luôn được đảm bảo. Hơn nữa, chất lượng LPG của PGS được đảm bảo hơn các doanh nghiệp khác do chủ yếu nhập từ Dinh Cố và nhập khẩu, LPG có hàm lượng butane cao, propane cao, đỡ hao gas hơn LPG từ Dung Quất có hàm lượng butane thấp, propane cao.

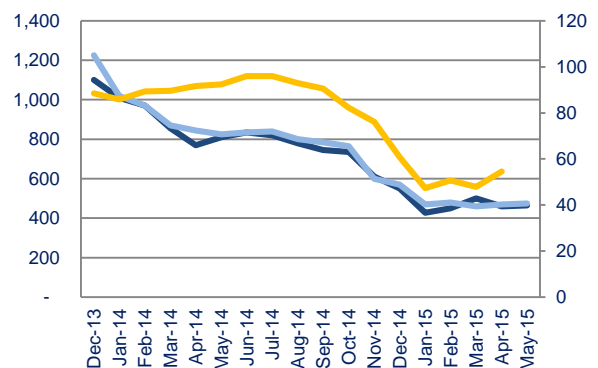
**Hoạt động kinh doanh LPG được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng trưởng ổn định:**

- **Sản lượng tăng nhờ mở rộng thị phần:** PGS đang đàm phán để mua lại 2 thương hiệu LPG cùng ngành với mục tiêu tăng 0.5% thị phần lên 35%. Hơn nữa, sản lượng tiêu thụ LPG tại Việt Nam năm 2015 được dự báo đạt 1.5 triệu tấn, tăng 12% so với năm 2014.
- **Giá LPG được kỳ vọng sẽ tăng lại từ nửa cuối năm 2015:** do là sản phẩm của lọc hóa dầu nên giá LPG chịu ảnh hưởng trực tiếp bởi biến động của giá dầu. Với việc dự báo giá dầu sẽ phục hồi và nhu cầu tiêu thụ khí đốt tăng lên trong mùa lạnh, giá LPG được kỳ vọng sẽ tiếp tục tăng lên vào cuối năm theo chu kỳ các năm trước.

Giá bán LPG tại Việt Nam



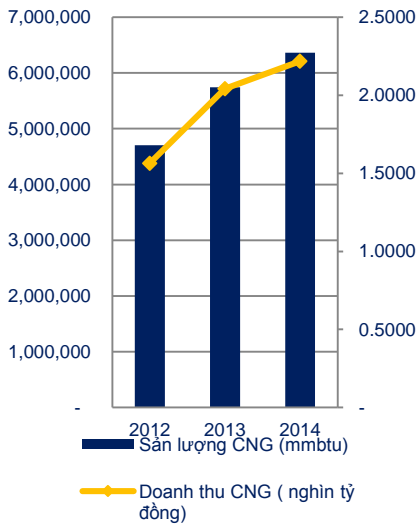
Giá dầu và giá CP thế giới



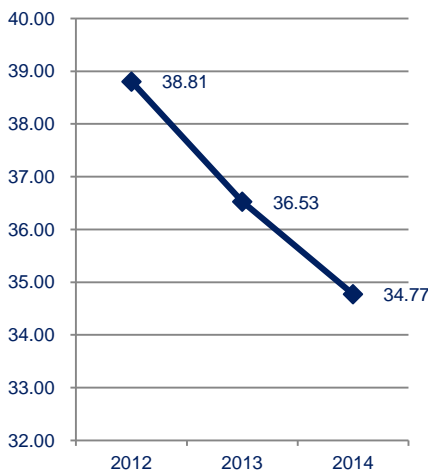
— PVGAS South (nghìn VND/bình 12kg)  
— PV GAS (VND/tấn)

— Propane (USD/tấn) — Butane (USD/tấn)  
— Giá dầu WTI (USD/thùng)

**Kết quả kinh doanh CNG hợp nhất của PGS**



**Biên lợi nhuận gộp kinh doanh CNG**



**KHÍ NÉN THIÊN NHIÊN CNG**

**PGS hiện vẫn là đơn vị duy nhất cung cấp khí nén thiên nhiên CNG tại Việt Nam** với 3 trạm khí nén CNG lớn có tổng công suất đạt 215 triệu m<sup>3</sup>/năm gồm trạm CNG KCN Mỹ Xuân có công suất 100 triệu m<sup>3</sup>/năm; trạm CNG KCN Hiệp Phước có công suất 20 triệu m<sup>3</sup>/năm thuộc công ty mẹ PV Gas South và trạm CNG KCN Phú Mỹ I có công suất 95 triệu m<sup>3</sup>/năm thuộc công ty con CNG Việt Nam.

**CNG là khí thiên nhiên nén**, thành phần chủ yếu là CH<sub>4</sub>-metane chiếm đến 85-95% được lấy từ những mỏ khí thiên nhiên, mỏ dầu (khí đồng hành) hoặc khí nhà máy (thu được trong quá trình sản xuất của các nhà máy lọc dầu) qua xử lý và nén ở áp suất cao để tồn trữ vào bồn chuyên dụng và vận chuyển tới các hộ tiêu thụ là các nhà máy có sử dụng nhiệt năng, các khu chung cư...

**Hoạt động kinh doanh CNG góp lợi nhuận lớn nhất cho doanh nghiệp do biên lợi nhuận cao:** với biên lợi nhuận cao gấp hơn 2 lần biên lợi nhuận mảng LPG, hoạt động kinh doanh CNG mặc dù chỉ chiếm 29% doanh thu nhưng đóng góp đến 58% lợi nhuận gộp cho doanh nghiệp.

**Hoạt động kinh doanh CNG tăng trưởng mạnh trong giai đoạn 2012-2014:** trong giai đoạn 2012-2014, sản lượng tiêu thụ CNG tăng trung bình 16%/năm, giúp doanh thu kinh doanh CNG hợp nhất của PGS tăng trung bình 19%/năm. Năm 2014, do diễn biến giá dầu lao dốc từ nửa cuối năm nên giá CNG bán cho khách hàng cũng được chiếu khấu giảm theo trong khi giá CNG đầu vào chưa thay đổi khiến biên lợi nhuận sụt giảm mạnh trong năm 2014 xuống còn 35%

**Biên lợi nhuận kinh doanh CNG phụ thuộc nhiều vào PVN:** trước năm 2015, giá đầu vào CNG được quyết định và điều chỉnh tăng hàng năm bởi PVN trong khi đó giá bán khí CNG cho khách hàng được tính theo chiếu khấu giá dầu FO và DO. Trong giai đoạn 2012-2014, biên lợi nhuận kinh doanh CNG đã suy giảm từ 38.81% xuống còn 34.77% do việc tốc độ tăng giá khí đầu vào nhanh hơn giá khí đầu ra.

**Áp lực từ sản phẩm thay thế lớn:** việc giá khí ở mức cao và không ổn định đã dẫn đến việc nhiều khách hàng chuyển sang dùng sản phẩm thay thế là biomass. Đặc biệt là với doanh nghiệp chế biến thực phẩm do chi phí thấp hơn khoảng 20-30% trong khi việc thay đổi công nghệ không phức tạp và không cần đầu tư lớn. Thực tế, trong năm 2013 và 2014, khách hàng lớn như Ajinomoto, Glatz Finepaper và FrieslandCampina Việt Nam (Sữa Cô gái Hà Lan) đã chuyển sang dùng biomass. Ngoài ra, khách hàng dân cư có xu hướng chuyển sang dùng bếp điện hoặc từ để bảo đảm an toàn và ổn định.

**Màng CNG sẽ tăng trưởng mạnh từ năm 2015:**

- **Sản lượng tiêu thụ tăng mạnh:** bên cạnh việc gia tăng sản lượng tiêu thụ từ các khách hàng cũ nhờ đẩy mạnh sản xuất, từ năm 2015, công ty mẹ PGS đã ký kết được hợp đồng cung cấp CNG cho nhà máy Samsung với sản lượng tiêu thụ khoảng 15 m3/năm từ tháng 11//2015 đến 2018 và tăng lên 25 triệu m3/năm từ tháng 06/2016. Đối với công ty con CNG Việt Nam, việc mở rộng thị trường ra miền Bắc sẽ giúp sản lượng tiêu thụ của công ty tăng mạnh. Cụ thể doanh nghiệp dự kiến tiêu thụ 10 triệu m3 tại thị trường phía Bắc trong năm 2015.
- **Cơ chế giá khí mới giúp cải thiện và ổn định biên lợi nhuận:** bắt đầu từ 2015, giá đầu vào CNG được tính dựa theo chiết khấu giá dầu FO của Petrolimex công bố hàng ngày thay vì được cố định như trước đây. Nhờ vậy, giá khí đầu vào hiện tại giảm khoảng 30% so với năm 2014. Việc giá khí cả 2 đầu mua và bán đều được tính theo chiết khấu giá dầu FO giúp doanh nghiệp chủ động được hơn trong hoạt động sản xuất kinh doanh, duy trì biên lợi nhuận ổn định, thay vì phụ thuộc nhiều vào chính sách giá của PVN như trước đây.

**TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP**

Chỉ tiêu cơ bản	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Vốn vay/VCSH	2.07	1.33	0.96	0.59	0.47
Tổng tài sản/VCSH	7.09	4.44	3.60	3.36	3.40
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
TS dài hạn/ Tổng TS	0.52	0.56	0.59	0.43	0.42
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.48	0.44	0.41	0.57	0.58
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT nhanh	0.78	0.90	0.76	0.94	0.91
Hệ số TT ngắn hạn	0.88	0.94	0.85	1.07	1.01
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>					
Số ngày phải thu	44	34	30	34	41
Số ngày tồn kho	12	8	7	10	11
Số ngày phải trả	80	74	62	61	74
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>					
Lợi nhuận gộp biên	11%	17%	15%	16%	15%
ROS	7%	6%	3%	3%	3%
ROE	78%	46%	26%	26%	20%
ROA	11%	10%	7%	8%	6%

**Cơ cấu vốn được cải thiện mạnh mẽ:** sau khi tăng mạnh trong giai đoạn 2010-2011 chủ yếu do tăng đầu tư cho hoạt động kinh doanh CNG, vốn vay của doanh nghiệp liên tiếp được giảm qua các năm tiếp theo , hệ số vốn

vay/VCSH giảm đã giảm mạnh từ 2.07 vào năm 2010 xuống 0.47 vào năm 2014. Hiện tại, vay nợ của doanh nghiệp chủ yếu là vay ngắn hạn (chiếm 72% tỷ trọng vay nợ năm 2014) để bổ sung cho nguồn vốn lưu động của doanh nghiệp.

**Tăng tỷ trọng tài sản ngắn hạn:** do công ty con CNG Việt Nam áp dụng phương pháp khấu hao nhanh nên tài sản cố định hợp nhất của doanh nghiệp suy giảm liên tục trong giai đoạn 2011-2014, khiến tỷ trọng tài sản ngắn hạn tăng từ 0.48 năm 2010 lên 0.58 năm 2014.

**Khả năng thanh toán ngắn hạn cải thiện:** trong giai đoạn 2011-2014, hệ số thanh toán đã được tăng dần từ mức 0.78 lên 0.91 đối với hệ số thanh toán nhanh và từ mức 0.88 lên 1.01 đối với hệ số thanh toán ngắn hạn.

**Năng lực hoạt động tương đối tốt:** do lợi thế là công ty con của PVGAS nên PGS áp lực trả nợ từ phía nhà cung cấp không lớn, số ngày phải trả của doanh nghiệp có thể được kéo dài đến 74 ngày trong khi đó số ngày phải thu chỉ có 41 ngày. Hơn nữa, hàng tồn kho của doanh nghiệp chỉ gồm có LPG và được quản lý hiệu quả nên số ngày tồn kho chỉ có 11 ngày.

**Khả năng sinh lời giảm nhẹ:** năm 2014, do việc giảm mạnh của giá dầu trong nửa cuối năm dẫn đến lợi nhuận và biên lợi nhuận suy giảm so với các năm trước.

## ĐÁNH GIÁ RỦI RO ĐẦU TƯ

**Rủi ro biến động giá dầu:** hiện tại do cả giá khí mua vào và giá khí bán ra của doanh nghiệp đều được tính toán dựa trên giá dầu nên biến động giá dầu sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả kinh doanh của doanh nghiệp. Chúng tôi nhận định đây hiện là rủi ro trọng yếu nhất của doanh nghiệp. Các tổ chức lớn như Goldman Sachs, EIA đều dự báo giá dầu sẽ chạm đáy vào quý II/2015 và tăng nhẹ vào 2 quý cuối năm. Về dài hạn, giá dầu được dự báo là sẽ tăng trở lại vào các năm tới. Do vậy rủi ro từ giá dầu sẽ được giảm dần trong các năm tới.

**Rủi ro biến động nguồn đầu vào:** hiện nay cơ chế tính giá và sản lượng khí CNG bán cho PGS được PVN ủy quyền cho PVGAS quyết định. Do vậy nguồn đầu vào CNG của doanh nghiệp phụ thuộc hoàn toàn vào PVN và PVGAS và khi PVN và PVGAS có những thay đổi trong cơ chế cung cấp khí CNG cho PGS đều sẽ ảnh hưởng trực tiếp tới kết quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp.

## TRIỂN VỌNG NGÀNH KHÍ

### NGÀNH KHÍ PHỤC HỒI SAU SỰ SUY GIẢM MẠNH NĂM 2014

**Sản lượng khai thác khí tăng nhẹ:** tính chung 5 tháng đầu năm 2015, sản lượng khai thác khí đạt 4.5 tỷ m<sup>3</sup>, tăng nhẹ 1.6% so với cùng kỳ. Kế hoạch năm 2015, PVN dự kiến khai thác 9.8 tỷ m<sup>3</sup> khí, tăng 5.9% so với thực hiện năm 2014.

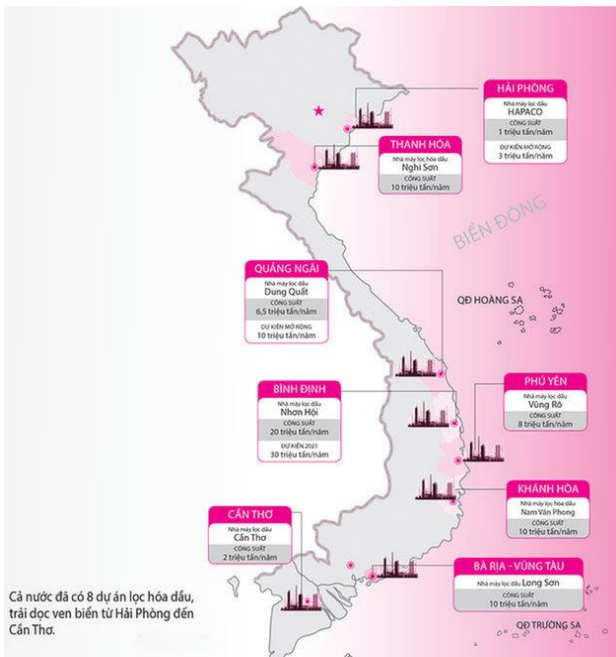
**Nhu cầu LPG dự báo tăng mạnh:** theo “Quy hoạch phát triển hệ thống sản xuất và phân phối khí dầu mỏ hóa lỏng Việt Nam giai đoạn đến năm 2020, có xét đến năm 2030” được phê duyệt bởi Bộ Công Thương ngày 21/12/2013, nhu cầu sử dụng LPG trong nước bình quân sẽ tăng từ 16kg/người/năm vào năm 2013 lên 30kg/người/năm vào năm 2020 và



khoảng 50kg/người/năm vào năm 2030.

**Số lượng các nhà máy lọc dầu và chế biến khí tăng mạnh:** hiện tại Việt Nam đang triển khai xây dựng nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn có công suất 10 triệu tấn/năm, giúp tăng tổng công suất lọc hóa dầu ở Việt Nam từ 6.5 triệu tấn/năm lên 16.5 triệu tấn/năm từ 2017. Ngoài ra, nhà máy xử lý khí GPP Cà Mau dự kiến sẽ được triển khai vào cuối năm 2015 sau khi hoàn thành có thể cũng cấp 207,500 tấn LPG/năm. Nhờ vậy, đến năm 2020, Việt Nam có thể sản xuất khoảng 850,000 tấn LPG/năm, đáp ứng khoảng 50% nhu cầu trong nước. Xa hơn, sau 2020, hàng loạt các nhà máy lọc hóa dầu lớn được xây dựng như Long Sơn, Vũng Rô, Nam Vân Phong, Nhơn Hội sẽ giúp đáp ứng khoảng 60% nhu cầu LPG trong nước.

**Giá khí sẽ tăng trở lại theo giá dầu:** tổng hợp dự báo của các tổ chức lớn từ Bloomberg, giá dầu được dự báo sẽ ở mức ổn định trong quý 3/2015 và bắt đầu tăng nhẹ từ quý 4/2015. Với công thức tính căn cứ vào giá dầu FO, giá khí ở Việt Nam được dự báo sẽ biến động tương tự như xu hướng của giá dầu.



NYMEX WTI \$/bbl		99) Browse	As Of 06/08/15						
Quarterly Forecast		Yearly Forecast							
	Spot	As of	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	
Median		06/07/15	55.00	58.50	64.50	67.75	70.00	72.50	
Mean		06/07/15	53.76	59.39	65.00	67.51	69.03	71.95	
High		06/07/15	75.00	80.00	84.00	93.00	95.00	93.00	
Low		06/07/15	35.00	45.00	50.00	56.00	54.00	60.00	
Current Fwd	58.76	06/05/15	57.79	59.96	60.95	61.77	62.36	62.80	
Diff (Median - Curr)			-2.78	-1.46	+3.54	+5.97	+7.64	+9.71	
Firm	Analysts (37)	As Of	Q2 15	Q3 15	Q4 15	Q1 16	Q2 16	Q3 16	
1) Prestige Economic...	J. Schenker	05/31/15	57.50	64.00	70.00	73.00	80.00	85.00	
2) Commerzbank AG	E. Weinberg	05/29/15	55.00	60.00	72.00	72.00	72.00	77.00	
3) Toronto-Dominion ...	B. Melek	05/28/15	58.00	59.00	62.00	65.00	70.00	70.00	
4) BMO Capital Market...	R. Ollenberger	05/26/15	57.40	58.00	58.10				
5) Norddeutsche Land...	F. Kunze	05/22/15	59.00	63.00	68.00	68.00	71.00	72.00	
6) LBBW	F. Klumpp	05/22/15	57.00	60.00	60.00	58.00	60.00		
7) UniCredit Markets ...	J. Hitzfeld	05/19/15	57.50	53.50	58.50	59.00	70.00		
8) Santander UK PLC	J. Kenney	05/19/15	56.70	53.96	54.85	58.15	60.00	60.00	
9) DZ Bank AG Deutsc...	A. Herlinghaus	05/12/15	52.00	57.50	67.50	67.50	65.00	70.00	
10) Societe Generale SA	M. Wittner	05/11/15	51.80	55.00	59.00	57.00			
11) BNP Paribas SA	H. Tchiling...	05/11/15	54.00	55.00	61.00				

### DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

Chúng tôi tiến hành dự báo kết quả kinh doanh của PGS dựa trên những giả định sau:

- Sản lượng tiêu thụ LPG hợp nhất tăng 3% vào năm 2015 và tăng trung bình 4%/năm trong giai đoạn 2015-2019, bằng với tốc độ tăng trưởng nhu cầu LPG tại Việt Nam của BMI.
- Sản lượng tiêu thụ CNG hợp nhất tăng 15% vào năm 2015 và tăng trung bình 13%/năm trong giai đoạn 2015-2019 nhờ việc mở rộng thị trường tại miền Bắc và ký hợp đồng cung cấp khí dài hạn cho Sam Sung và Viglacera.
- Giá dầu đạt mức trung bình 60 USD/thùng trong năm 2015 và tăng lên lần lượt 70, 75, 80 và 86

USD/thùng trong 4 năm tiếp theo.

- Giá đầu ra và đầu vào LPG và CNG được tính dựa trên sự tương quan với biến động của giá dầu. Với giá dầu ở mức 60 USD/thùng, giá bán LPG đạt 777 USD/tấn, giá bán CNG đạt 14.7 USD/mmbtu và giá đầu vào CNG đạt 6.2 USD/mmbtu tại miền Nam.

**Kết quả dự báo:** BSC dự báo năm 2015, PGS sẽ đạt 6,519 tỷ đồng doanh thu và 223 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tương đương EPS 2015 đạt 2,907 đồng/cổ phiếu. Trong giai đoạn 2015-2019, tốc độ tăng trưởng bình quân về doanh thu và lợi nhuận sau thuế của doanh nghiệp sẽ đạt lần lượt 16% và 38% nếu không có biến động đột biến về giá dầu và các chính sách tính giá khí.

## ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

### ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Lãi suất phi rủi ro Rf	5.85%
Lợi suất thị trường Rm	11.75%
Beta 1 năm	1.49
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	23.36%
Chi phí sử dụng vốn vay	8%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	19.89%
Tăng trưởng dài hạn sau 2019 (g)	2.5%
Giá một cổ phần (đồng/cp)	24,829

Chúng tôi sử dụng phương pháp FCFF để định giá cổ phiếu NT2 như sau:

#### Một số giả định:

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 23.36%, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định **(1)** beta 1 năm của cổ phiếu PGS theo tính toán của bloomberg là 1.49; **(2)** Lợi suất thị trường là lợi suất bình quân 5 năm 2015-2019 của VNindex là 11.75%; **(3)** Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đấu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm và bằng 5.85%.
- Chi phí vốn vay trung bình là 8%
- Thuế suất thuế TNDN là 5%
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 23/77 cho giai đoạn 2015-2019.

#### Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn:

- **Giai đoạn 1 từ năm 2015-2018:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của doanh nghiệp nhờ sản lượng CNG tăng mạnh từ việc mở rộng thị trường tại Miền Bắc và khách hàng lớn là Sam Sung.
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2018):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 2.5%, thấp hơn mức tăng trưởng GDP dự báo.

### QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị **MUA cổ phiếu PGS với giá mục tiêu 12 tháng là từ 24,829 đồng/cp (+13% so với giá thị trường ngày 08.06.2015)**. Chúng tôi kỳ vọng doanh nghiệp tăng trưởng nhanh trong giai đoạn 2015-2019 nhờ sản lượng tăng nhanh và giá đầu vào được điều tiết theo biến động của giá dầu thay vì được cố định như trước đây giúp doanh nghiệp chủ động trong hoạt động sản xuất kinh doanh.

**PHỤ LỤC 01: Bảng phân tích độ nhạy giá cổ phiếu**

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		18.39%	18.89%	19.39%	19.89%	20.39%	20.89%	21.39%
Giá cổ phần	0.0%	25,733	25,238	24,760	24,296	23,848	23,413	22,991
	0.5%	25,851	25,348	24,862	24,392	23,938	23,497	23,070
	1.0%	25,974	25,463	24,970	24,493	24,032	23,586	23,153
	1.5%	26,105	25,585	25,083	24,599	24,131	23,678	23,240
	2.0%	26,244	25,714	25,203	24,711	24,235	23,776	23,332
	2.5%	26,391	25,850	25,330	24,829	24,345	23,879	23,428
	3.0%	26,546	25,994	25,464	24,953	24,461	23,987	23,528
	3.5%	26,712	26,147	25,605	25,085	24,583	24,100	23,635
	4.0%	26,888	26,310	25,756	25,224	24,713	24,221	23,747
	4.5%	27,077	26,484	25,916	25,372	24,850	24,348	23,865
	5.0%	27,279	26,669	26,087	25,530	24,996	24,483	23,990

Nguồn: BSC dự báo

**PHỤ LỤC 02: Bảng dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2015-2019**

Bảng cân đối kế toán	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	1,338	3,424	2,802	5,339	5,236
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	1,189	1,052	954	835	617
Tổng tài sản(tỷ đ)	2,527	4,476	3,756	6,174	5,853
Nợ ngắn hạn(tỷ đ)	806	2,388	1,217	2,911	1,750
Nợ dài hạn (tỷ đ)	256	292	282	345	388
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	1,251	1,543	1,930	2,470	3,167
Giá trị sổ sách(đồng/cp)	24,376	30,224	37,971	48,786	62,744

Báo cáo KQKD	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	6,518	7,861	8,989	10,477	11,973
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	1,201	1,456	1,692	1,999	2,350
Doanh thu tài chính	23	24	19	68	61
Chi phí tài chính (tỷ đ)	25	29	29	30	36
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	223	339	450	628	811
ROE	18%	22%	23%	25%	26%
EPS (đồng/cp)	2,907	5,017	6,810	9,743	12,789

Nguồn: BSC dự báo

**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng, bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN****Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư****Lê Thị Hải Đường**

Tel: 0439352722 (155)

Email: [duonglh@bsc.com.vn](mailto:duonglh@bsc.com.vn)**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)**THÔNG TIN LIÊN HỆ****BSC Trụ sở chính**

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Website: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.