

**Ngành Năng lượng –ICB 7573
Ngày 23 tháng 06 năm 2016**

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
Tổng Công ty Gas Petrolimex-CTCP - PGC**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng	12,015
Giá thị trường ngày 23.06.2016	10,400
Triển vọng 1 tháng	Tăng
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	60
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	634
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	616
Sở hữu nước ngoài (%)	6.34
KLTB 10 ngày (cp)	31,505
Giá thấp nhất 52T (đ)	9,900
Giá cao nhất 52T (đ)	15,800
+/- 7 ngày qua	0%
+/- 1 tháng qua	0%

Chuyên viên phân tích

Vũ Thu Hà

Email : havt@bsc.com.vn

Tel: + 84.39352722 (108)

CỔ TỨC CAO- ĐỊNH GIÁ THẤP

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PGC với giá mục tiêu 12 tháng là 12,015 đồng/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá thị trường ngày 23/06/2016.

PGC đang được giao dịch với mức P/E FW 2016= 6.56 – mức tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hơn nữa, PGC duy trì mức lợi tức cao và ổn định, ở khoảng 11%. Chúng tôi kỳ vọng PGC sẽ tăng trưởng lợi nhuận ổn định nhờ làm tốt công tác quản lý nguồn hàng và sản lượng tiêu thụ tăng lên từ các khách hàng mới. Đồng thời giá CP được dự báo sẽ tăng lên theo giá dầu.

CTCP Gas Petrolimex là một trong những đơn vị kinh doanh LPG lớn nhất tại thị trường Việt Nam, với sản lượng cung cấp hàng năm khoảng 130 nghìn tấn LPG- chiếm khoảng 10% tổng sản lượng LPG tiêu thụ toàn quốc.

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2016: trong quý 1/2016, PGC ghi nhận 582 tỷ đồng doanh thu thuần và 22 tỷ đồng LNST. Trong khi doanh thu giảm 5% thì LNST gần như không thay đổi so với cùng kỳ. Biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp được cải thiện 3% so với cùng kỳ, đạt 22%.

BSC dự báo năm 2016, PGC sẽ đạt 2,511 tỷ đồng doanh thu thuần (-2%y.o.y) và 111 tỷ đồng LNST (+14%y.o.y), tương ứng với EPS đạt 1,600 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng PGC sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp 22% cho cả năm 2016 nhờ việc giá LPG trong nước biến động ít hơn giá LPG nhập khẩu. Trong giai đoạn 2017-2020, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình của doanh thu và LNST lần lượt là 9% và 11% nhờ giá và sản lượng tiêu thụ tăng lên.

Cổ tức cao: PGC duy trì tỷ lệ chi trả cổ tức 12% bằng tiền mặt trong 2 năm gần đây, tương ứng với mức lợi tức 11%/năm- mức lợi tức cao so với các cổ phiếu trên thị trường hiện nay.

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2,807	3,265	3,126	3,018	2,570
% tăng trưởng y-o-y	16%	16%	-4%	-3%	-15%
Tổng tài sản (tỷ đ)	1,142	1,509	2,039	2,041	2,035
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	571	607	664	616	649
CP bình quân (Triệu cp)	34.45	34.45	50.29	50.29	60.34
LN sau thuế (tỷ đ)	33	78	79	85	97
% tăng trưởng y-o-y	-35%	143%	2%	7%	6%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	983	2209	1547	1655	1759
Giá trị sổ sách (đ/cp)	16,214	17,237	12,874	11,808	10,211
Lợi nhuận gộp biên	16%	15%	14%	15%	20%
ROS	1%	2%	3%	3%	4%
ROE	6%	13%	12%	13%	15%
ROA	3%	6%	4%	4%	5%

Nguồn: BCTC PGC, BSC tổng hợp

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Danh sách cổ đông nắm giữ từ trên 5% VDL tính đến ngày 31/12/2015

Giới thiệu chung		Tên	Số CP	% Vốn
Tên công ty:	Tổng Công ty Gas Petrolimex-CTCP	Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam	26,336,916	52.37%
Tên giao dịch:	Tổng Công ty Gas Petrolimex	CTCP Quản lý Quỹ đầu tư MB	5,444,050	9.02%
Địa chỉ:	Tầng 20, tòa nhà Mipec, 229 Tây Sơn, Đống Đa, Hà Nội	Danh sách công ty con		
Tel:	0438641212	Công ty	Vốn góp	Tỷ trọng (%)
Fax	0438642249	Công ty TNHH Gas Petrolimex Hà Nội	20,000,000,000	100%
Website:	www.pgas.petrolimex.com.vn	Công ty TNHH Gas Petrolimex Hải Phòng	30,000,000,000	100%
Vốn điều lệ tính đến ngày 31/12/2015:	603,426,380,000 đồng	Công ty TNHH Gas Petrolimex Đà Nẵng	40,000,000,000	100%
Lĩnh vực hoạt động	Xuất nhập khẩu và kinh doanh khí dầu mỏ hóa lỏng	Công ty TNHH Gas Petrolimex Sài Gòn	70,000,000,000	100%
Ngành nghề kinh doanh chính	Kinh doanh LPG	Công ty TNHH Gas Petrolimex Cần Thơ	15,000,000,000	100%
		Công ty TNHH Cơ khí gas MPG	22,524,919,267	51%

Lịch sử hình thành

Thời gian	Sự kiện
1998	Công ty Gas Petrolimex được thành lập
2003	Công ty chuyển đổi thành CTCP
2006	CTCP Gas Petrolimex chính thức niêm yết trên HOSE

Quá trình tăng vốn

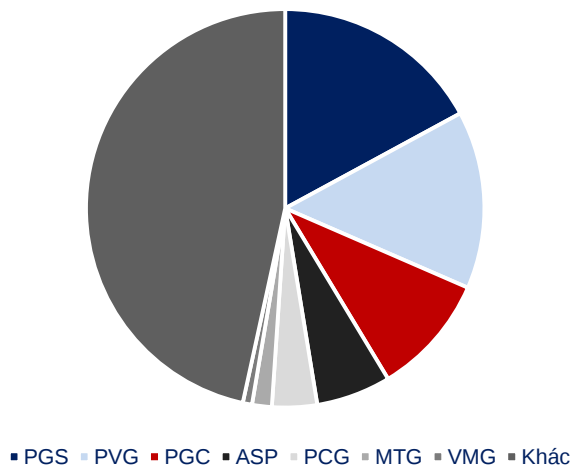
Thời gian	Vốn điều lệ	Hình thức tăng vốn
2009	264,998,230,000	Thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 6%
2011	344,466,990,000	Thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 30%
2013	502,875,030,000	Thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 36% và trả cổ tức bằng cổ phiếu tỷ lệ 10%
2015	603,426,380,000	Thưởng cổ phiếu cho cổ đông hiện hữu tỷ lệ 20%

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỐT LÕI

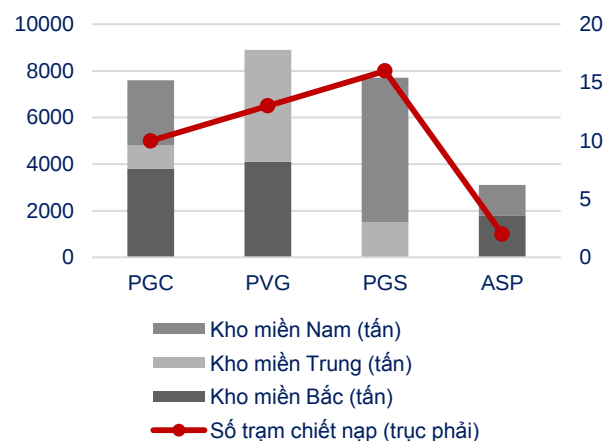
CTCP Gas Petrolimex là một trong những đơn vị kinh doanh LPG lớn nhất tại thị trường Việt Nam, với sản lượng cung cấp hàng năm khoảng 130 nghìn tấn LPG- chiếm khoảng 10% tổng sản lượng LPG tiêu thụ toàn quốc.

LPG (Liquefied Petroleum Gas), là hỗn hợp hydrocarbon nhẹ ở thể khí, tồn tại trong thiên nhiên ở các mỏ dầu, mỏ khí hoặc sản xuất ở các nhà máy lọc dầu trong quá trình chưng cất dầu thô. LPG được sử dụng trong dân dụng và công nghiệp làm nhiên liệu, chất đốt. LPG gồm 2 thành phần chính là propane và butane. Tuy theo nhu cầu sử dụng mà tỷ lệ propane và butane khác nhau, cụ thể đối với nhu cầu tiêu dùng dân dụng thì tỷ lệ propane/butane ở mức 30/70 hoặc 40/60 trong khi đối với nhu cầu tiêu dùng công nghiệp thì tỷ lệ propane/butane ở mức 50/50.

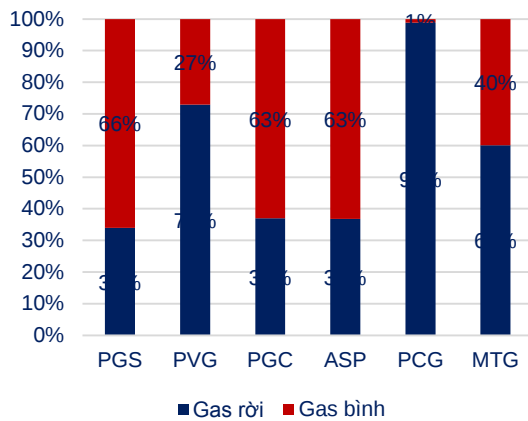
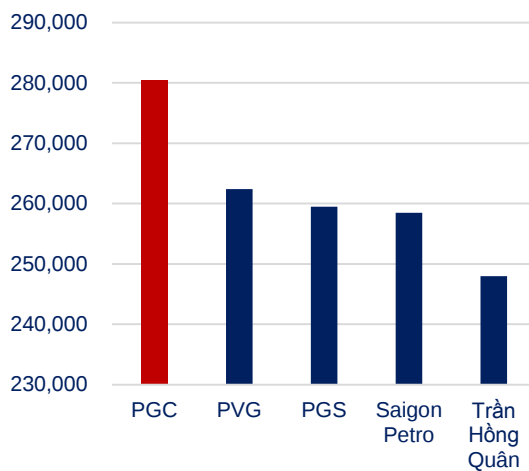
Cơ cấu thị phần LPG tại Việt Nam



Tổng kho chứa và số trạm chiết nạp của các doanh nghiệp kinh doanh LPG



ƯU THẾ VỀ SẢN PHẨM VÀ MẠNG LƯỚI PHÂN PHỐI

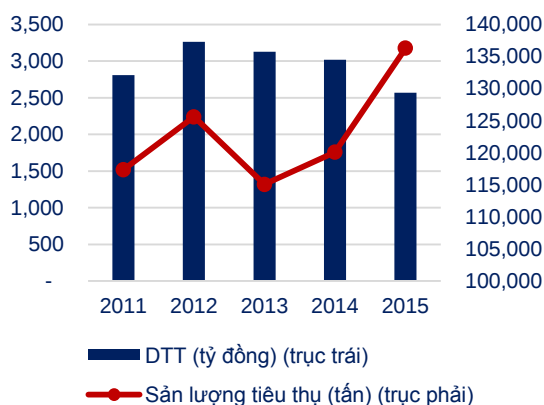
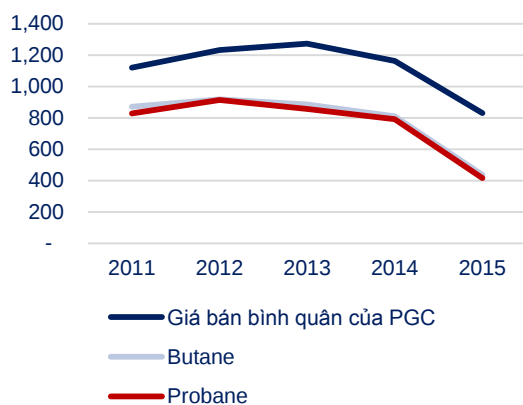
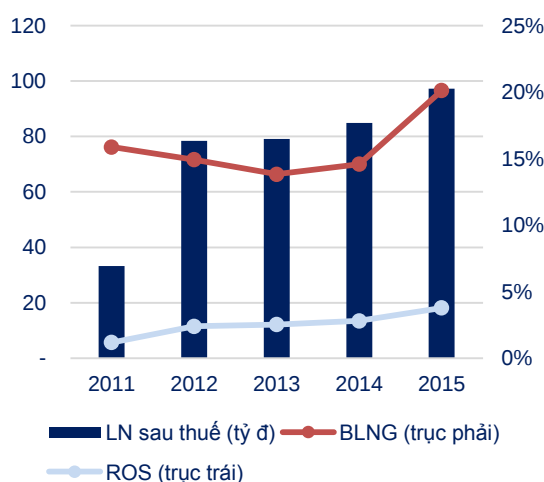
Cơ cấu phân phối LPG của các doanh nghiệp

Giá LPG bình 12kg tháng 3/2016 (đồng/bình)


Lợi thế mạng lưới phân phối rộng : bên cạnh những tổng đại lý và đại lý độc lập của GAS Petrolimex, việc là thành viên tập đoàn Petrolimex đã mang lại cho PGC lợi thế trong khâu phân phối thông qua hệ thống cửa hàng xăng dầu trực thuộc tập đoàn hệ gồm có 2,100 cửa hàng xăng dầu thuộc Petrolimex trải rộng tất cả 63 tỉnh thành của Việt Nam. Đây là hệ thống đại lý mà các đơn vị kinh doanh gas khác khó có thể thâm nhập. Hơn nữa, PGC cũng là đơn vị kinh doanh LPG duy nhất có hệ thống kho chứa trải khắp của 3 miền với tổng dung tích đạt 7,600 tấn. Tuy nhiên, sức chứa các kho chứa của PGC vẫn ở mức nhỏ so với các doanh nghiệp đầu ngành như PVG, PGS.

PGC chủ yếu phân phối LPG dân dụng: hệ thống phân phối thông qua các cửa hàng xăng dầu của Petrolimex tạo điều kiện để PGC phát triển mảng lưới khách hàng LPG dân dụng. Do đó, mảng LPG dân dụng là mảng sản phẩm chủ lực, chiếm 63% cơ cấu sản phẩm tiêu thụ của PGC. Tại khu vực miền Nam, 2 đối thủ chính của PGC là PGS và ASP cũng duy trì cơ cấu tương tự trong khi tại miền Bắc các doanh nghiệp chủ yếu cung cấp LPG công nghiệp như PVG, PCG.

Giá bán LPG cao nhờ ưu thế chất lượng : giá bán LPG của PGC thường cao hơn 5-10% so với các doanh nghiệp cùng ngành do PGC có sở hữu hệ thống bán lẻ, đưa sản phẩm đến tận tay người tiêu dùng. Hơn nữa, nguồn cung LPG của PGC chủ yếu đến từ nguồn nhập khẩu và một phần từ Dinh Cố. So với nguồn LPG lấy từ Dung Quất của các công ty khác, LPG của PGC có hàm lượng olefin thấp hơn, giúp tiết kiệm khi đun nấu và ít cặn.

LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG ỔN ĐỊNH

Doanh thu và sản lượng tiêu thụ của PGC giai đoạn 2011-2015

Giá bán bình quân LPG của PGC và giá thế giới giai đoạn 2011-2015 (USD/tấn)

LNST và biên lợi nhuận của PGC giai đoạn 2011-2015


Doanh thu tăng trưởng âm: trong giai đoạn 2012-2015, doanh thu của PGC có xu hướng giảm dần với mức giảm trung bình năm khoảng 8%. Sau khi suy giảm mạnh trong năm 2013, sản lượng tiêu thụ của doanh nghiệp đã phục hồi nhanh chóng trong năm 2014 và 2015. Tuy nhiên giá LPG lại giảm mạnh trong năm 2014 và 2015 do ảnh hưởng của giá dầu. Tính chung năm 2015, PGC ghi nhận 2,570 tỷ đồng doanh thu, giảm 15% so với năm 2014. Mặc dù sản lượng tiêu thụ tăng 14% đạt 136 nghìn tấn nhưng do giá bán bình quân giảm đến 25% chỉ còn khoảng 19 triệu đồng/ tấn dẫn đến doanh thu suy giảm mạnh.

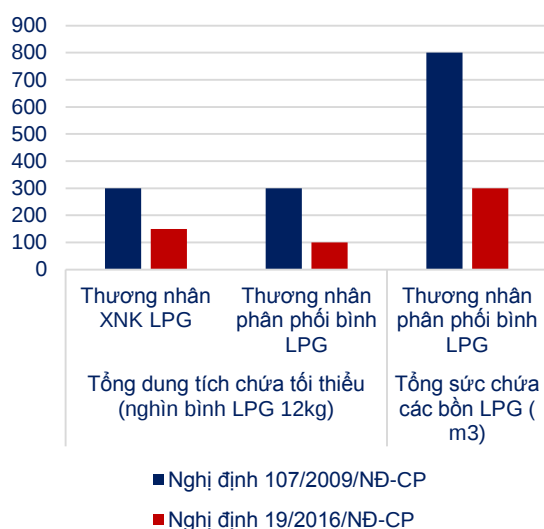
Giá LPG ảnh hưởng bởi giá LPG và giá dầu thế giới: LPG là sản phẩm của lọc hóa dầu nên chịu ảnh hưởng bởi biến động giá nguyên liệu đầu vào là dầu thô. Hơn nữa, tại Việt Nam, do 50% sản lượng tiêu thụ LPG đến từ nguồn nhập khẩu nên giá LPG trong nước phụ thuộc hoàn toàn vào giá CP (gồm giá propane và giá butane)- giá LPG được Saudi Aramco công bố hàng tháng. Trong năm 2015, giá dầu WTI giảm khoảng 48% so với trung bình năm 2014 và giá CP thế giới giảm khoảng 47%.

Lợi nhuận tăng trưởng đều: trái ngược với việc tăng trưởng âm trong doanh thu, PGC lại chứng kiến việc tăng trưởng đều trong lợi nhuận qua các năm. Trong giai đoạn 2012-2015, lợi nhuận sau thuế (LNST) của PGC có mức tăng bình quân CAGR=7%. Năm 2015, PGC ghi nhận 517 tỷ đồng lợi nhuận gộp và 97 tỷ đồng LNST, tăng lần lượt 17% và 6% so với năm 2014. Việc quản lý tốt nguồn hàng và duy trì số ngày tồn kho ổn định ở mức khoảng 20 ngày giúp doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận gộp ở khoảng 14%-16% trong giai đoạn trước năm 2015. Năm 2015, nhờ giá CP giảm mạnh hơn giá LPG trong nước giúp biên lợi nhuận của PGC tăng mạnh từ 15% lên 20%.

Cập nhật kết quả kinh doanh quý 1/2016: trong quý 1/2016, PGC ghi nhận 582 tỷ đồng doanh thu thuần và 22 tỷ đồng LNST. Trong khi doanh thu giảm 5% thì LNST gần như không thay đổi so với cùng kỳ. Trong 3 tháng đầu năm 2016, giá bán LPG của PGC giảm khoảng 19% so với cùng kỳ 2015. Tuy nhiên mức giảm này vẫn thấp hơn mức giảm giá CP là khoảng 30%. Nhờ vậy, biên lợi nhuận gộp của doanh nghiệp được cải thiện 3% so với cùng kỳ, đạt 22%.

KỶ VỌNG TĂNG SẢN LƯỢNG

Điều kiện kinh doanh khí hóa lỏng LPG



Dự báo giá LPG thế giới- giá CP Saudi Aramco của IHS Energy

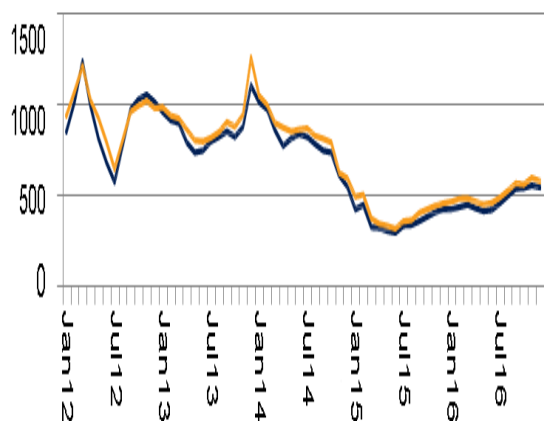
Nhu cầu tiêu thụ LPG của Việt Nam dự báo tăng trung bình 7%/năm trong giai đoạn 2015-2020: Hiệp hội khí hóa lỏng thế giới dự báo nhu cầu tiêu thụ khí hóa lỏng LPG tại thị trường Việt Nam sẽ tăng lên từ 1.4 triệu tấn năm 2015 lên 2 triệu tấn vào năm 2020, tương ứng với mức tăng trưởng bình quân hàng năm CAGR= 8%/năm.

Các khách hàng mới với sản lượng tiêu thụ lớn: tháng 8/2015, PGC đã ký kết hợp đồng cung cấp LPG cho khách hàng lớn là Samsung Thái Nguyên với sản lượng khoảng 450 tấn/tháng. Nhờ vậy, sản lượng tiêu thụ LPG của PGC tăng khoảng 3% so với năm 2015. Ngoài ra, trong tháng 8/2015, PGC cũng đã ký kết hợp đồng cung cấp LPG cho Formosa Hà Tĩnh với sản lượng 2,300 tấn LPG rời trong 4 tháng cuối năm 2015 và 70 tấn LPG bình hàng tháng. Chúng tôi ước tính việc cung cấp LPG bình hàng tháng cho Formosa trong cả năm 2016 sẽ giúp sản lượng tiêu thụ của PGC tăng khoảng 0.6%.

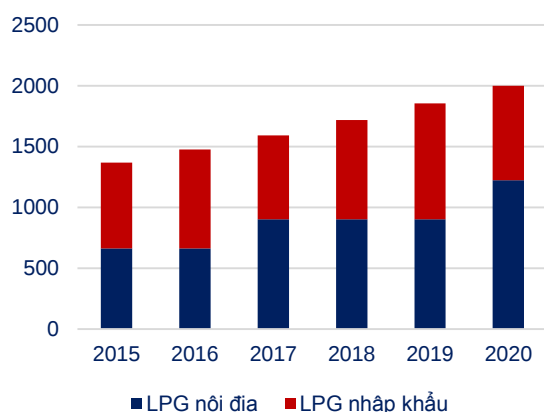
Áp lực cạnh tranh gia tăng: nghị định số 19/2016/NĐ-CP có hiệu lực từ ngày 15/05/2016 với nhiều sửa đổi nhằm nới lỏng điều kiện kinh doanh LPG, đặc biệt là quy định về sức chứa LPG tối thiểu của các doanh nghiệp được điều chỉnh giảm từ 50% đến 65%. Qua đó, các doanh nghiệp có quy mô nhỏ sẽ có điều kiện tham gia thị trường, tăng thêm áp lực cạnh tranh cho các doanh nghiệp hiện tại như PGC. Ngoài ra, việc mở Thái Bình- Hàm Rồng chính thức được đưa vào khai thác từ tháng 8/2015 với sản phẩm là khí thiên nhiên và khí nén thiên nhiên CNG –sản phẩm thay thế của LPG đã gia tăng áp lực cạnh tranh tại khu vực phía Bắc cho PGC.

Mở rộng sang mảng sản phẩm CNG: trước tình hình cạnh tranh ngày càng gia tăng, PGC dự kiến lên phương án tham gia kinh doanh phân phối khí CNG để giữ vững thị phần. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá không cao khả năng phân phối CNG của PGC. Nguyên nhân là thị trường CNG hiện tại hoàn toàn do PV GAS và các công ty con chi phối. Hơn nữa, nhu cầu tiêu thụ CNG tại miền Bắc thấp trong khi tại miền Nam mức tăng trưởng nhu cầu CNG không còn cao. Do đó rào cản đối với các công ty ngoài PVN tham gia thị trường CNG là rất lớn.

Giá LPG được dự báo tăng nhẹ : tính từ mức đáy vào tháng 2/2016, giá LPG đã hồi phục 14% đối với Propane và



Nguồn cung LPG tại Việt Nam giai đoạn 2015-2020



21% đối với Butane. IHS Energy dự báo giá LPG sẽ tiếp tục tăng lên mức khoảng 500 USD/tấn trong những tháng cuối năm 2016. Nguyên nhân là giá dầu được dự báo sẽ tiếp tục đà phục hồi trong nửa cuối năm 2016 và nhu cầu sử dụng LPG trong hóa chất (chiếm 36% nhu cầu tiêu thụ LPG toàn cầu) tăng mạnh do gia tăng sản xuất. Tuy nhiên, nhiệt độ thời tiết được dự báo tiếp tục ở mức cao so với trung bình nhiều năm có thể khiến nhu cầu tiêu thụ khí đốt tăng yếu (sản lượng LPG dân dụng chiếm 45% nhu cầu tiêu thụ LPG toàn cầu). Về phía cung LPG, sản lượng LPG sản xuất tiếp tục tăng mạnh do (1) OPEC lựa chọn không cắt giảm sản lượng dầu thô, (2) Sự xuất hiện các nhà máy lọc dầu mới ở châu Á (80% sản lượng LPG của châu Á được sản xuất từ lọc dầu. Do đó, giá LPG trung bình năm 2016 sẽ chỉ nhích nhẹ so với năm 2015.

Nguồn cung LPG trong nước gia tăng mạnh từ năm 2017: nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn và nhà máy xử lý khí GPP Cà Mau dự kiến được đưa vào hoạt động từ cuối năm 2017 sẽ cung cấp cho thị trường 240 nghìn tấn LPG/năm (Nghi Sơn cung cấp 32 nghìn tấn/năm; GPP Cà Mau cung cấp 208 nghìn tấn/năm). Theo sau đó, năm 2020, dự án nhà máy lọc hóa dầu Long Sơn và dự án mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất dự kiến hoàn thành sẽ tiếp tục bổ sung khoảng 320 nghìn tấn LPG/năm. Như vậy, tỷ trọng trong cơ cấu nguồn cung của LPG nội địa sẽ tăng từ 49% năm 2015 lên 63% năm 2020. Điều này sẽ tạo thuận lợi cho các đơn vị kinh doanh LPG trong nước như PGC giúp dễ dàng tiếp cận và quản lý nguồn hàng.

TÌNH HÌNH TÀI CHÍNH

Chỉ tiêu cơ bản	2011	2012	2013	2014	2015
Cơ cấu vốn					
Vốn vay/VCSH	0.24	0.61	1.24	1.73	1.42
Tổng tài sản/VCSH	2.00	2.49	3.07	3.31	3.14
Cơ cấu tài sản					
TS dài hạn/ Tổng TS	0.55	0.43	0.33	0.34	0.57
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.45	0.57	0.67	0.66	0.43
Khả năng thanh toán					
Hệ số TT nhanh	0.96	0.93	1.01	0.99	0.61
Hệ số TT ngắn hạn	1.28	1.17	1.13	1.08	0.71

Năng lực HĐ (ngày)					
Số ngày phải thu	41	34	34	31	33
Số ngày tồn kho	21	20	22	18	21
Số ngày phải trả	30	27	37	25	19
Khả năng sinh lời (%)					
Lợi nhuận gộp biên	16%	15%	14%	15%	20%
ROS	1%	2%	3%	3%	4%
ROE	6%	13%	12%	13%	15%
ROA	3%	6%	4%	4%	5%

Nguồn: BSC Research

Vay ngắn hạn lớn dẫn đến khả năng thanh toán ngắn hạn thấp: PGC chỉ vay nợ ngắn hạn mà không vay nợ dài hạn. Dư nợ vay ngắn hạn của PGC luôn ở mức cao, gấp 1.4 lần VCSH tại thời điểm 31/12/2015. Điều này dẫn đến hệ số thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp ở mức thấp, chỉ đạt 0.71. Trong khi đó, doanh nghiệp duy trì khoản đầu tư tài chính ngắn hạn và dài hạn lớn với tổng giá trị đầu tư năm 2015 là 808 tỷ đồng, gấp 1.2 lần VCSH. Nguyên nhân doanh nghiệp dùng vốn vay ngắn hạn để tài trợ cho đầu tư dài hạn có thể là do chênh lệch lãi suất. Tính trung bình năm 2015, lãi suất đầu tư tài chính của PGC khoảng 10% trong khi lãi vay ngắn hạn chỉ khoảng 4%.

Tăng đầu tư TSCĐ: trong 3 năm gần đây, PGC chú trọng đầu tư tài sản cố định cụ thể là các kho chứa, trạm chiết nạp LPG nhằm mục đích chủ động hơn trong công tác nguồn hàng. Do đó, tỷ trọng tài sản dài hạn tăng lên từ 33% năm 2013 lên 57% năm 2015. Điều này cũng dẫn đến chi phí khấu hao tăng mạnh từ 30 tỷ năm 2013 lên 45 tỷ năm 2015.

Năng lực hoạt động ổn định: số ngày phải thu và tồn kho của doanh nghiệp ổn định giúp duy trì biên lợi nhuận. Tuy nhiên, số ngày phải trả đang có xu hướng giảm dần và thấp hơn số ngày phải thu. Điều này, gây khó khăn về dòng tiền trong ngắn hạn cho doanh nghiệp.

Khả năng sinh lời cao: so với các doanh nghiệp kinh doanh LPG cùng ngành như PGS, PVG thì PGC duy trì biên lợi nhuận tương đối cao. Nguyên nhân một phần từ giá bán LPG của PGC cao hơn nhờ ưu thế chất lượng và hệ thống phân phối. Đồng thời, PGC tập trung phân phối LPG dân dụng có biên lợi nhuận cao hơn LPG công nghiệp. Biên lợi nhuận của doanh nghiệp đã cải thiện mạnh trong năm 2015 nhờ giá LPG trong nước giảm nhẹ hơn giá LPG nhập khẩu.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro biến động giá LPG: Chúng tôi đánh giá rủi ro biến động giá LPG hiện tại là rủi ro lớn nhất của PGC hiện nay. Đây là rủi ro khó kiểm soát của doanh nghiệp do giá LPG khó dự báo. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá cao khả năng bán hàng và quản lý hàng tồn kho của doanh nghiệp giúp doanh nghiệp duy trì biên lợi nhuận tương đối ổn định. Hơn nữa, giá dầu- nhân tố ảnh hưởng chính đến giá LPG được dự báo sẽ tăng trở lại nhưng vẫn ở mức thấp.

Rủi ro thanh khoản: chúng tôi đánh giá rủi ro thanh khoản ngắn hạn hiện là một trong những rủi ro trọng yếu của doanh nghiệp. Hệ số thanh toán ngắn hạn của doanh nghiệp ở mức thấp do dư nợ vay lớn. Tính đến 31/12/2015, chênh lệch thanh khoản thuần ngắn hạn của doanh nghiệp là -454 tỷ đồng.

Rủi ro tỷ giá: nguồn hàng nhập khẩu chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu nguồn hàng của doanh nghiệp, PGC phải thực hiện nhiều giao dịch bằng ngoại tệ và có dự nợ bằng ngoại tệ mà chủ yếu là USD. Do đó, biến động tỷ giá ảnh hưởng trực tiếp đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Với dự báo tỷ giá USD/VND sẽ tiếp tục chiều

hướng tăng lên, chúng tôi dự báo PGC sẽ tiếp tục ghi nhận lỗ chênh lệch tỷ giá trong các năm tới. Doanh nghiệp ước tính nếu tỷ giá USD/VND tăng 2% thì LNTT của PGC sẽ giảm 2 tỷ đồng.

Rủi ro lãi suất: do doanh nghiệp có dự nợ ngắn hạn lớn nên biến động lãi suất sẽ tác động đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. PGC ước tính nếu lãi suất tăng 2% thì LNTT của doanh nghiệp sẽ giảm đi 20 tỷ đồng. Tuy nhiên, với việc dự báo lãi suất sẽ được duy trì ổn định trong thời gian tới, chúng tôi đánh giá rủi ro lãi suất là rủi ro không trọng yếu của doanh nghiệp.

DỰ BÁO KẾT QUẢ KINH DOANH

PHƯƠNG PHÁP DỰ BÁO

Chúng tôi tiến hành dự báo kết quả kinh doanh của PGC trong giai đoạn 2016-2020 căn cứ trên những giả định sau:

- Sản lượng tiêu thụ tăng bình quân 3%/năm, thấp hơn mức tăng trưởng bình quân của ngành do áp lực cạnh tranh gia tăng
- Giá CP được dự báo dựa trên mối tương quan giữa giá CP và giá dầu
- Giá dầu căn cứ theo dự báo của world bank cho giai đoạn 2016-2020
- Lãi vay trung bình ngắn hạn của doanh nghiệp duy trì ở mức 4%/năm
- Tỷ giá USD/VND tăng 3% mỗi năm

KẾT QUẢ DỰ BÁO

BSC dự báo năm 2016, PGC sẽ đạt 2,511 tỷ đồng doanh thu thuần (-2%y.o.y) và 111 tỷ đồng LNST (+14%y.o.y), tương ứng với EPS đạt 1,600 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi kỳ vọng PGC sẽ duy trì biên lợi nhuận gộp 22% cho cả năm 2016 nhờ việc giá LPG trong nước biến động ít hơn giá LPG nhập khẩu. Trong giai đoạn 2017-2020, chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng trung bình của doanh thu và LNST lần lượt là 9% và 11% nhờ giá và sản lượng tiêu thụ tăng lên.



ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU VÀ QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Chúng tôi tiến hành định giá cổ phiếu PGC theo phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF dựa trên một số giả định sau:

- Chi phí vốn chủ sở hữu là 11.02 %, được tính toán theo phương pháp CAPM dựa trên giả định **(1)** beta 1 năm của cổ phiếu PGC theo bloomberg là 0.6; **(2)** Lợi suất thị trường tại thị trường Việt Nam là 14.13% **(3)** Lãi suất phi rủi ro: lãi suất đầu thầu trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm tại ngày 23/06/2016 là 6.35%

- Chi phí vốn vay trung bình là 4%
- Thuế suất thuế TNDN là 20%
- Tỷ lệ vốn vay/ vốn chủ sở hữu là 59/41 cho giai đoạn 2016-2020

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

- **Giai đoạn 1 từ năm 2016-2020:** ứng với giai đoạn tăng trưởng nhanh của doanh nghiệp do tăng trưởng về sản lượng và giá cổ phiếu tăng.
- **Giai đoạn 2 (sau năm 2020):** tăng trưởng dài hạn. Tốc độ tăng trưởng dài hạn được dự báo là 1%

Giả định	Ký hiệu	Giá trị
Phần bù rủi ro cho Việt Nam theo http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctryprem.xls	$R_{m\text{VN}} - R_{f\text{US}}$	12.71%
Lãi suất phi rủi ro của thị trường US	$R_{f\text{US}}$	1.42%
Lợi tức tại thị trường Việt Nam	$R_{m\text{VN}}$	14.13%
Lãi suất phi rủi ro tại thị trường Việt Nam R_f (được lấy theo trái phiếu chính phủ 5 năm tại thời điểm 23.06.2016)	$R_{f\text{VN}}$	6.35%
Beta	β	0.60
Chi phí sử dụng vốn chủ sở hữu	K_e	11.02%
Chi phí sử dụng vốn vay	K_d	4.00%
Chi phí sử dụng vốn bình quân	WACC	6.90%
Tăng trưởng dài hạn sau 2020(g)		1.00%
Giá một cổ phần		12,015

QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Chúng tôi khuyến nghị MUA cổ phiếu PGC với giá mục tiêu 12 tháng là 12,015 đồng/cổ phiếu, cao hơn 16% so với giá thị trường ngày 23/06/2016. PGC đang được giao dịch với mức P/E FW 2016= 6.56 – mức tương đối thấp so với các doanh nghiệp cùng ngành. Hơn nữa, PGC duy trì mức lợi tức cao và ổn định, ở khoảng 11%. Chúng tôi kỳ vọng PGC sẽ duy trì biên lợi nhuận ổn định nhờ làm tốt công tác quản lý nguồn hàng và sản lượng tiêu thụ tăng lên nhờ các khách hàng mới. Đồng thời giá CP được dự báo sẽ tăng lên theo giá dầu.

PHỤ LỤC 01: Dự báo kết quả kinh doanh giai đoạn 2016-2020

Bảng cân đối kế toán	2016	2017	2018	2019	2020
Tài sản ngắn hạn (tỷ đ)	862	1,190	1,249	1,587	1,533
Tài sản dài hạn (tỷ đ)	1,187	1,239	1,238	1,252	1,267
Tổng tài sản(tỷ đ)	2,049	2,430	2,487	2,839	2,800
Nợ ngắn hạn(tỷ đ)	1,219	1,536	1,524	1,776	1,640
Nợ dài hạn (tỷ đ)	153	179	197	207	216

Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	677	715	766	855	943
Giá trị sổ sách(đồng/cp)	10,710	11,363	12,695	14,171	15,636

Báo cáo KQKD	2016	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần (tỷ đ)	2,511	2,946	3,245	3,404	3,554
Lợi nhuận gộp (tỷ đ)	563	586	617	664	677
Doanh thu tài chính	35	43	49	66	71
Chi phí tài chính (tỷ đ)	48	57	63	66	70
Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)	111	120	134	172	171
ROE	17%	17%	18%	21%	19%
EPS (đồng/cp)	1,600	1,722	1,939	2,534	2,522

(Nguồn: BSC dự báo)

PHỤ LỤC 02: Bảng độ nhạy giá cổ phiếu theo phương pháp định giá FCFF

Phân tích độ nhạy	g	WACC						
		5.40%	5.90%	6.40%	6.90%	7.40%	7.90%	8.40%
Giá cổ phần	-1.5%	11,279	9,973	8,800	7,740	6,778	5,899	5,093
	-1.0%	12,278	10,843	9,563	8,413	7,375	6,431	5,569
	-0.5%	13,412	11,823	10,417	9,162	8,035	7,017	6,092
	0.0%	14,710	12,936	11,378	10,000	8,770	7,665	6,667
	0.5%	16,211	14,210	12,470	10,944	9,592	8,386	7,303
	1.0%	17,967	15,683	13,720	<u>12,015</u>	10,518	9,193	8,011
	1.5%	20,048	17,405	15,166	13,242	11,570	10,102	8,803
	2.0%	22,554	19,447	16,856	14,660	12,774	11,135	9,696
	2.5%	25,630	21,906	18,860	16,319	14,166	12,316	10,709
	3.0%	29,495	24,924	21,273	18,285	15,794	13,683	11,869
	3.5%	34,497	28,716	24,234	20,653	17,724	15,281	13,210

(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
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NÀM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	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**Trưởng Phòng Phân tích****Trần Thăng Long**

Tel: 0439352722 (118)

Email: 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**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

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 chép 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.

