

19/5/2011

HoaDinh, Senior Analyst
hoa.dinh@vcsc.com.vn
 +84 3 3814 5588, ext 140

Anh Tran, Analyst
anh.tran@vcsc.com.vn
 +84 3 3814 5588, ext 145

Ngành Dầu khí

Các chỉ số chính

Giá IPO	31.000
Số lượng cổ phiếu lưu hành	1.895
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	58.745
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	2.838

Định giá	2010	2011F	2012F
ROE	23,2%	23,2%	21,1%
ROIC	19,4%	21,6%	19,4%
Nợ/Vốn CSH	27,7%	22,7%	25,0%

Cơ cấu sở hữu

PetroVietnam	75%
Nhân viên	0,1%
Công đoàn	0,003%
Đối tác chiến lược	21,8%
Cá nhân khác	3,2%

PV Gas – nhà độc quyền phân phối khí thiên nhiên tại Việt Nam

PV Gas sẽ được giao dịch trên sàn OTC vào đầu tháng 6/2011 và theo kế hoạch sẽ niêm yết trên HSX vào cuối tháng 7 năm nay. Công ty sẽ niêm yết toàn bộ cổ phiếu trên thị trường và ngay sau đó sẽ trở thành 1 trong 5 cổ phiếu có tỷ trọng lớn nhất trong VNIndex. Với tỷ lệ cổ phiếu có thể giao dịch rất hạn chế khoảng 3,2% tổng số cổ phiếu niêm yết, chúng tôi tin rằng biến động giá cổ phiếu của PV Gas xuất phát từ nguồn cung hạn chế hơn là từ những yếu tố cơ bản vì nhiều nhà đầu tư muốn tăng tỷ lệ nắm giữ trong khi số lượng cổ phiếu có thể giao dịch khá thấp. Điều này sẽ phần nào hỗ trợ đưa giá cổ phiếu tăng cao hơn giá IPO.

Độc quyền phân phối khí tại Việt Nam với rào cản gia nhập cao

Yêu cầu về vốn, chuyên môn, kiến thức, công nghệ cùng những quy định pháp lý nghiêm ngặt của Chính phủ là những rào cản đáng kể hạn chế các công ty muốn gia nhập ngành. Rào cản gia nhập cao giúp PV Gas bảo đảm tỷ suất lợi nhuận khả quan do không có đối thủ cạnh tranh trực tiếp. Là thành viên của Tập đoàn Dầu khí quốc gia, PV Gas có lợi thế độc quyền thu gom và phân phối các sản phẩm khí từ các mỏ dầu thuộc sở hữu của PVN và liên doanh.

Hiện nay, PV Gas đang vận hành ba đường ống dẫn khí chính (Bạch Hổ, Nam Côn Sơn và Maylay Thổ Chu) với hai nhà máy xử lý khí (Dinh Cố và Nam Côn Sơn) và một cảng xuất nhập khẩu (Thị Vải – tỉnh Bà Rịa Vũng Tàu). PV Gas chiếm 100% thị phần khí khô cả nước, cung cấp khí cho sản xuất 45% sản lượng điện, 30% sản lượng phân bón, 10% khí cho các khu công nghiệp và đáp ứng 70% nhu cầu LPG trong nước.

Nhu cầu khí thiên nhiên tăng mạnh

Tăng trưởng GDP trung bình của Việt Nam cao hơn so với các nước Đông Nam Á nhưng nhu cầu tiêu thụ khí bình quân tại Việt Nam trong 5 năm qua vẫn thấp hơn rất nhiều so với trung bình ngành. Nhu cầu tiêu thụ khí của các nhà máy điện và khu công nghiệp tăng nhanh trong vài năm qua và dự kiến sẽ tiếp tục tăng cao trong tương lai. Trong năm 2015, ước tính các nhà máy điện Việt Nam sẽ cần khoảng 16,3 tỷ m³ khí, tăng 75% so với tổng sản lượng khí sản xuất hiện nay là 9,3 tỷ m³.

Kết quả tài chính năm 2010 khả quan

Công ty chưa công bố kết quả kinh doanh quý 1/2011. Năm 2010, PV Gas đạt doanh thu 42.710 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 4.802 tỷ đồng, tăng 50,7% so với năm 2009, nhờ tăng trưởng sản lượng khí phân phối khá cao, đạt 16,8% và giá bán tăng.

Tổng quan công ty

Tổng Công ty Khí Việt Nam (PV Gas) được thành lập vào ngày 20/09/1990 với tên gọi ban đầu là Công ty Khí đốt, có chức năng chính là thu gom, vận chuyển, tàng trữ, chế biến, kinh doanh khí và các sản phẩm khí.

Sau khi thành lập, PV Gas đã triển khai dự án khí thứ nhất – Dự án thu gom và sử dụng khí đồng hành mỏ Bạch Hổ, sau này mở rộng thành dự án thu gom và sử dụng khí đồng hành bể Cửu Long với tổng vốn đầu tư khoảng 600 triệu USD. Dòng khí đầu tiên được đưa vào bờ ngày 26/4/1995 từ mỏ Bạch Hổ để cung cấp cho Nhà máy điện Bà Rịa với công suất ban đầu là 1 triệu m³/ngày, đến cuối năm 2007 công suất được nâng lên 3 triệu m³/ngày.

Tháng 12/2002, dự án đường ống khí Nam Côn Sơn với quy mô 1,3 tỷ USD, hợp tác giữa Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam) - 51% , BP Pipelines Vietnam B.V - 32,67% và Statoil Vietnam AS - 16,33%, đã chuyển giao cho Conoco Phillips Vietnam AS từ năm 2003, hoàn thành đưa vào vận hành với công suất 7 tỷ m³/năm. Dự án đã được Petro Vietnam giao cho PV Gas quản lý từ năm 2002 và chính thức chuyển giao hệ thống khí này cho PV Gas từ ngày 10/02/2010. Hệ thống khí Nam Côn Sơn kết hợp với hệ thống khí bể Cửu Long đã tạo nên cơ sở hạ tầng khí đốt quan trọng trong vùng kinh tế trọng điểm của vùng Đông Nam Bộ: Thành phố Hồ Chí Minh – Đồng Nai – Bà Rịa Vũng Tàu.

Tháng 5/2007, dòng khí đầu tiên của dự án khí thứ 3 – Dự án khí Malay Thổ Chu với tổng vốn đầu tư trên 214 triệu USD tại vùng Tây Nam Bộ, cung cấp cho Nhà máy điện Cà Mau 1, Cà Mau 2 với công suất 2 tỷ m³/năm, góp phần phát triển kinh tế tỉnh Cà Mau và đồng bằng sông Cửu Long.

Tháng 11/2009, động thổ dự án khai thác khí thứ 4 tại Việt Nam: Đường ống Lô B - Ô Môn hợp tác giữa Tổng Công ty Khí Việt Nam (51%), Chevron Vietnam (28.7%), Mitsui Oil Exploration Co. Ltd (15.1%) và PTT Exploration And Production Public Co. Ltd (5.183%). Dự án khí này sẽ hoàn thành vào năm 2014, cung cấp khí cho các nhà máy điện tại Cà mau và Ô Môn, góp phần tăng sản lượng điện quốc gia thêm 20%.

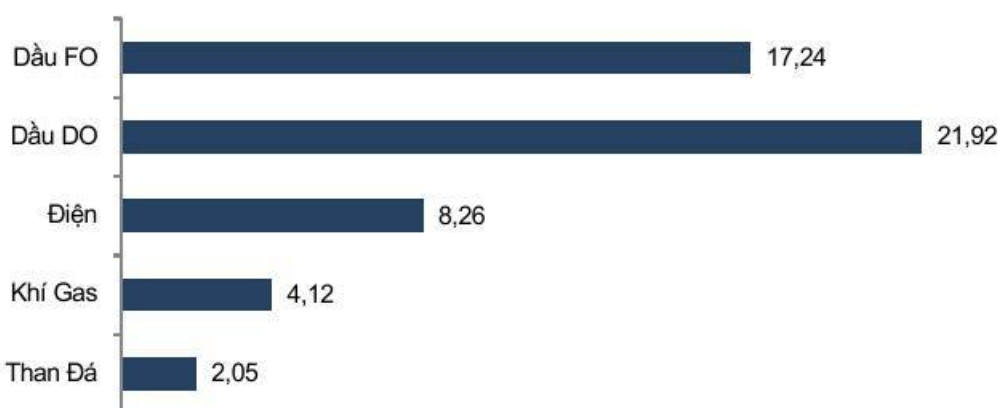
Tiêu điểm đầu tư

Nhu cầu khí tăng mạnh tại các nhà máy điện và khu công nghiệp là chìa khóa tăng trưởng cho PV Gas

Mối quan tâm về nguồn năng lượng sạch, ổn định, an toàn và chi phí thấp khiến nhu cầu tiêu thụ khí thiên nhiên của các nhà máy điện gia tăng. Bên cạnh đó, Chính phủ cũng khuyến khích các nhà máy điện sử dụng các nguồn năng lượng sạch như khí thiên nhiên hoặc điện. Do đó, các nhà máy điện đang chuyển sang sử dụng khí thiên nhiên và giảm tiêu thụ các dạng năng lượng gây ô nhiễm như than đá hoặc dầu diesel. Khí thiên nhiên được các nhà máy điện ưa chuộng hơn thủy điện vì những lý do sau:

Trước hết, các nhà phân phối khí có thể đảm bảo cung cấp khối lượng khí ổn định hàng ngày cho các nhà máy điện, trong khi thủy điện không thể thực hiện điều này do phụ thuộc nhiều vào lượng mưa, vốn không thể kiểm soát. Thứ hai, giá khí tự nhiên trên mỗi đơn vị nhiệt lượng tương đối rẻ hơn so với các nguồn năng lượng khác, ngoại trừ than.

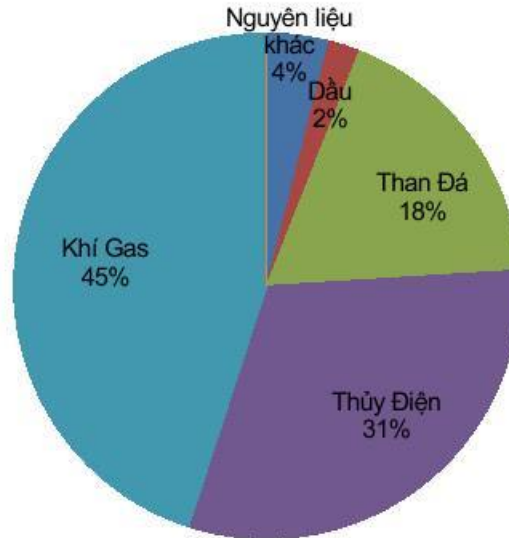
Hình 1: Giá cả các nguồn năng lượng (USD/mm BTU)



Nguồn: Reuters

Do đó, các nhà máy điện có xu hướng sử dụng khí thiên nhiên nhiều hơn thay vì sử dụng các dạng năng lượng khác. Trong thực tế, khí thiên nhiên đã trở thành thành phần quan trọng trong ngành sản xuất điện, chiếm khoảng 45% tổng lượng nguyên liệu đầu vào của ngành tính đến năm 2009.

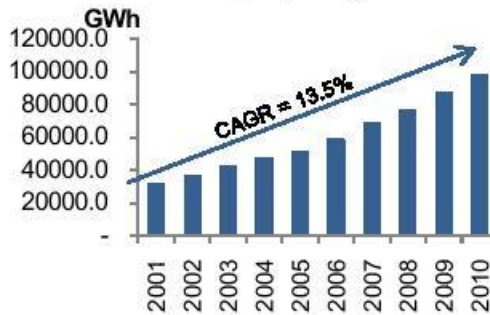
Hình 2: Các nguyên nhiên liệu để sản xuất điện tại Việt Nam



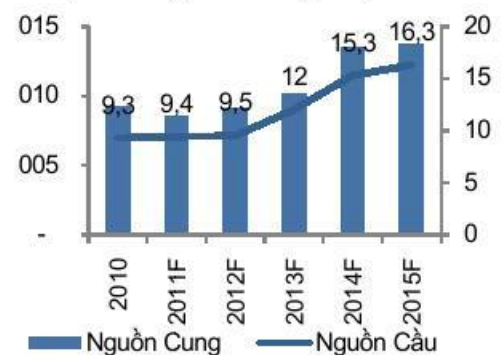
Nguồn: PV Gas

PV Gas có thể đáp ứng nhu cầu khí trong tương lai cho các nhà máy điện
 Trong giai đoạn 2006-2010, tổng nhu cầu tiêu thụ điện trung bình tăng 70%.

Hình 3: Nhu cầu tiêu thụ điện hàng năm



Hình 4: Dự báo cung – cầu khí (tỷ m³)



Nguồn: Bộ công nghiệp và giao thông vận tải và PV Gas

Theo dự báo của PV Gas, trong năm 2015, ước tính các nhà máy điện Việt Nam sẽ cần khoảng 16,3 tỷ m³ khí so với tổng sản lượng khí sản xuất hiện nay là 9,3 tỷ m³. Hiện tại, PV Gas cung cấp khoảng 85-90% sản lượng khí thiên nhiên cho các nhà máy phát điện, đối tượng khách hàng ưu tiên hàng đầu của PV Gas. Để đáp ứng nhu cầu khí thiên nhiên trong tương lai của các nhà máy điện, PV Gas sẽ phải tăng sản lượng khí lên ít nhất là 14,7 tỷ m³, tăng 58% so với sản lượng khí hiện nay là 9,3 tỷ m³.

Nhu cầu khí của ngành điện tăng cao mở ra tiềm năng tăng trưởng lớn nhưng cũng là thách thức cho PV Gas do đòi hỏi vốn đầu tư cao để phát triển cơ sở hạ tầng và hệ thống đường ống.

Nhu cầu tiêu thụ khí tăng cao hứa hẹn tiềm năng tăng trưởng cho PV Gas

Tăng trưởng GDP trung bình của Việt Nam khá ổn định và tương đối cao hơn so với Malaysia, Thái Lan, Singapore, Indonesia và Philippines trong một thập kỷ qua (Hình 5). Khi nền kinh tế phát triển, nhu cầu tiêu thụ năng lượng cũng sẽ tăng theo vì các ngành công nghiệp cần nhiều năng lượng để tiếp tục hoạt động và mở rộng trong tương lai.

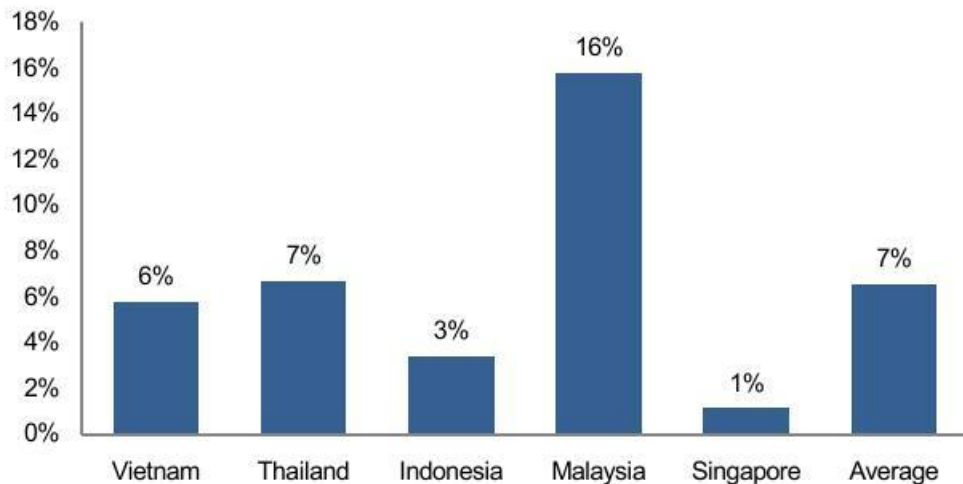
Hình 5: Tăng trưởng GDP của Việt Nam và các nước Đông Nam Á



Nguồn: Global Insight

Chúng tôi quan sát tỷ lệ tiêu thụ khí trên GDP thực hàng năm của các nước trong khu vực để so sánh với tỷ lệ tiêu thụ khí trên GDP của Việt Nam. Điểm đáng chú ý là mặc dù có GDP ổn định và khá cao nhưng sản lượng tiêu thụ khí của Việt Nam thấp hơn mức trung bình trong khu vực.

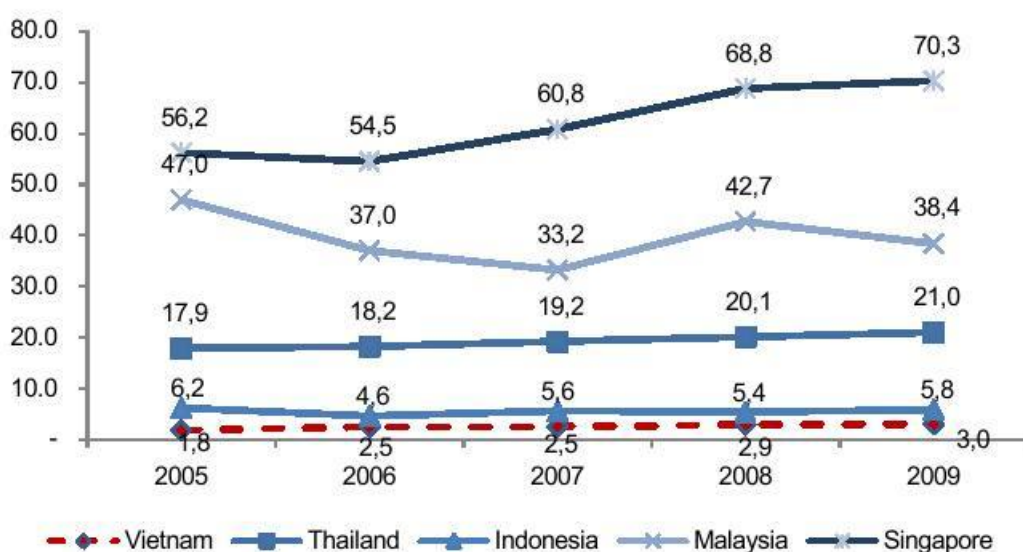
Hình 6: Tổng sản lượng tiêu thụ khí/GDP thực của các thị trường mới nổi tính đến cuối năm 2009



Nguồn: Bloomberg

Khi khí thiên nhiên ngày càng trở thành nguồn năng lượng quan trọng cho các nhà máy phát điện và nhiều khách hàng khác, tổng sản lượng tiêu thụ khí trong nước chắc chắn sẽ tăng lên bằng với mức trung bình của khu vực. Hình 7 cho thấy sản lượng tiêu thụ khí thiên nhiên bình quân đầu người của Việt Nam trong 5 năm qua vẫn thấp hơn rất nhiều so với các nước khác trong khu vực. Những thống kê này cho thấy nhu cầu tiêu thụ khí trong nước vẫn còn nhiều tiềm năng tăng trưởng và hứa hẹn nhiều triển vọng hấp dẫn cho PV Gas trong tương lai.

Hình 7: Tiêu thụ khí bình quân đầu người (mmBTU/người)



Nguồn: Ngân hàng Thế giới & Bloomberg

Độc quyền phân phối khí tại Việt Nam với rào cản gia nhập cao

Yêu cầu về vốn, chuyên môn, kiến thức, công nghệ cùng những quy định pháp lý nghiêm ngặt của Chính phủ là những rào cản đáng kể hạn chế các công ty muốn xâm nhập ngành. Rào cản gia nhập cao giúp PV Gas bảo đảm tỷ suất lợi nhuận tích cực do không có đối thủ cạnh tranh trực tiếp. Do đó, PV Gas chiếm 100% thị phần phân phối khí. Ngoài ra, với vị thế độc quyền trong ngành có rào cản gia nhập cao, PV Gas có lợi thế cạnh tranh bền vững hơn so với nhiều công ty khác. Là thành viên của PVN, PV Gas có lợi thế độc quyền thu gom và phân phối các sản phẩm khí từ các mỏ dầu thuộc sở hữu của PVN và liên doanh. Đây là một trong những lợi thế lớn nhất của PV Gas. Tuy nhiên, không giống như đa số các công ty độc quyền, PV Gas không thể tự do quyết định giá các sản phẩm khí vì giá đầu vào và đầu ra của hầu hết các sản phẩm đều có sự can thiệp của Chính phủ.

Hơn nữa, PV Gas là nhà phân phối LPG lớn nhất và cũng là đơn vị duy nhất được phép vận chuyển khí từ các bể lên giàn khoan. Lợi thế này giúp PV Gas kiểm soát hàng tồn kho và chi phí tốt hơn. Với những điều kiện thuận lợi đó, chúng tôi tin rằng PV Gas có thể duy trì tỷ suất lợi nhuận cao trong dài hạn.

Lượng tiền mặt dồi dào là một ưu thế vượt trội của PV Gas so với các công ty khác
Trong 5 năm qua, lượng tiền mặt của PV Gas đã tăng đáng kể từ 1.908 tỷ đồng trong năm 2006 lên 4.277 tỷ đồng vào cuối năm 2010, chiếm khoảng 12% tổng tài sản của PV Gas. Tiền mặt và các khoản tương đương tiền lớn không chỉ giúp nâng cao khả năng thanh toán mà còn cho phép PV Gas thực hiện các dự án phát triển dễ dàng hơn, đặc biệt là trong tình hình chi phí vốn cao do chính sách thắt chặt tiền tệ. Với lượng tiền mặt lớn, PV Gas có thể đầu tư cho hệ thống đường ống mới, từ đó, nâng cao công suất và hiệu quả hoạt động.

Tăng tỷ lệ sở hữu tại các công ty liên kết mạnh sẽ giúp PV Gas nâng cao lợi nhuận
Với kế hoạch tái cấu trúc vốn bằng cách thay đổi tỷ lệ sở hữu tại các công ty con, PV Gas có thể tập trung hơn vào các hoạt động kinh doanh chính. Tăng tỷ lệ sở hữu tại Công ty CP Khí thấp áp (PV Gas D) là một ví dụ trong kế hoạch tái cấu trúc vốn. Nhờ liên kết với PV Gas D, tỷ suất lợi nhuận của PV Gas được nâng cao hơn khi ngày càng có nhiều sản phẩm khí được phân phối tới người sử dụng thông qua PV Gas D (lượng khí còn lại sau khi đã phân phối cho các nhà máy điện và đạm) với mức giá cao hơn. Việc tăng tỷ lệ sở hữu tại PV Gas D từ 48,3% tính đến cuối tháng 4/2011 lên 51% cũng giúp PV Gas gia tăng lợi ích trong lợi nhuận của PV Gas D trong tương lai. Những khoản lợi nhuận này không chỉ giúp đa dạng hóa hoạt động kinh doanh chính của PV Gas, mà còn đem lại cơ hội để Công ty thực hiện giai đoạn vận chuyển khí tới người sử dụng, giúp quản lý chất lượng tốt hơn và kiểm soát chi phí giữa PV Gas và PV Gas D.

Cổ phiếu có vốn hóa lớn ảnh hưởng đến VN-Index

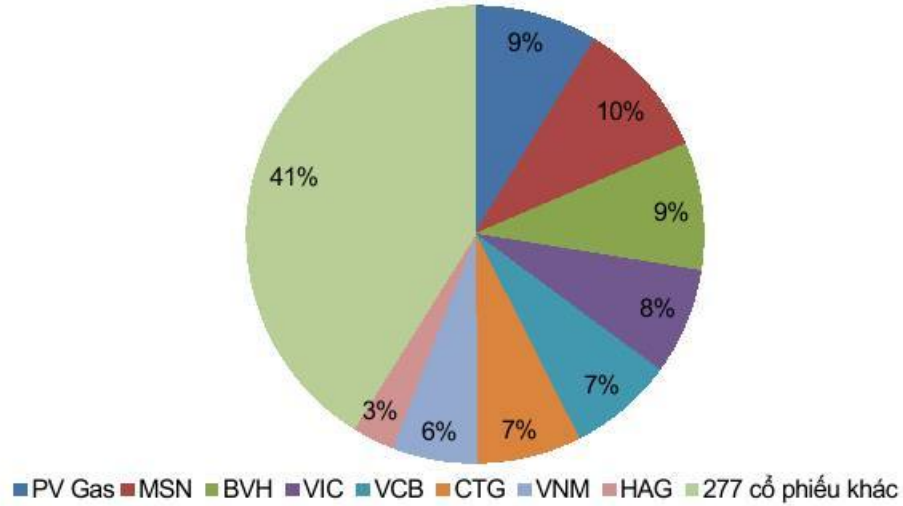
PV Gas chỉ mới cổ phần hóa thành công một phần vốn trong năm 2010 với khoảng 61 triệu cổ phiếu được bán cho các nhà đầu tư, trị giá 1.900 tỷ đồng tại giá 31.000 đồng/cổ phiếu.

PV Gas sẽ được giao dịch trên sàn OTC đến đầu tháng 6/2011 và theo kế hoạch sẽ niêm yết trên HSX vào cuối tháng 7 năm nay.

Sau khi niêm yết, PV Gas sẽ đóng góp 58.745 tỷ đồng vốn hóa (với giá 31.000 đồng/cổ phiếu) vào tổng vốn hóa toàn thị trường và trở thành 1 trong 5 cổ phiếu có tỷ trọng lớn nhất trong VNIndex.

Với tỷ lệ cổ phiếu có thể giao dịch rất hạn chế khoảng 3,2%, chúng tôi tin rằng biến động giá cổ phiếu của PV Gas xuất phát từ nguồn cung hạn chế hơn là từ những yếu tố cơ bản vì nhiều nhà đầu tư muốn tăng tỷ lệ nắm giữ trong khi số lượng cổ phiếu có thể giao dịch khá thấp. Điều này sẽ phần nào hỗ trợ đưa giá cổ phiếu tăng cao hơn giá IPO.

Hình 8: Tỷ trọng các mã cổ phiếu trong VN-Index

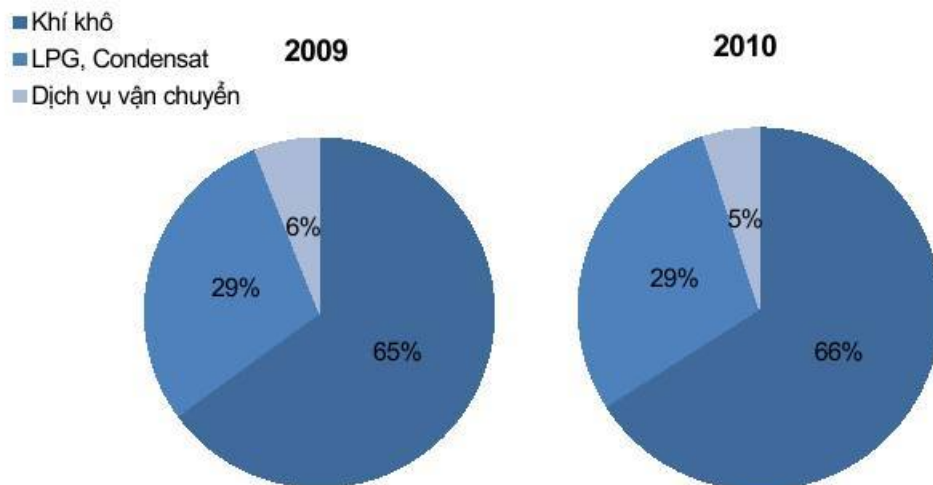


Nguồn: Bloomberg

Kết quả tài chính năm 2010 khả quan

Công ty chưa công bố kết quả kinh doanh quý 1/2011. Năm 2010, PV Gas đạt doanh thu 42.710 tỷ đồng và lợi nhuận ròng 4.802 tỷ đồng, tăng 50,7% so với năm 2009, nhờ sản lượng khí phân phối tăng trưởng cao, đạt 16,8% và giá bán tăng. Trong năm, những lĩnh vực đem lại doanh thu cao cho PV Gas vẫn không đổi và tỷ lệ đóng góp vào tổng doanh thu của sản phẩm khí thiên nhiên tăng nhẹ 1% so với năm 2009. Chúng tôi tin rằng khí thiên nhiên sẽ tiếp tục là nguồn đóng góp doanh thu lớn nhất cho PV Gas trong những năm tới.

Hình 9: Cơ cấu doanh thu



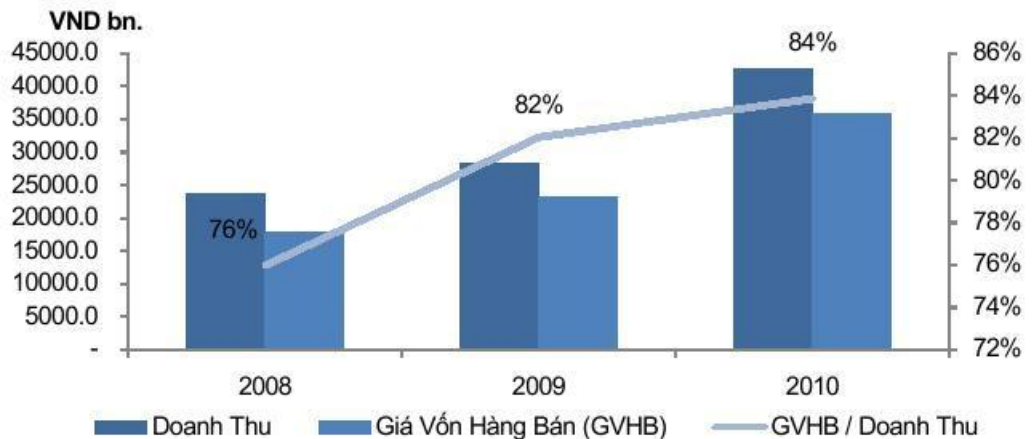
Nguồn: PV Gas

Khí thiên nhiên từ bể Nam Côn Sơn và PM3-Cà Mau chiếm khối lượng cao nhất trong tổng sản lượng khí năm 2010. Bể Nam Côn Sơn cung cấp 6,67 tỷ m³ khí, tăng 20,8% trong khi

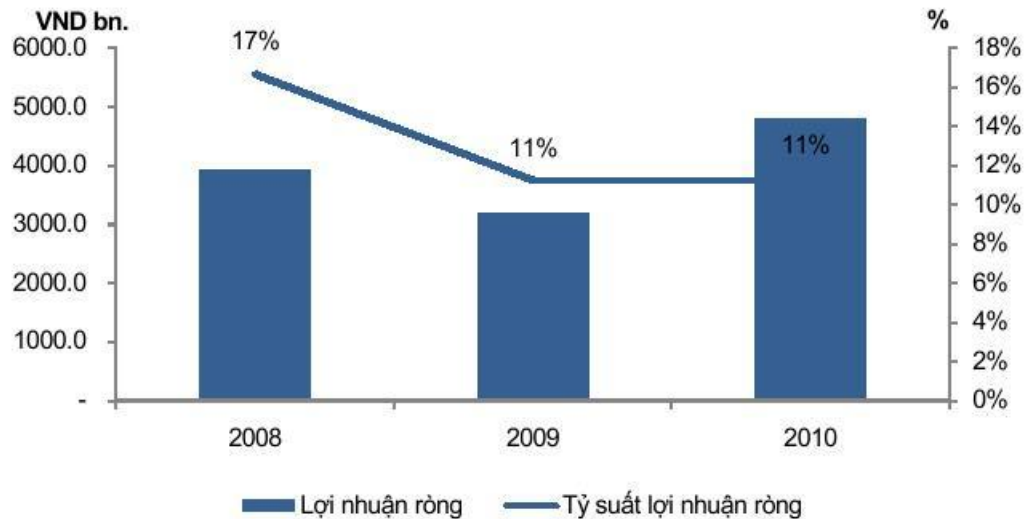
PM3-Cà Mau cung cấp 1,56 tỷ m³ khí, tăng 16,1% so với năm 2009. Ngoài ra, giá bán khí cho các khu công nghiệp cũng tăng 19% so với năm 2009.

Tuy nhiên, tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2010 giảm xuống 16,1% từ 18% trong năm 2009. Nguyên nhân chính là do việc điều chỉnh tăng giá trị tài sản từ 868 tỷ đồng lên 1.641 tỷ đồng trước khi cổ phần hóa đã làm tăng chi phí khấu hao và chi phí lãi năm 2010.

Hình 10: GVHB/Doanh thu



Hình 11: Lợi nhuận ròng và tỷ suất lợi nhuận ròng



Nguồn: PV Gas

Phụ lục 1: Sơ đồ hệ thống đường ống dẫn khí của PV Gas

Hệ thống đường ống dẫn khí Bạch Hổ

Dự án đường ống dẫn khí Bạch Hổ là dự án đầu tiên của Việt Nam, được hoàn thành năm 1995. Dự án được thiết kế nhằm khai thác nguồn khí đồng hành từ mỏ Bạch Hổ, mỏ đầu tiên của Việt Nam để cung cấp cho nhà máy điện Bà Rịa, thay vì đốt bỏ như trước đây.

Năm 1998, nhà máy khí GPP Dinh Cố đi vào hoạt động, bắt đầu cung cấp sản phẩm LPG, Condensate và khí khô cho thị trường. Các sản phẩm lỏng được dẫn qua 3 đường ống tới kho cảng Thị Vải dài 25 km, từ đây sẽ phân phối nhiên liệu cho các hộ công nghiệp.

Năm 2001, hoàn thành kết nối đường ống Rạng Đông – Bạch Hổ, bổ sung khí từ mỏ Rạng Đông. Năm 2008, bổ sung thêm khí từ các mỏ Phương Đông và Cá Ngừ Vàng. Năm 2009, bắt đầu khai thác khí từ mỏ Sư Tử Đen và Sư Tử Vàng. Dự báo nguồn cung khí bể Cửu Long sẽ khai thác hết vào năm 2026.

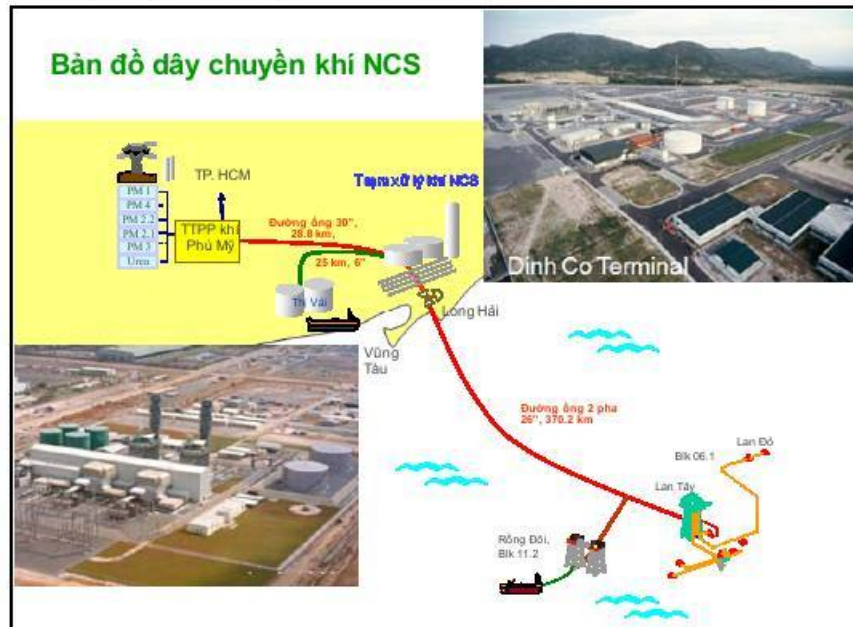
Hệ thống đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn

Dự án đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn được hình thành dưới hình thức Hợp đồng hợp tác kinh doanh ký ngày 15/12/2000 giữa Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), BP Pipelines Vietnam B.V và Conoco Phillips Vietnam AS. Trong đó, tỷ lệ góp vốn của PVN là 51%, BP 32,67% và Conoco Phillips 16,33%. Thời gian thực hiện dự án là 35 năm kể từ ngày 15/12/2000. Sản phẩm khí cung cấp từ bể này là khí khô và Condensate.

Đây là hệ thống đường ống cung cấp khí tự nhiên đầu tiên lớn nhất Việt Nam với chiều dài đường ống dài nhất thế giới. Dự án đã cung cấp cơ sở hạ tầng chiến lược cho ngành khí Việt Nam và ngành công nghiệp điện. Đây cũng là dự án thu hút vốn đầu tư nước ngoài lớn nhất Việt Nam ở thời điểm đó, đạt 1,3 tỷ USD.

PV Gas được PVN ủy quyền tham gia thực hiện dự án này và PV Gas ghi nhận doanh thu, lợi nhuận từ năm 2002. PVN đã chính thức chuyển giao toàn bộ hệ thống khí này cho PV Gas từ ngày 10/02/2010.

Hình 12: Sơ đồ dây chuyền vận chuyển khí Nam Côn Sơn



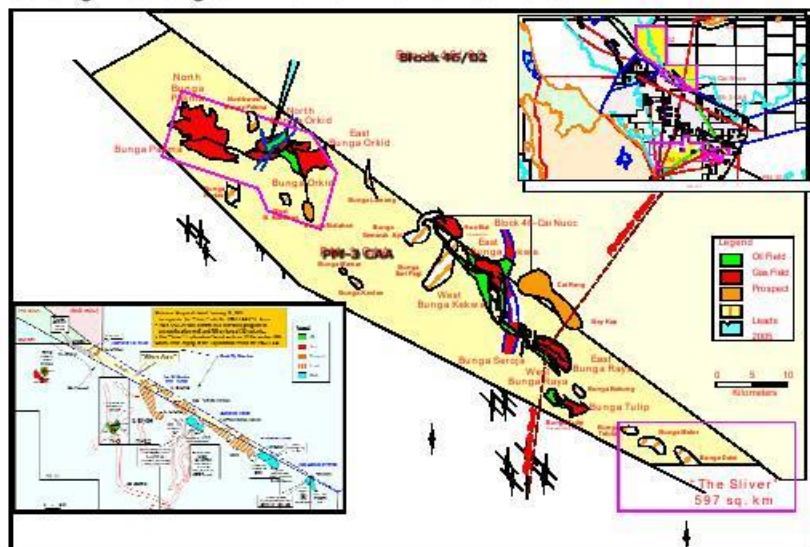
Nguồn: PV Gas

Dự án đường ống dẫn khí PM3 – Cà Mau

Dự án đường ống dẫn khí PM3 – Cà Mau là một phần của dự án cụm Khí - Điện - Đạm Cà Mau cung cấp khí thiên nhiên làm nhiên liệu cho nhà máy điện và đạm Cà Mau. Dự án thuộc sở hữu 100% của PV Gas.

Khí PM3 – Cà Mau được nhận từ 2 lô là PM3 - CAA và 46 - Cái Nước. Dự án bắt đầu ghi nhận doanh thu từ năm 2007. Hiện tại, đang cung cấp khí cho nhà máy điện Cà Mau 1 và Cà Mau 2 và dự kiến sẽ cung cấp nhà máy đạm Cà Mau từ quý II/2011.

Hình 13: Sơ đồ vùng mỏ chống lẩn MP3 – CAA và 46 – Cái Nước



Nguồn: PV Gas

Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn

Dự án đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn là dự án có quy mô lớn trong danh mục đầu tư của PV Gas. Hệ thống đường ống này thuộc bể Malay – Thổ Chu, sẽ cung cấp khí cho 5 nhà máy điện ở miền Nam Việt Nam.

Tỷ lệ góp vốn của PV Gas là 51%, Chevron 28,7%, Moeco 15,1% và Pttep 5,2%. Dự án dự kiến hoàn thành và đi vào vận hành năm 2014.

Đường ống Nam Côn Sơn 2

Dự án đường ống Nam Côn Sơn 2 sẽ vận chuyển khí từ mỏ Hải Thạch – Mộc Tinh vào bờ và cung cấp cho các nhà máy điện thuộc khu vực Phú Mỹ. Dự báo sản lượng khí khai thác tăng thêm 30% đến 40% sau khi đường ống này đi vào hoạt động. Dự án dự kiến hoàn thành và đi vào vận hành năm 2014.

Tóm tắt tài chính

KQKD (tỷ VND)	2008	2009	2010
Doanh thu thuần	23.573	28.332	42.710
Giá vốn hàng bán	(17.910)	(23.242)	(35.815)
Lợi nhuận gộp	5.663	5.090	6.894
Chi phí bán hàng	(169)	(415)	(429)
Chi phí QLDN	(192)	(294)	(924)
Lợi nhuận hoạt động	5.303	4.380	5.541
Lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá	(536)	(964)	(837)
Chi phí lãi vay	(77)	(218)	(230)
Lợi nhuận ròng ngoài hoạt động chính	584	603	1.082
Lợi nhuận trước thuế	5.273	3.801	5.557
Thuế TNDN	(1.346)	(613)	(754)
Lợi nhuận ròng	3.928	3.187	4.802
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
LNST cho cổ đông thường	3.928	3.187	4.802
EBITDA	5.924,0	5.247,7	7.181,6
Khấu hao	(621,4)	(867,8)	(1.640,8)

CDKT (tỷ đồng)	2008	2009	2010
Tiền và tương đương tiền	4.192	2.180	4.277
Đầu tư tài chính ngắn hạn	200	2.521	2.102
Phải thu ngắn hạn	2.296	3.438	6.678
Hàng tồn kho	236	1.012	502
Tài sản ngắn hạn khác	92	774	712
Tài sản ngắn hạn	7.016	9.926	14.272
Tài sản cố định (nguyên giá)	16.023	21.957	27.587
Khấu hao lũy kế	(7.310)	(5.777)	(7.545)
Đầu tư dài hạn	710	1.280	1.659
Các tài sản dài hạn khác	68	2.793	5
Tài sản dài hạn	9.492	20.253	21.706
Tổng tài sản	16.508	30.179	35.978
Nợ ngắn hạn	342	1.103	1.550
Khoản phải trả	281	2.834	3.433
Nợ ngắn hạn khác	1.587	1.626	2.870
Tổng nợ ngắn hạn	2.210	5.563	7.852
Nợ dài hạn	2.214	5.035	4.534
Nợ dài hạn khác	6.497	119	1.611
Tổng nợ phải trả	10.921	10.717	13.998
Vốn điều lệ	3.413	16.907	10.455
Thặng dư vốn	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	2.174	2.555	11.524
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	5.587	19.462	21.979
Tổng nguồn vốn	16.508	30.179	35.978

Tăng trưởng	2008	2009	2010
Tăng trưởng doanh thu	38,8%	20,2%	50,7%
Tăng trưởng EBITDA	-0,4%	-11,4%	36,9%
Tăng trưởng EBIT	0,8%	-17,4%	26,5%
Tăng trưởng LNST	-5,3%	-18,8%	50,7%
Tăng trưởng EPS	0,0%	0,0%	0,0%
Biên lợi nhuận gộp	24,0%	18,0%	16,1%
Biên lợi nhuận ròng	16,7%	11,3%	11,2%

Các chỉ số tài chính	2008	2009	2010
Khả năng thanh toán			
Khả năng thanh toán hiện hành	3,17	1,78	1,82
Khả năng thanh toán nhanh	3,03	1,46	1,66
Khả năng sinh lợi			
ROE %	70%	16%	22%
ROA %	24%	11%	14%
ROIC %	65%	17%	20%
Hiệu quả hoạt động			
Vòng quay khoản phải thu (ngày)	36	44	57
Vòng quay hàng tồn kho (ngày)	5	16	5
Vòng quay khoản phải trả (ngày)	6	45	35
Đòn bẩy tài chính			
Nợ vay/vốn chủ sở hữu	45,7%	31,5%	27,7%
Nợ vay/tổng vốn	31,4%	24,0%	21,7%

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đinh Thị Như Hoa và Trần Tuấn Anh xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIÁM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
T : +84 8 3914 3588 F: +84 8 3914 3209

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3914 3209

Phòng Nghiên Cứu

Giám đốc Nghiên Cứu

Marc Djandji, M.Sc., CFA, ext 116
marc.djandji@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Hoàng Thị Hoa, ext 146

CV cao cấp, Đoàn Thị Thu Hoà, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Phạm Cẩm Tú, ext 120

CV cao cấp, Vũ Thanh Tú, ext 105

Chi nhánh Hà Nội

18 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (84) 4 6262 6999 F : (84) 4 6278 2688

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
T: (84) 8 3914 3588 F: (84) 8 3821 6186

Phòng Nghiên Cứu

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

CV cao cấp, Ngô Phụng Hiệp, ext 130

Chuyên viên, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Nguyễn Thị Ngọc Lan, ext 147

Chuyên viên, Trần Tuấn Anh, ext 145

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

Nước ngoài

Michel Tosto
+84 8 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 8 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Lê Đức Cường
+84 4 6262 6999, ext 333
cuong.le@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.