

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VND) **12.590**

Giá thị trường (2/7/2014) **11.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **9,5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.370 - 15.120
Vốn hóa	319 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	27.719.850 CP
KLGD bình quân 10 ngày	454.567 CP
% sở hữu nước ngoài	4,86%
Room nước ngoài	4%
Giá trị cổ tức/cổ phần	700 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,1%
Beta	1,16

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Nguyễn Thu Hà

(84 4) 3928 8080 ext 608

nguyenthuhapt@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Bắc

Mã giao dịch: PVG

Reuters: PVG.HN

Bloomberg: PVG VN

Tiềm năng dài hạn từ kinh doanh CNG

Tiềm năng dài hạn từ kinh doanh CNG. Cuối năm 2013, PVG và PGD đã ký hợp đồng hợp tác kinh doanh phân phối khí CNG tại Dự án Khí mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình lô 102&106, sản lượng khai thác ổn định khoảng 200 triệu Sm³/năm và cung cấp liên tục trong 20 năm. Dự án này có thể giúp PVG cải thiện kết quả hoạt động cũng như khả năng sinh lời trong tương lai.

Hoạt động phân phối LPG ổn định và cho biên lợi nhuận thấp:

- Thị phần lớn tại khu vực miền Bắc và miền Trung.** Hoạt động phân phối LPG của PVG trải dài từ các tỉnh phía Bắc cho tới Đà Nẵng. Tổng sản lượng của PVG năm 2013 đạt 175.785 tấn, chiếm khoảng 29% tổng nhu cầu LPG tại miền Bắc và miền Trung.
- Đầu vào phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu.** Trước 2009, 75% nguồn LPG phục vụ hoạt động kinh doanh của PVG được cung cấp từ trong nước. Năm 2013, nguồn sản xuất trong nước chỉ đáp ứng khoảng 56% nhu cầu kinh doanh của PVG và dự báo tiếp tục giảm trong năm 2014.
- Khả năng sinh lời thấp.** Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận thuần của PVG ở mức thấp, chỉ đạt lần lượt 6,7% và 0,7%.

Triển vọng 2014. Năm 2014, PVG đặt kế hoạch sản lượng LPG là 175.785 tấn, giảm nhẹ so với năm 2013. Giá bán LPG được dự báo sẽ giảm khoảng 1% so với năm 2013. Biên lợi nhuận gộp dự báo giảm xuống còn 6% do PVG sẽ phải sử dụng nguồn LPG nhập khẩu nhiều hơn. Theo đó, doanh thu và LNTT dự báo đạt 4.096 tỷ đồng (+1%YoY) và 35 tỷ đồng (-3% YoY).

Khuyến nghị. Tiềm năng tăng trưởng của PVG trong hai năm tới 2014 - 2015 là không cao do doanh thu từ mảng kinh doanh LPG tăng trưởng chậm và biên lợi nhuận thấp. Biên lợi nhuận còn có khả năng giảm trong năm 2014 do PVG phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn hàng nhập khẩu. Xét về dài hạn, kể từ sau năm 2016, việc phân phối khí CNG có thể giúp PVG tăng trưởng mạnh về lợi nhuận do biên lợi nhuận gộp đối với hoạt động kinh doanh CNG thường cao hơn 2-3 lần so với biên lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh LPG. Hiện tại, PVG đang được giao dịch ở mức PE và PB lần lượt là 11,19 và 0,75 lần. Mức giá kỳ vọng của PVG là **12.590 đồng/cổ phần**.

Một số chỉ tiêu tài chính của PVG

Chỉ số tài chính	2010	2011	2012	2013	2014F
Doanh thu (triệu đồng)	2.764.314	3.998.494	4.314.777	4.074.541	4.095.565
EBITDA (triệu đồng)	58.490	228.137	83.583	79.192	72.362
EBIT (triệu đồng)	47.090	211.092	62.050	52.345	45.515
LNST (triệu đồng)	35.835	142.520	27.205	27.530	27.486
EPS (đồng/cổ phần)	1.342	5.141	981	993	992
P/E (x)	8,59	2,16	11,31	11,18	11,19
P/B (x)	0,95	0,73	0,75	0,75	0,75
ROA (%)	2,7	9,8	2,1	1,9	2,0
ROE (%)	11,1	33,7	6,6	6,7	6,7

Sơ lược về công ty

Công ty Cổ phần khí hóa lỏng miền Bắc được thành lập từ năm 2000 và niêm yết tại sàn giao dịch chứng khoán Hà Nội ngày 7/1/2009. Vốn điều lệ tính đến 31/12/2013 của PVG đạt 277 tỷ đồng, trong đó tỷ lệ sở hữu Nhà nước (Tổng công ty khí Việt Nam - GAS) là 35,88%.

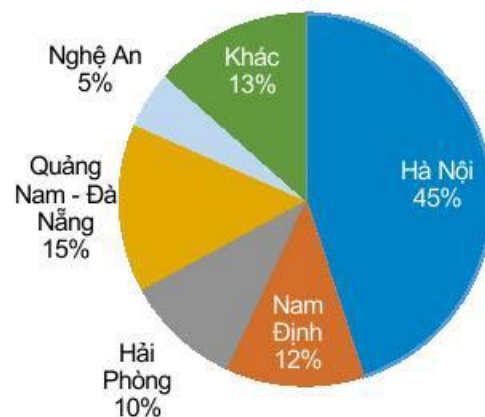
Hoạt động phân phối LPG

Hoạt động phân phối LPG hiện là mảng kinh doanh chính của PVG, đóng góp khoảng 95% tổng doanh thu của PVG. Mảng kinh doanh này bao gồm hoạt động phân phối các sản phẩm khí gas cho các hộ công nghiệp (bình 45 kg) và phân phối khí gas cho hộ gia đình (bình 12 kg), trong đó doanh thu bán gas cho hộ công nghiệp chiếm khoảng 66% tổng doanh thu kinh doanh LPG.

Cơ cấu doanh thu của PVG



Thị trường tiêu thụ của PVG



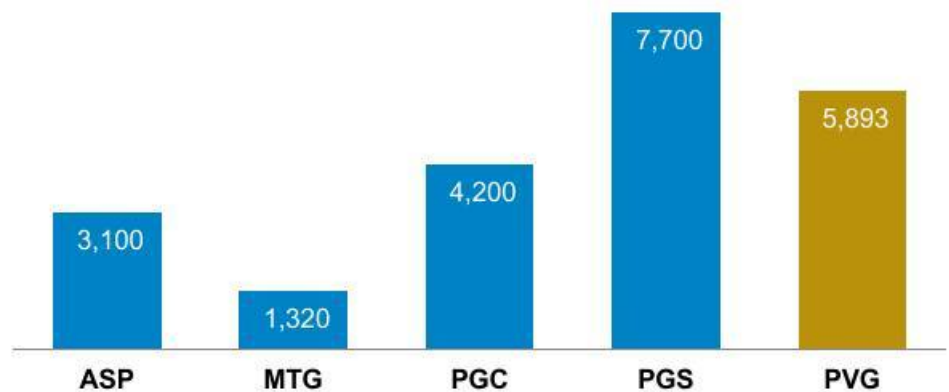
Thị phần lớn và ổn định tại khu vực miền Bắc và miền Trung. Hoạt động phân phối LPG của PVG trải dài từ các tỉnh phía Bắc cho tới Đà Nẵng. Tổng sản lượng của PVG năm 2013 đạt 175.785 tấn, chiếm khoảng 29% tổng nhu cầu LPG tại miền Bắc và miền Trung. Trong đó, những thị trường tiêu thụ LPG lớn nhất của PVG là Hà Nội (khoảng 45%), Quảng Nam - Đà Nẵng (15%), Nam Định (12%), Hải Phòng (10%),...

Đầu vào phụ thuộc vào nguồn nhập khẩu. Cơ cấu nguồn cung cấp LPG trong nước và nhập khẩu của PVG có khá nhiều biến động kể từ năm 2009 đến nay. Trước năm 2009, 75% nguồn LPG phục vụ hoạt động kinh doanh của PVG được cung cấp từ nguồn sản xuất trong nước tại Nhà máy xử lý khí Dinh Cốc. Sau đó, nguồn sản xuất trong nước chính của PVG là từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất do nguồn từ nhà máy Dinh Cốc bán theo hình thức đấu giá và chỉ có các khách hàng tại Tp. HCM mới có khả năng mua được. Tuy nhiên, nguồn hàng từ Dung Quất không ổn định, thường xuyên bị cắt giảm sản lượng so với kế

hoạch. Năm 2013, nguồn sản xuất LPG trong nước đáp ứng khoảng 56% nhu cầu kinh doanh của PVG, 44% lượng LPG còn lại được nhập khẩu từ E1 Corporation (Hàn Quốc), Sojitz Petroleum (Nhật Bản),... Trong năm 2014, nhà máy lọc dầu Dung Quất dự kiến sẽ tạm dừng hoạt động trong tháng 5-6 để bảo dưỡng, do đó, tỷ trọng hàng nhập khẩu của PVG sẽ tiếp tục tăng, dẫn tới tăng chi phí đầu vào và giảm biên lợi nhuận.

Năng lực kho chứa dự kiến sẽ tăng thêm 25% kể từ cuối 2015. Hiện tại, PVG đang khai thác 3 tổng kho khí LPG với tổng sức chứa khoảng 5.900 tấn và tiếp tục triển khai dự án xây dựng Tổng kho sản phẩm dầu khí Đà Nẵng với 2 bồn chứa LPG, mỗi bồn có dung tích 1.500 tấn. Giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành vào Quý 2/2015 với việc đưa vào hoạt động 1 bồn chứa dung tích 1.500 tấn. Dự án này chủ yếu nhằm phục vụ thị trường miền Trung. Ngoài ra, giai đoạn 2 của dự án Tổng kho LPG miền Bắc và Bắc Trung Bộ dự kiến sẽ được khởi công năm 2015, đưa tổng công suất kho chứa của PVG lên 13.393 tấn, giúp PVG có thể quản lý tốt hơn kế hoạch nhập hàng và chi phí đầu vào.

So sánh công suất kho chứa của một số đơn vị phân phối LPG



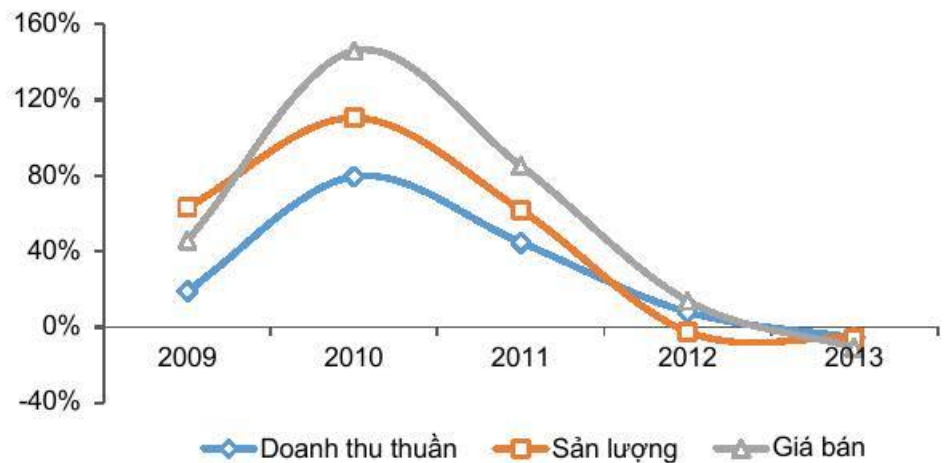
Công suất các kho chứa của PVG

STT	Kho	Địa điểm	Dung tích	Tình trạng
1	Tổng kho LPG Hải Phòng	Hải Phòng	1.108	Đang sử dụng
2	Tổng kho LPG miền Bắc	Hải Phòng	7.500	
	Giai đoạn 1		3.000	Đang sử dụng
	Giai đoạn 2		4.500	Dự kiến khởi công năm 2015
3	Tổng kho LPG Bắc Trung Bộ	Hà Tĩnh	3.285	
	Giai đoạn 1		1.785	Đang sử dụng
	Giai đoạn 2		1.500	Dự kiến khởi công năm 2015
4	Tổng kho sản phẩm dầu khí Đà Nẵng	Đà Nẵng	3.000	
	Giai đoạn 1		1.500	Dự kiến đưa vào sử dụng Q2/2015
	Giai đoạn 2		1.500	

Hiệu quả kinh doanh

Tăng trưởng doanh thu giảm dần trong 2 năm gần đây. Trong giai đoạn 2009-2011, doanh thu của PVG tăng trưởng nhanh, bình quân 46%/năm, do sản lượng và giá bán đều tăng tốt (bình quân 30%/năm và 11%/năm). Tuy nhiên, năm 2012 và 2013, sản lượng của PVG liên tục giảm do tình hình kinh tế suy thoái đã ảnh hưởng đến nhu cầu sản xuất của các doanh nghiệp là khách hàng của PVG. Năm 2013, cả sản lượng và giá bán LPG đều có sự sụt giảm, dẫn tới doanh thu trong năm giảm 6%/năm.

Tăng trưởng của PVG giai đoạn 2009-2013



Khả năng sinh lời thấp. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận thuần của PVG ở mức thấp, chỉ đạt lần lượt 6,7% và 0,7%. Đây là tình trạng chung của các doanh nghiệp kinh doanh LPG do giá khí đầu vào và chi phí vận chuyển cao. Trong khi đó, giá khí đầu ra gặp phải sự cạnh tranh gay gắt trên thị trường, dẫn đến các doanh nghiệp phải đưa ra cơ chế giá bán lẻ hợp lý nhằm thu hút khách hàng, nâng cao sản lượng và doanh thu. Bên cạnh đó, giá bán lẻ gas còn chịu sự kiểm soát của Cục quản lý giá thuộc Bộ Tài Chính.

So sánh hiệu quả sinh lời của các công ty phân phối LPG

Mã	TTS	VĐL	Nợ/VCSH	ROA	ROE	Biên LN gộp	Biên LN thuần	EPS	BVPS
ASP	816	228	2,2	1,6%	5,1%	8,5%	0,7%	530	11.143
MTG	370	120	1,5	0,6%	1,6%	4,2%	0,3%	196	12.484
PGC	2.039	503	2,1	3,9%	11,9%	13,8%	2,5%	1.547	13.207
PGS	3.070	380	2,4	7,7%	26,0%	15,9%	3,4%	4.711	24.040
PVG	1.462	277	2,6	1,9%	6,7%	6,7%	0,7%	993	14.814

Khả năng thanh toán giảm nhẹ. Hệ số thanh toán nhanh và thanh toán hiện hành của PVG được giữ ổn định trong giai đoạn 2009-2011 ở mức bình quân 1,08 và 1,18. Tuy nhiên, trong năm 2013, do hàng tồn kho và các khoản phải trả tăng mạnh (lần lượt 73% và 43% YoY), hệ số thanh toán nhanh và hiện hành đều giảm, đạt 0,8 và 0,9 lần.

Cơ hội cải thiện kết quả hoạt động và khả năng sinh lời từ kế hoạch kinh doanh CNG

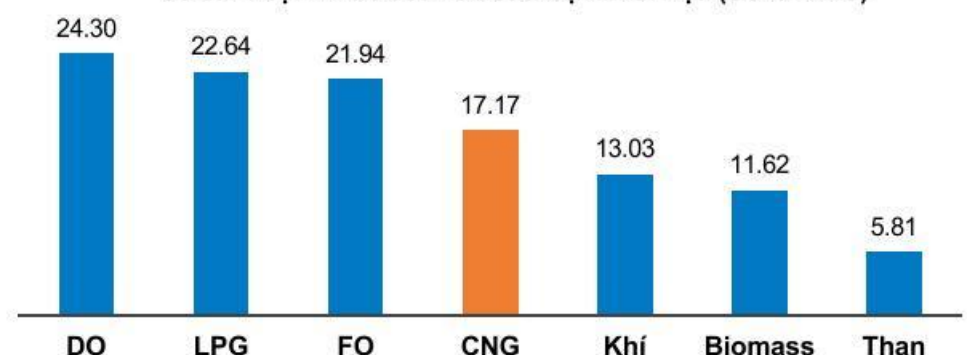
Cuối năm 2013, PVG và PGD đã ký hợp đồng hợp tác kinh doanh phân phối khí CNG Thái Bình tại Dự án Khí mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình lô 102&106 với tổng mức đầu tư 400 tỷ đồng, trong đó tỷ lệ góp mỗi bên là 50%. Tổng trữ lượng của 2 mỏ khí này khoảng 4.342 tỷ Sm³, sản lượng khai thác ổn định khoảng 200 triệu Sm³/năm và cung cấp liên tục trong 20 năm. Dự án dự kiến khởi công vào quý I/2014 và hoàn thành, đi vào hoạt động từ tháng 6/2015. Khi đó, khí sẽ được đưa từ mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình về đất liền và phân phối theo hai hệ thống:

- Phân phối khí thấp áp khoảng 50 - 70 triệu Sm³/năm (mét khối khí tiêu chuẩn) cho Khu công nghiệp Tiền Hải;
- Chế biến và phân phối CNG khoảng 150 triệu Sm³/năm cho các khách hàng công nghiệp trong bán kính 150 km quanh huyện Tiền Hải-Thái Bình.

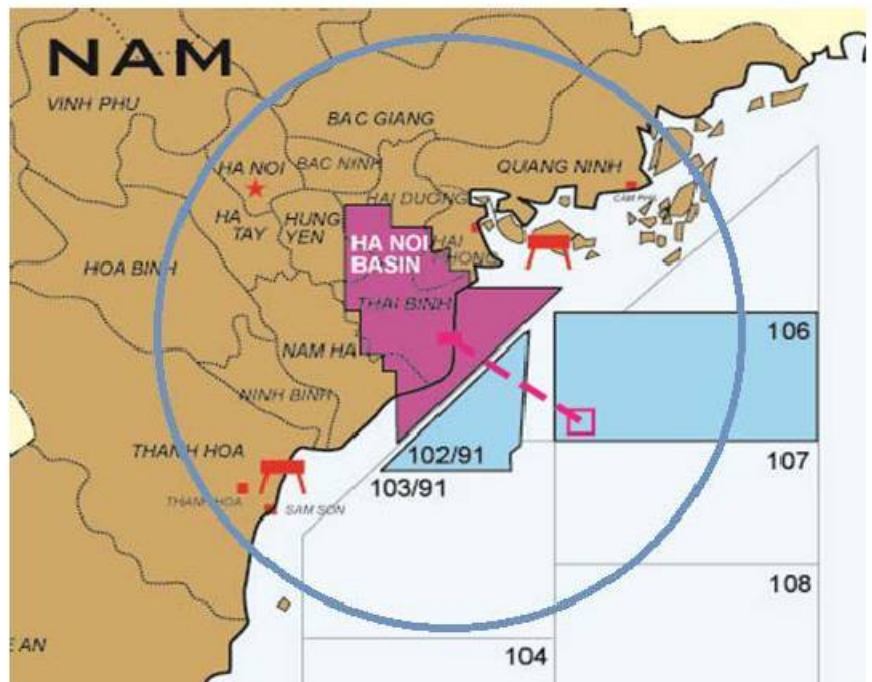
Theo đánh giá của BVSC, dự án này có thể giúp PVG cải thiện kết quả hoạt động cũng như khả năng sinh lời của mình do một số nguyên nhân như sau:

- **Xu hướng chuyển sang sử dụng CNG.** CNG là một loại khí sạch, khi đốt cháy không thải ra các loại khí độc hại và thân thiện với môi trường hơn các loại nhiên liệu khác. CNG còn giúp nâng cao hiệu suất, kéo dài chu kỳ bảo dưỡng và tuổi thọ máy móc thiết bị. Ngoài ra, giá thành của CNG rẻ hơn so với giá các loại nhiên liệu khác như dầu FO, DO và LPG từ 10-30%. Chi phí vận chuyển CNG cũng thấp hơn nhiều so với LPG do CNG được nén tới áp suất 200 – 250 bars ở nhiệt độ môi trường để giảm thể tích bồn chứa, tăng hiệu suất và giảm chi phí vận chuyển bằng các phương tiện vận tải đường bộ, đường sắt, đường thủy. Với những ưu điểm của CNG, nhu cầu chuyển đổi sang loại nhiên liệu này trong tương lai là khá lớn.

So sánh định mức tiêu hao các loại nhiên liệu (USD/MBTU)



- Nhu cầu sử dụng khí CNG là rất lớn.** Hiện nay, trong bán kính 150km quanh huyện Tiên Hải - Thái Bình có khoảng 62 khu công nghiệp tại các vùng kinh tế trọng điểm như Hà Nội, Hưng Yên, Bắc Ninh, Bắc Giang, Hải Dương, Quảng Ninh,... Với những lợi ích của CNG, các doanh nghiệp, đặc biệt là trong những lĩnh vực tiêu thụ một lượng điện và nhiệt lớn cho sản xuất, sẽ có khả năng chuyển đổi sang sử dụng CNG. Cho đến nay, PVG đã gặp gỡ 12-16 khách hàng hiện đang sử dụng LPG để giới thiệu về CNG và ký kết các Biên bản ghi nhớ/Hợp đồng nguyên tắc cam kết sản lượng khí tiêu thụ.



- Trữ lượng khí lớn, cho phép khai thác ổn định liên tục trong 20 năm.** Tổng trữ lượng của mỏ Hàm Rồng và mỏ Thái Bình là 4.342 tỷ Sm³, cho phép sản lượng khai thác ổn định khoảng 200 triệu Sm³/năm và cung cấp liên tục trong 20 năm. Hiện nay, CNG mới chỉ được phân phối và tiêu thụ tại miền Nam qua PGS và công ty con của PGS là CNG Việt Nam. Tổng sản lượng CNG năm 2013 của PGS và CNG Việt Nam là 142 triệu Sm³.
- PVG là đơn vị cung cấp CNG duy nhất trên thị trường miền Bắc,** do đó không có áp lực cạnh tranh trong việc phân phối khí CNG.
- Biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh CNG cao hơn so với LPG.** Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh CNG của PGS đạt khoảng 35%, gấp hơn 3 lần so với biên lợi nhuận từ LPG (khoảng 10%).

Rủi ro kinh doanh CNG

Ngoài ra, chúng tôi lưu ý một số rủi ro đối với hoạt động kinh doanh CNG:

Nhu cầu sử dụng khí CNG. Mặc dù CNG có nhiều ưu điểm so với những loại

nhiên liệu khác, nhưng việc khách hàng chấp nhận sử dụng khí CNG như một nguồn nhiên liệu thay thế cho DO, FO, LPG, than,.. còn gặp nhiều khó khăn. Thứ nhất, các doanh nghiệp miền Bắc vẫn sử dụng nhiên liệu chính là than, loại nhiên liệu có giá rẻ hơn so với CNG. Thứ hai, CNG phù hợp với những ngành công nghiệp sử dụng một lượng lớn nhiệt và điện trong sản xuất như vật liệu xây dựng, thép... Tuy nhiên, các doanh nghiệp vẫn có thể lựa chọn sử dụng các loại nguyên liệu khác nhau cho các giai đoạn khác nhau trong sản xuất. Ví dụ như doanh nghiệp sản xuất gạch men chỉ cần nhiệt lượng ổn định trong lúc nung xương gạch. Đến giai đoạn sấy, do không đòi hỏi nhiệt lượng lớn, doanh nghiệp có thể chọn dùng một loại nhiên liệu khác. Thứ ba, thời gian đầu tư trang bị máy móc để phù hợp với CNG sẽ tốn thời gian và chi phí. Do đó, nhu cầu tiêu thụ khí CNG có thể thấp hơn và chậm hơn so với kế hoạch.

Nhiên liệu cạnh tranh. Hiện nay, Biomass là một loại nhiên liệu sạch đang được ưa chuộng. Ở miền Nam, rất nhiều khách hàng của PGS, CNG Việt Nam, PGD đã ngưng việc sử dụng khí CNG và thay thế bằng biomass. Do đó, nhu cầu đối với khí CNG của PVG có thể gặp phải sự cạnh tranh từ sản phẩm biomass.

Xu hướng tăng giá đầu vào. PVG sẽ chịu nhiều rủi ro khi giá khí đầu vào có xu hướng tăng trong những năm tới. Việc phát triển được thị trường CNG sẽ phụ thuộc nhiều vào sự trợ giá từ GAS. Trong những năm gần đây, tỷ suất lợi nhuận của PGS cũng đang trong xu hướng giảm dần khi giá khí đầu vào tăng hàng năm.

Việc phân phối khí có thể chậm hơn so với kế hoạch. Theo thông tin từ PXS là đơn vị làm chủ để cho dự án CNG Thái Bình, hiện tại tiến độ cho mỏ Hàm Rồng đang bị trì hoãn, ảnh hưởng đến khả năng phân phối khí vào tháng 6/2015 theo như kế hoạch.

Triển vọng tăng trưởng

Về tiềm năng tăng trưởng dài hạn của PVG:

- ❑ **Hoạt động kinh doanh LPG:** PVG có thể duy trì được thị phần tiêu thụ ổn định tại miền Bắc và miền Trung. Trong giai đoạn 2014-2020, tăng trưởng sản lượng LPG có thể đạt bình quân 3-4%/năm và giá bán LPG dự báo sẽ giảm trong 2014-2016 và tăng trở lại từ 2017. Tuy nhiên, hoạt động này không có nhiều tiềm năng tăng trưởng do mức biên lợi nhuận rất thấp và cạnh tranh trong ngành khá gay gắt.
- ❑ **Hoạt động kinh doanh CNG:** Chúng tôi đánh giá cao tiềm năng của mảng hoạt động này so với hoạt động kinh doanh LPG như đã trình bày ở trên. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng mảng hoạt động này sẽ chỉ bắt đầu đem lại doanh thu và lợi nhuận cho PVG từ năm 2016. Bên cạnh đó, do chưa có thông tin về phương pháp tính giá CNG đầu ra và đầu vào đối với PVG nên chúng tôi chưa thể đưa ra con số dự báo về lợi nhuận từ mảng kinh doanh CNG.

Triển vọng 2014. Năm 2014, PVG đặt kế hoạch sản lượng LPG là 175.785 tấn, giảm nhẹ so với năm 2013. Giá bán LPG được dự báo sẽ giảm khoảng 1% so với năm 2013. Ngoài ra, do nhà máy lọc dầu Dung Quất sẽ ngừng hoạt động trong tháng 5-6/2014, PVG sẽ phải sử dụng nguồn LPG nhập khẩu nhiều hơn. Trong khi đó, giá LPG nhập khẩu thường cao hơn giá LPG từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất khoảng 40-50\$/tấn, dẫn tới biên lợi nhuận gộp dự báo giảm xuống còn 6%. Theo đó, doanh thu và lợi nhuận trước thuế dự báo đạt 4.096 tỷ đồng (+1%YoY) và 35 tỷ đồng (-3% YoY).

Định giá

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và P/B để định giá PVG. P/E và P/B bình quân của ngành được tính dựa trên số liệu của các công ty kinh doanh phân phối khí đang niêm yết trên thị trường Việt Nam (ASP, SFC, PGC, PGS) và của 22 công ty cùng ngành với PVG tại các nước đang phát triển trong khu vực.

Kết quả cho ra P/E và P/B bình quân của Việt Nam là 8,3 và 1,1 lần. P/E và P/B bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực là 9,5 và 1,1 lần. Do đó, chúng tôi sử dụng mức P/E và P/B bình quân ngành là 8,9 và 1,1 để định giá PVG.

Kết quả định giá theo phương pháp so sánh ngang				
Phương pháp	Giá trị trên mỗi cổ phần	Hệ số	Tỷ trọng	Giá trị theo từng phương pháp
P/E	992	8,9	50%	8.850
P/B	14.869	1,1	50%	16.330
Bình quân gia quyền				12.590 đồng/cổ phần

Khuyến nghị

Tiềm năng tăng trưởng của PVG trong hai năm tới 2014-2015 là không cao do doanh thu từ mảng kinh doanh LPG tăng trưởng chậm và biên lợi nhuận thấp. Biên lợi nhuận còn có khả năng giảm trong năm 2014 do PVG phải phụ thuộc nhiều hơn vào nguồn hàng nhập khẩu. Xét về dài hạn, kể từ sau năm 2016, việc phân phối khí CNG có thể giúp PVG tăng trưởng mạnh về lợi nhuận do biên lợi nhuận gộp đối với hoạt động kinh doanh CNG thường cao hơn 2-3 lần so với biên lợi nhuận gộp hoạt động kinh doanh LPG. Hiện tại, PVG đang được giao dịch ở mức PE và PB lần lượt là 11,19 và 0,75 lần. Mức giá kỳ vọng của PVG là **12.590 đồng/cổ phần**. Chúng tôi khuyến nghị **NEUTRAL** đối với cổ phiếu PVG.

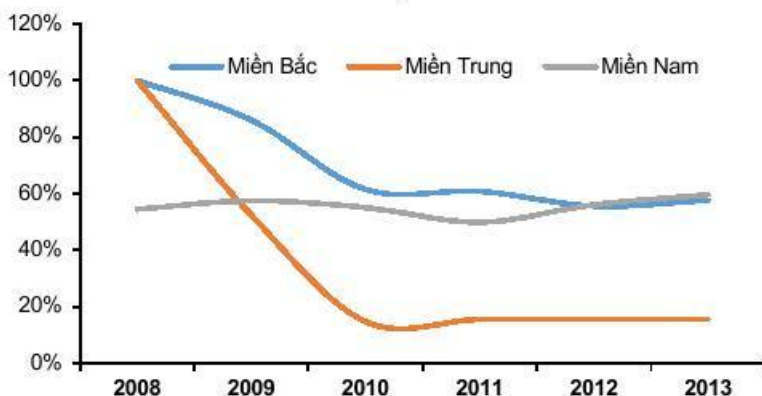
Tổng quan về ngành khí LPG

Nhu cầu về LPG đã chứng lại kể từ năm 2004. Nhu cầu LPG tăng mạnh trong giai đoạn 1994-2003 với tốc độ bình quân 50%/năm, sau đó giảm dần trong những năm 2004-2009 và tăng trưởng bình quân khoảng 6%/năm trong 5 năm gần đây. Trong giai đoạn 2014-2020, nhu cầu LPG tại Việt Nam được dự báo sẽ tăng trưởng khoảng 4%/năm, (trong đó Miền Bắc 4,4%; Miền Trung 5,7% và Miền Nam 3,1%). Tổng nhu cầu LPG đến năm 2020 dự báo đạt 1,8 triệu tấn/năm.

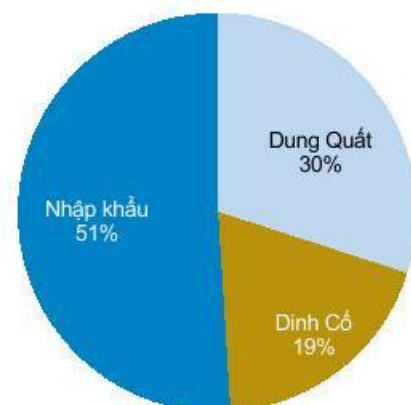
Nguồn LPG sản xuất trong nước hiện chỉ đóng góp khoảng 49% tổng nhu cầu tiêu thụ LPG nội địa. Tổng nhu cầu LPG năm 2013 ước tính đạt 1,3 triệu tấn, trong đó sản xuất trong nước đạt khoảng 622.000 tấn. Hiện nay, LPG nội địa được cung cấp qua 3 nguồn:

- ❑ **Nhà máy lọc dầu Dung Quất.** Nhà máy lọc dầu Dung Quất nằm ở miền Trung, do công ty Cổ phần Bình Sơn vận hành, cung cấp LPG cho khu vực phía Bắc và Bắc Trung Bộ. Nhà máy lọc dầu Dung Quất xử lý dầu thô từ mỏ Bạch Hổ và Đại Hùng và dầu thô nhập khẩu từ Trung Đông để sản xuất LPG. LPG từ nhà máy lọc dầu Dung Quất có chất lượng thấp hơn so với LPG từ nhà máy Dinh Cố do có hàm lượng olefin cao. Nhà máy lọc dầu Dung Quất đáp ứng được khoảng 30% nhu cầu LPG toàn quốc. Xét riêng tại thị trường miền Bắc, nhà máy lọc dầu Dung Quất đáp ứng được khoảng 40% nhu cầu.
- ❑ **Nhà máy Dinh Cố.** Nhà máy Dinh Cố nằm ở phía Nam, do PVGas vận hành, sử dụng khí đồng hành từ mỏ Bạch Hổ và bể Nam Côn Sơn để sản xuất LPG và cung cấp cho thị trường miền Trung - Nam. Hiện nay, do sản lượng khí đốt từ mỏ Bạch Hổ sụt giảm nên nhà máy Dinh Cố không thể chạy hết công suất. Nhà máy Dinh Cố cung cấp khoảng 19% nhu cầu LPG nội địa.
- ❑ **Nhập khẩu** LPG từ Trung Quốc (chiếm khoảng 53% tổng lượng LPG nhập khẩu), Qatar (23%), Ả rập Xê Út và UAE (20%),...

Tỷ lệ LPG nhập khẩu tại thị trường miền Bắc, Trung và Nam

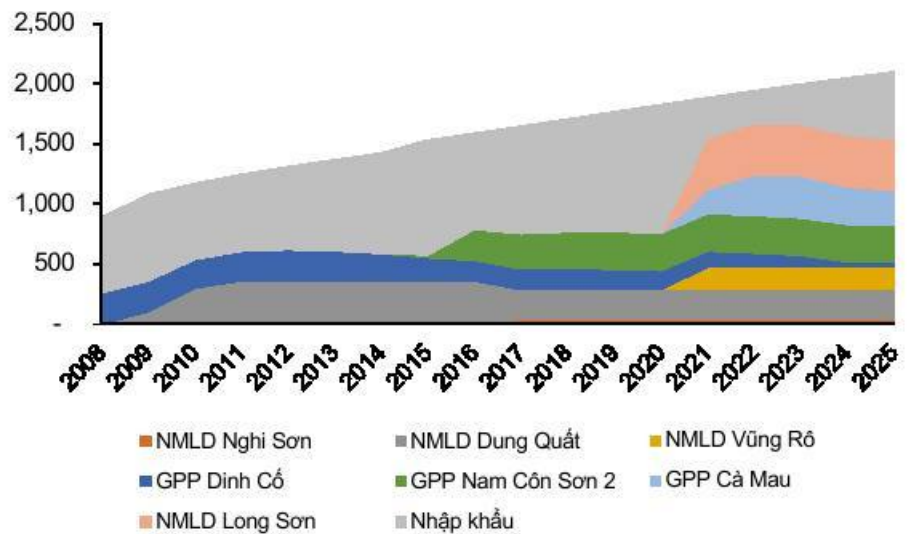


Nguồn cung LPG nội địa



Tình trạng thiếu hụt nguồn cung trong nước dự kiến sẽ tiếp diễn đến năm 2020. Trong khi nhu cầu về khí LPG dự báo tăng trưởng bình quân 4%/năm trong những năm tới, hầu hết các dự án nhà máy lọc dầu đều có sự trì hoãn so với kế hoạch như dự án NMLD Nghi Sơn, Vũng Rô, Nam Côn Sơn 2 và GPP Cà Mau. Do đó, nguồn cung LPG trong nước không có thay đổi nhiều trong 5 năm tới và nhập khẩu dự báo vẫn chiếm khoảng 55-60% tổng nhu cầu LPG nội địa. Nguồn cung LPG dự báo sẽ được cải thiện từ sau năm 2020, với nhập khẩu chiếm khoảng 20% tổng nhu cầu LPG nội địa.

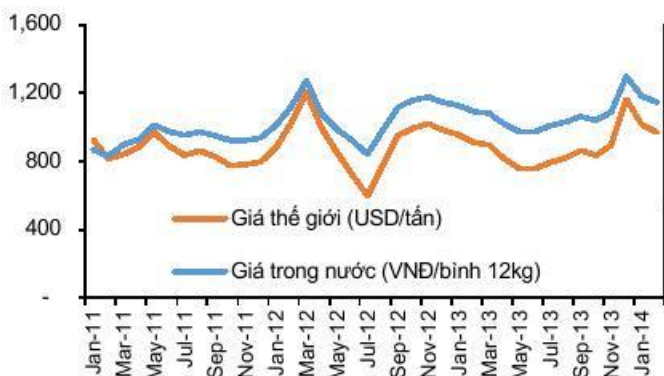
Nhu cầu tiêu thụ LPG 2008 - 2025



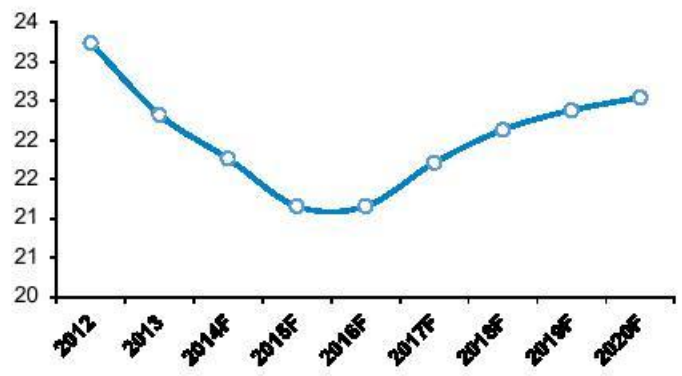
Nguồn: PVG, BVSC

Giá bán lẻ LPG trong nước biến động theo giá LPG thế giới. Giá LPG trong nước được tính dựa trên giá LPG thế giới do Công ty Saudi Aramco công bố vào đầu mỗi tháng, sau khi đã điều chỉnh thuế nhập khẩu và chi phí vận chuyển. Do hạn chế về hệ thống kho chứa LPG hiện nay, các doanh nghiệp kinh doanh LPG không chủ động được nguồn hàng và không thể trữ được gas khi giá thế giới rẻ, dẫn đến giá bán lẻ LPG trong nước phụ thuộc hoàn toàn vào giá LPG thế giới. Trong giai đoạn 2014-2020, giá LPG được dự báo sẽ tăng bình quân 2%/năm

Biến động giá LPG Việt Nam và thế giới 2011-2013



Dự báo giá LPG 2014-2020



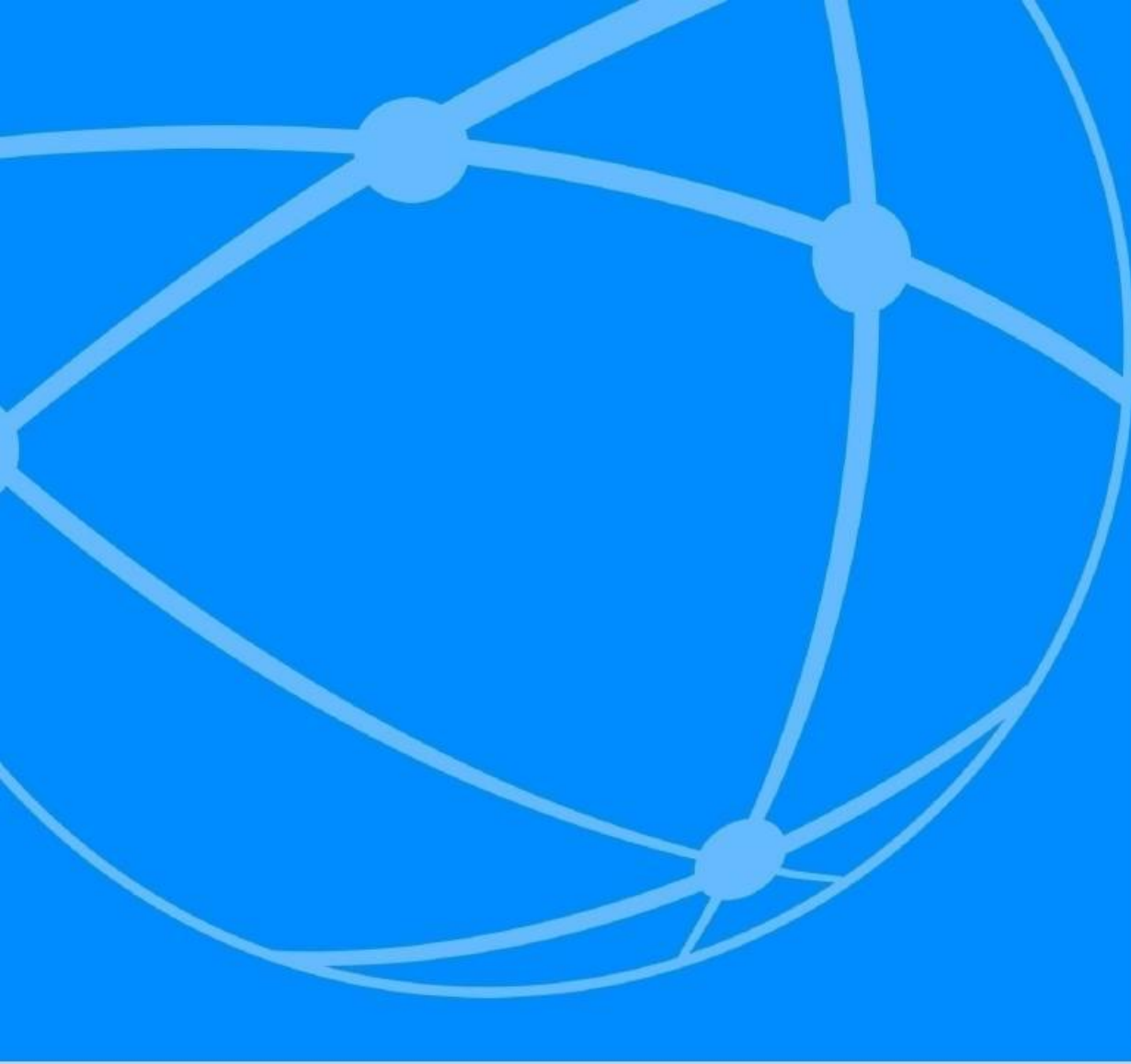
THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyến người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999