

Điều chỉnh giá gas đầu vào ảnh hưởng đến lợi nhuận tạm thời

Overweight

Giá mục tiêu VND 34,000
Giá hiện tại VND 30,000

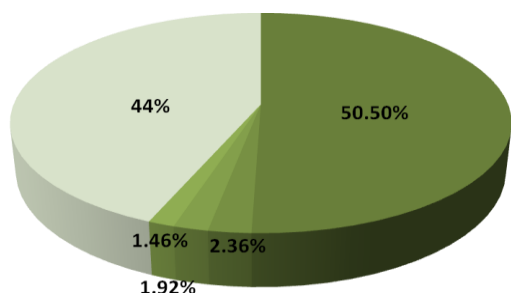
Phạm Nhật Bích
(+84-8) 5413-5479
bichpham@phs.vn

Sơ lược công ty

| | |
|--------------------------|-----------------|
| Mã CP | PGD |
| Vốn điều lệ (tỷ đồng) | 429 |
| CP đang lưu hành (triệu) | 42.9 |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 1,287 |
| Biên độ 52 tuần (đồng) | 27,500 – 44,000 |
| KLGD trung bình 3 tháng | 263.6 |
| Beta | 1.0 |
| Sở hữu nước ngoài | 3% |
| Ngày niêm yết đầu tiên | 26/11/2009 |

Cổ đông lớn

| | |
|----------------------------|-------|
| PV GAS | 50.5% |
| Công ty Kim Thành | 2.36% |
| Công ty Đầu tư Phương Mai | 1.92% |
| The Blackhorse Enhanced VN | 1.46% |



Biên độ giá

| | 3M | 6M | 12M |
|---------------|-------|-------|------|
| Tuyệt đối | -8.9 | -3.9 | -0.8 |
| Phần trăm (%) | -22.8 | -11.4 | -2.6 |



• **Lỗ quý 3 do điều chỉnh chi phí đầu vào** PGD báo cáo doanh thu quý 3/2012 đạt 1,410 tỷ đồng, tăng 40% so với quý trước và 66% so với cùng kỳ năm trước. Tuy nhiên, chi phí giá vốn ở mức 1,596 tỷ đồng, tương ứng với mức tăng giá đầu vào 64%. PV Gas, nhà cung cấp chính và cũng là cổ đông lớn nhất của PGD, đã quyết định tăng chi phí đầu vào từ 5.5 lên 10.5 USD/MMBTU từ giữa Q3/2012 khi báo cáo tài chính quý 2 đã được công bố. Do mức giá mới có hiệu lực từ Q2/2012, PGD phải hạch toán sự chênh lệch giá vốn của Q2 vào Q3, dẫn đến mức lỗ trong Q3. Do đó, lợi nhuận Q3 âm -255 tỷ đồng. Tuy nhiên, kết quả lũy kế 9 tháng vẫn khả quan với doanh thu và lợi nhuận ròng đạt tương ứng 4,058 và 157 tỷ đồng. Dựa trên dữ liệu lịch sử của giá khí đầu vào và giá khí đầu ra (bảng 1a), chúng tôi kỳ vọng Công ty sẽ có thể chuyển dịch chi phí giá tăng cho khách hàng, do đó, giá bán cao hơn sẽ là nguyên nhân chính để đạt con số khả quan 224 tỷ đồng lợi nhuận trong Q4. Thêm vào đó, với giá đầu ra tăng, chúng tôi ước tính lợi nhuận gộp biên sẽ phục hồi, tăng từ -13% của quý trước lên 20% trong Q4.

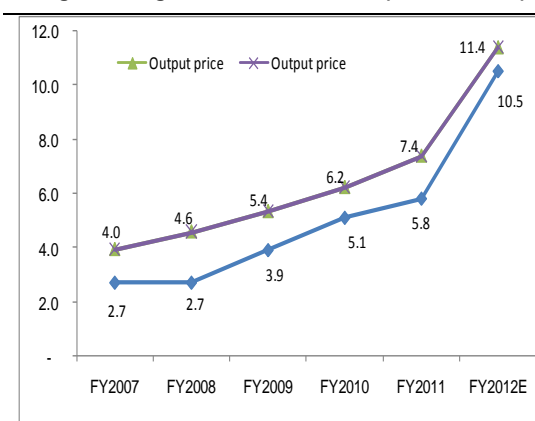
• **Chiến lược đầu tư** Chúng tôi tập trung quan sát vào sự thay đổi giá đầu vào - giá đầu ra. Chúng tôi cho rằng hầu hết các thông tin xấu đều đã phản ánh vào thị giá, trong khi các ước tính và dự đoán cho PGD vừa được điều chỉnh. Người phân tích nhận thấy sự hấp dẫn đối với đầu tư dài hạn do khí thấp áp – sản phẩm chủ yếu của PGD – là một trong những nguồn năng lượng chuyên dụng nhằm thay thế cho các năng lượng truyền thống khác có sức phát triển tốt nhất. Thêm vào đó, PGD đang phát triển hoạt động kinh doanh của mình qua các dự án mở rộng hệ thống ống dẫn và kỳ vọng sẽ đóng góp phần doanh thu lớn khi các dự án này đi vào hoạt động trong tương lai. Mặc dù chúng tôi giả định mức giá đầu ra chỉ tăng nhẹ trong Q4 nhưng doanh thu FY2012E sẽ vẫn đạt mức tích cực so với cùng kỳ. Hơn nữa, giá cổ phiếu đã giảm sâu kể từ khi thông tin GAS điều chỉnh giá bán cho PGD. Sự sụt giảm giá mạnh của cổ phiếu PDG cũng là thời điểm tốt cho nhà đầu tư để có được lợi nhuận hợp lý khi PGD lấy lại vị thế trong 4Q2012.

• **Rủi ro** Những rủi ro có thể khiến giá cổ phiếu không thể đạt mức giá mục tiêu của chúng tôi bao gồm: (1) tác động từ nhu cầu gas: các khách hàng chính của PGD như nhà sản xuất thép, gạch men đều chịu ảnh hưởng nặng nề của khủng hoảng kinh tế có thể giảm nhu cầu sử dụng gas; (2) giới hạn từ phía nhà cung cấp: PV Gas, nhà cung cấp chính, có khả năng không thể hỗ trợ hoàn toàn nhu cầu gas cho PGD; và (3) mối đe dọa từ sản phẩm thay thế: các sản phẩm gas khác như CNG (khí nén tự nhiên), LPG (khí hóa lỏng), hay các sản phẩm xăng dầu truyền thống như DO, FO có thể thay thế cho khí thấp áp với chi phí thấp hơn.

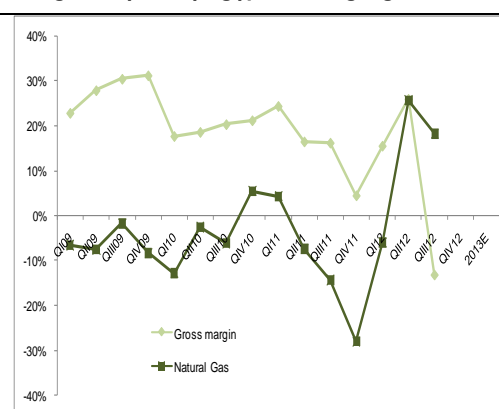
| (tỷ đồng) | 3Q11 | 1H12 | 3Q12 | Mục tiêu | 2012E | 2032E |
|---------------------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|
| Doanh thu thuần | 850 | 2,648 | 1,410 | 4,312 | 5,803 | 8,356 |
| % biên LN gộp | 16% | 21% | -13% | | 8% | 8% |
| % biên LN hoạt động | 12% | 18% | -16% | | 4% | 4% |
| EBT | 102 | 510 | -225.9 | | 280 | 408 |
| EAT | 76 | 383 | -225.9 | 129 | 210 | 306 |
| % tăng YoY | 22% | 114% | -395% | | -31% | 46% |
| % tăng QoQ | 8% | | -179% | | | |
| EPS (TTM) | 7,565 | 11,837 | 4,785 | | 4,894 | 7,129 |
| BVPS | 19,440 | 27,877 | 22,570 | | 22,365 | 26,494 |
| P/E | 3.6 | 2.3 | 5.7 | | 6.1 | 4.2 |
| P/B | 1.4 | 1.0 | 1.2 | | 1.2 | 1.1 |

- Giả định chính – giá khí tự nhiên** Sự tương quan cao giữa lợi nhuận gộp biên và giá khí gas tự nhiên đã được minh chứng qua dữ liệu lịch sử (bảng 1b). Do đó, giá gas thay đổi có sức ảnh hưởng trực tiếp lên lợi nhuận gộp của PGD. Khí gas tự nhiên đã vượt qua các sản phẩm xăng dầu khác trong năm nay, với mức giá tăng 40% từ 01/6/2012 (bảng 1b). Mức tăng giá trong 8 tháng liên tục đã chỉ ra một xu hướng tăng trong ngắn hạn, cộng với nhu cầu nhiên liệu sưởi ấm gia tăng do không khí lạnh ở Mỹ sẽ tiếp tục hỗ trợ giá khí gas tự nhiên (bảng 2b).
- Định giá** Giá mục tiêu của chúng tôi là 34,000 đồng, tương ứng với hệ số 5.0x PE và 2.1x PB của 12E. Chúng tôi chọn P/E và P/B để thực hiện việc định giá cho PGD theo quan điểm thận trọng và dựa trên các điều kiện thị trường hiện tại. Giá cổ phiếu của PGD giao dịch khá ổn định ở mức 4.2 – 5.2x P/E và 1.5 – 2.3x P/B trong 4 năm qua. Mặc dù mức 5.0x có vẻ là khá cao so với mức trung bình lịch sử 4.7x nhưng chúng tôi mong đợi sự tăng trưởng mạnh mẽ trong mảng kinh doanh khí đốt của PGD sẽ hỗ trợ các giả định đặt ra và phản ánh vào giá cổ phiếu.

Bảng 1a: Giá gas đầu vào và đầu ra (USD/MMBTU)



Bảng 1b: Lợi nhuận gộp biên và giá gas



Source: PGD & PHS

Bảng 2a: giá gas tự nhiên qua các tuần



Bảng 2b: Giá gas tự nhiên theo năm



Source: trading chart

Chỉ số tài chính (tỉ đồng)

| Doanh thu | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | Tỉ lệ hàng năm | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E |
|----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu ròng | 2,123 | 3,342 | 5,803 | 8,356 | Tỉ lệ tăng trưởng | | | | |
| Giá vốn hàng bán | 1,707 | 2,814 | 5,345 | 7,696 | Tỉ lệ tăng doanh thu | 72% | 57% | 74% | 44% |
| Lợi nhuận gộp | 416 | 529 | 458 | 660 | Tỉ lệ tăng lợi nhuận gộp | 16% | 27% | -13% | 44% |
| Chi phí vận hành | 149 | 157 | 232 | 334 | Tỉ lệ tăng lợi nhuận ròng | 10% | 40% | -31% | 46% |
| Doanh thu tài chính | 18 | 32 | 54 | 83 | Tỉ lệ tăng tổng tài sản | 28% | 77% | 52% | 35% |
| Chi phí tài chính | - | - | - | - | Tỉ lệ tăng vốn | 41% | 22% | 9% | 18% |
| Chi phí lợi nhuận | - | - | - | - | Tỉ lệ lợi nhuận | | | | |
| Lợi nhuận vận hành | 285 | 403 | 280 | 408 | Biên lợi nhuận gộp | 20% | 16% | 8% | 8% |
| Lợi nhuận trước thuế | 289 | 405 | 280 | 408 | Biên LN trước thuế | 14% | 12% | 5% | 5% |
| Thuế thu nhập doanh nghiệp | 72 | 101 | 70 | 102 | Lợi nhuận ròng biên | 10% | 9% | 4% | 4% |
| Lợi nhuận ròng | 217 | 304 | 210 | 306 | ROE | 22% | 18% | 8% | 9% |
| Cân đối kế toán | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | ROA | 30% | 35% | 22% | 27% |
| Tổng tài sản | 978 | 1,728 | 2,631 | 3,545 | Phân tích DuPont | | | 0% | 0% |
| Tài sản ngắn hạn | 899 | 1,429 | 2,312 | 3,194 | Lợi nhuận ròng biên (1) | 10% | 9% | 4% | 4% |
| Tiền và tương đương | 432 | 773 | 1,179 | 1,554 | Thu hồi tài sản (2) | 217% | 193% | 221% | 236% |
| Khoản phải thu | 457 | 620 | 1,081 | 1,557 | Cấp số vốn (3) | 136% | 197% | 274% | 312% |
| Tồn kho | 7 | 9 | 12 | 17 | ROE = (1)x(2)x(3) | 30% | 35% | 22% | 27% |
| Tài sản dài hạn | 79 | 299 | 319 | 351 | Tỉ lệ điều hành | | | | |
| Tài sản cố định | 78 | 297 | 314 | 344 | Số ngày thu | 78.54 | 67.69 | 68.00 | 68.00 |
| Đầu tư dài hạn | - | - | - | - | Số ngày tồn kho | 1.53 | 1.22 | 0.80 | 0.80 |
| Vốn | 978 | 1,728 | 2,631 | 3,545 | Số ngày trả | 43.39 | 104.73 | 105.00 | 105.00 |
| Nợ | 260 | 850 | 1,672 | 2,408 | Vòng luân chuyển tài sản | 2.17 | 1.93 | 2.21 | 2.36 |
| Nợ ngắn hạn | - | - | - | - | Vòng luân chuyển TS dài hạn | 27.26 | 11.24 | 18.46 | 24.29 |
| Nợ dài hạn | - | - | - | - | Vòng luân chuyển TS cố định | 0.04 | 0.09 | 0.05 | 0.04 |
| Vốn CSH | 718 | 878 | 959 | 1,137 | Tỉ lệ thanh toán | | | | |
| Vốn điều lệ | 429 | 429 | 429 | 429 | Tỉ lệ hiện tại | 3.46 | 1.68 | 1.38 | 1.33 |
| Lợi nhuận giữ lại | 159 | 224 | 146 | 323 | Tỉ lệ nhanh | 3.44 | 1.67 | 1.38 | 1.32 |
| Dòng tiền | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E | Tỉ lệ tiền | 1.66 | 0.91 | 0.71 | 0.65 |
| Dòng tiền vận hành thuần | 85 | 569 | 564 | 545 | Cơ cấu vốn | | | | |
| Lợi nhuận trước thuế | 217 | 304 | 210 | 306 | Tổng nợ/tổng vốn | - | - | - | - |
| Mức giảm | 11 | 12 | 12 | 12 | Tổng nợ/tổng tài sản | - | - | - | - |
| Dòng tiền đầu tư thuần | (110) | (99) | (29) | (42) | Tổng tài sản/tổng vốn | 1.36 | 1.97 | 2.74 | 3.12 |
| Dòng tiền tài chính thuần | (30) | (128) | (129) | (129) | Chỉ số theo cp | | | | |
| Dòng tiền thuần | (56) | 341 | 406 | 374 | PE | 5.93 | 4.24 | 6.13 | 4.21 |
| Tiền đầu kỳ | 488 | 432 | 773 | 1,179 | PBV | 1.79 | 1.47 | 1.34 | 1.13 |
| | | | | | PS | 0.55 | 0.35 | 0.22 | 0.15 |
| | | | | | EPS (đồng/cp) | 5,061 | 7,081 | 4,894 | 7,129 |
| | | | | | Tiền thu được/cp | 5,327 | 7,362 | 5,383 | 7,833 |
| | | | | | Giá trị sổ sách | 16,751 | 20,471 | 22,365 | 26,494 |

Nguồn: PGD và ước tính của PHS

Đảm bảo phân tích

Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

Định nghĩa xếp loại

Overweight (OW) = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Neutral (N) = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Underweight (UW) = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Not Rated (NR) = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

Miễn trách

Thông tin này được tổng hợp từ các nguồn mà chúng tôi cho rằng đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của nó. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của chúng tôi vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

© **Phu Hung Securities Corporation.**

5th Fl., Lawrence S. Ting Bldg.,

801 Nguyen Van Linh St, Tan Phu Ward, Dist 7, HCMC

Tel: (+84-8) 5413-5479 – Fax: +84 8 54135472

Web: www.phs.vn