

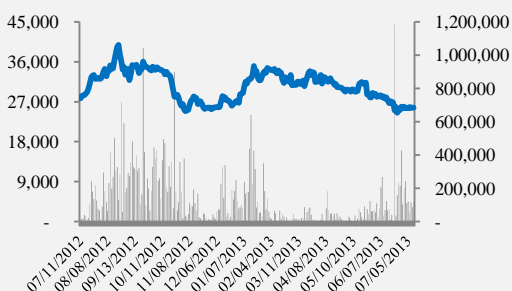
GAS [HSX]
OUTPERFORM

Giá mục tiêu

VND 33.000
THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Giá (16/07/2013)	VND	28.100
Chênh lệch *	%	17,4%
Vốn hóa thị trường	Tỷ đồng	1.205
Số cp lưu hành	Triệu cp	42,9
Free-float	Triệu cp	21,4
Giá trị công ty	Tỷ đồng	467
Diễn biến (30 ngày)	%	4,07%
KLGD trung bình (30 ngày)	CP	230.555
Lĩnh vực	Dầu khí	

* Sự khác biệt giữa giá thị trường và giá mục tiêu

THÔNG TIN GIAO DỊCH


Nguồn: Bloomberg

DIỄN BIẾN

	1T	3T	12T
Thay đổi	4,07%	-7,26%	-13,10%
vs. VN-Index	5,49%	-12,12%	-32,68%

Chuyên viên

Nguyễn Lê Ngọc Khoa

(+084 8) 3914 6888

nguyennlengockhoa@baoviet.com.vn

Chúng tôi lặp lại khuyến nghị **Outperform** cho CTCP Phân phối khí thấp áp dầu khí Việt Nam (HSX: PGD) trong dài hạn với giá mục tiêu là 33.000 đồng/cp dựa trên mô hình định giá DCF. Chúng tôi cho rằng PGD là một sự lựa chọn an toàn cho các nhà đầu tư thận trọng. PGD đang nắm giữ một lượng lớn tiền mặt lên đến gần 740 tỷ đồng, tương đương với 17.205 đồng/cp. Trong ngắn hạn, chúng tôi đánh giá cổ phiếu ở mức **Neutral** bởi những lý do sau: (1) Dự kiến lãi ròng của PGD sẽ giảm 14,8% so với cùng kỳ khi chi phí đầu vào cao hơn; (2) P/E trailing đang ở mức cao khoảng 8,0x, nhưng chúng tôi nghĩ mức này không thích hợp cho PGD trong năm nay. Việc chỉ tiêu EPS có phần khác thường của PGD (quá cao vào Q2 và âm trong Q3) năm trước đã dẫn đến P/E trailing không đáng tin hiện tại. Do đó, chúng tôi đã sử dụng EPS của 2012 để ước tính P/E trailing hiện tại. Theo đó, P/E trailing điều chỉnh chỉ khoảng 5.5. Chúng tôi chỉ kỳ vọng P/E forward mục tiêu ở mức 6,0x, tương đương giá mục tiêu khoảng 27.200 đồng/CP.

Hiệu chỉnh quỹ ETF. Trong đợt hiệu chỉnh gần đây nhất vào T6 2013, FTSE đã loại trừ PGD khỏi chỉ số FTSE Vietnam Index. Điều này dẫn đến một lượng cung lớn bởi db x-trackers FTSE Vietnam UCITS ETF. Do đó giá cổ phiếu giảm đáng kể về mức quanh 25.000 đồng/cp.

Kết quả Q1 năm 2013. Lợi nhuận giảm 37,6% so với năm ngoái, nhưng nếu so với quý trước, biên lợi nhuận gộp lại tốt hơn.

Khả năng thiếu hụt khí khô trong năm nay. Do sản lượng thủy điện cao hơn trong thời gian gần, chúng tôi cho rằng sẽ không có trở ngại trong việc cung cấp khí cho PGD.

Triển vọng 2013. Chúng tôi cho rằng PGD có khả năng cung cấp khoảng 646 triệu m³ cho khách hàng trong năm 2013 và sẽ thu về 194 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế. Chúng tôi dự đoán doanh thu sẽ tăng 25,5% và lợi nhuận sẽ giảm 17,3% do hai lần thay đổi giá đầu vào của khí đốt trong năm nay.

Dự án đầu tư mới. Tổng chi phí đầu tư cho dự án Hệ thống cung cấp khí cho KCN Tiên Hải đã được phê duyệt lên đến 51 triệu USD (1.089 tỷ đồng), trong đó phần của PGD là 31 triệu USD.

Cổ tức. Kế hoạch cổ tức của năm sẽ giảm còn 20%.

Kết thúc năm vào 31/12		FY2010A	FY2011A	FY2012A	FY2013F
Doanh thu thuần	Tỷ VND	2.123	3.342	5.488	6.822
EBIT	Tỷ VND	289	405	304	259
EBITDA	Tỷ VND	301	417	340	292
LNST	Tỷ VND	217	304	228	194
EPS	VND	5.061	7.087	5.315	4.528
Tăng trưởng EPS	%	5,4%	40,2%	-25,0%	-14,8%
P/E	x	5,6	4,0	5,3	6,2
Suất cổ tức	%	n/a	11,7%	9,7%	12,1%
P/B	x	1,7	1,4	1,2	1,1

Chỉ tiêu	ĐVT	Q2 2012	Q2 2013F	% yoy	2012	2013F	% yoy	Nhận xét
Doanh thu	Tỷ VND	1.620	1.703	5,2%	5.487	6.821	24,3%	Doanh thu cao hơn trong 2013 do sản lượng tăng 4,7% và giá bán tăng 17,5%.
Sản lượng	Triệu m ³	171	171	0,0%	617	646	4,7%	
- Khách hàng CNG	Triệu m ³	n/a	n/a	n/a	108	118	9,9%	Khách hàng mới, bao gồm Vinacafe và 2 công ty khác.
- Khách hàng CN	Triệu m ³	n/a	n/a	n/a	509	528	3,6%	Khách hàng mới, bao gồm thép Nhà Bè và Formosa.
Giá bán TB	USD/mmbtu	11,3	11,7	3,5%	10,7	12,4	17,5%	
- Khách hàng CNG	USD/mmbtu	n/a	n/a	n/a	8,3	8,9	14,9%	PV Gas thông qua PGD sẽ không tăng giá bán khí cho khách hàng CNG trong Q3 2013.
- Khách hàng CN	USD/mmbtu	n/a	n/a	n/a	11,2	13,2	18,3%	
Giá mua trung bình	USD/mmbtu	9.5 (*)	10,7	27,5%	9,7	11,5	20,3%	PV Gas tăng giá bán khí 1,06 USD/mmbtu cho PGD từ Q12013 và 1,16 USD/mmbtu từ Q32013.
Lợi nhuận hoạt động	Tỷ VND	222 (**)	89	-59,9%	254	216	15,0%	
Lợi nhuận sau thuế	Tỷ VND	126 (**)	67	-46,8%	228	194	-14,7%	

Nguồn: PV Gas D, BVSC

(*) PV Gas áp dụng giá bán khí 8.34 USD/mmbtu cho Q1 và Q2 2012, nhưng sau đó đã tăng giá lên 10.55 USD/mmbtu và hồi tụt từ Q2 2012

(**) Chúng tôi sử dụng mức giá 10.55 USD/mmbtu để ước tính lại lợi nhuận Q2 2012

Kết quả kinh doanh Q1 2013

Sản lượng và giá bán của PGD trong quý lần lượt tăng 8,9% và 25,1% so với năm trước. Mặc dù điều này dẫn đến việc doanh thu tăng 36,5% lên 1.404 tỷ đồng, nhưng biên lợi nhuận gộp giảm đáng kể còn 8,8% do giá đầu vào cao hơn trong quý này. PVGas đã tăng giá bán khí khô cho PGD thêm 37,1% - từ 8,47 USD/MMBTU lên 11,61 USD/MMBTU, trong khi PGD chỉ tăng giá bán của mình 25,1%. Do đó, mặc dù doanh thu tăng, lợi nhuận bị giảm khoảng 37,6% so với cùng kỳ, còn 61 tỷ đồng, tương đương 47,4% kế hoạch cả năm. Tuy nhiên, nếu so với quý trước, biên lợi nhuận gộp đã cải thiện từ 5,8% vào Q4 2012 lên 8,8% do giá bán tăng 13,2% nhưng giá khí đầu vào chỉ tăng 10,0%.

Triển vọng 2013

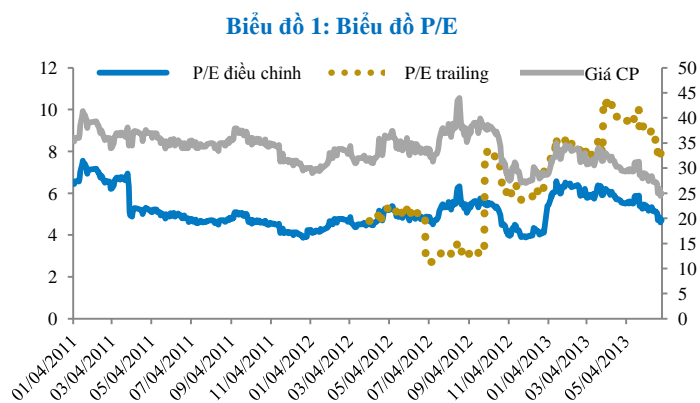
Không có nguy cơ đối với nguồn cung. Do nguy cơ thiếu hụt khí khô trong năm, khả năng cung cấp khí đầu vào cho PGD đặt một dấu hỏi lớn trong nửa đầu năm nay. Tuy nhiên, cho đến nay điều này chưa xảy. Thêm vào đó chúng tôi nhận thấy sản lượng thủy điện gần đây tăng cao hơn. Do đó chúng tôi cho rằng sẽ không có trở ngại về mặt cung cấp khí cho PGD.

Dự báo Q2 2013. Chúng tôi hy vọng PGD có khả năng bán ra 171 triệu m³ trong Q2 2013 với mức giá bán không thay đổi nhiều so với Q1 2013, do công ty đã tăng giá cho khách hàng trước đó, sau khi bị PV Gas tăng giá đầu vào. Theo đó, công ty có thể đạt doanh thu 1.703 tỷ và lợi nhuận sau thuế 67 tỷ.

Triển vọng kinh doanh 2013. Trong cả năm 2013, hệ thống cung cấp khí đốt cho Công ty thép Nhà Bè sẽ đi vào hoạt động vào cuối Q2 2013, và góp phần bổ sung vào sản lượng bán ra. Vì vậy chúng tôi dự tính PGD có khả năng cung cấp khoảng 646 triệu m³ cho các khách hàng trong năm 2013, trong đó 118 triệu m³ cho các nhà sản xuất CNG và 528 triệu m³ cho các khách hàng công nghiệp khác. Chúng tôi dự đoán doanh thu tăng 24,3% và lãi ròng giảm 14,8% do hai lần thay đổi giá đầu vào của khí đốt trong năm nay.

Dự án đầu tư mới. Ban lãnh đạo Công ty đã khẳng định lại sự hiệu quả của dự án Hệ thống phân phối cho KCN Tiền Hải mà PGD hợp tác với PV Gas North. Công ty đã khảo sát nhu cầu của người tiêu dùng tiềm năng trong khu vực trước khi đưa ra quyết định đầu tư và đã cho kết quả tốt. Tổng chi phí đã được phê duyệt lên đến 51 triệu USD (1.089 tỷ đồng), trong đó phần vốn của PGD là 31 triệu USD. Do chi phí đầu tư khá lớn, cổ tức của năm giảm còn 20%. Dù chi phí đầu tư cao trong những năm tới, nhưng chúng tôi cho rằng PGD sẽ không sử dụng nợ vay dựa trên lượng tiền mặt dồi dào như hiện nay.

Định giá và khuyến nghị

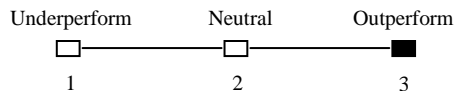


Nguồn: Bloomberg, BVSC

Chúng tôi cho rằng thị trường đã phản ánh khá đầy đủ quá trình hoạt động của công ty. Chúng tôi cho là có rất ít khả năng tăng giá mạnh trong ngắn hạn, do kết quả kinh doanh không quá xuất sắc trong năm nay. Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng PGD là một sự lựa chọn an toàn cho các nhà đầu tư thận trọng. PGD đang nắm giữ một lượng lớn tiền mặt lên đến gần 740 tỷ đồng, tương đương với 17.205 đồng/cp. Thêm vào đó, sự ổn định của doanh nghiệp sẽ giúp phát sinh dòng tiền ổn định trong tương lai. Phương pháp định giá DCF của chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu là 33.000 đồng/cp, tương đương với mức tiềm năng tăng giá 28,4%.

PHỤ LỤC: THÔNG TIN TÀI CHÍNH

BVSC RECOMMADATION



	Ngày	Giá mục tiêu	Khuyến nghị
Báo cáo cập nhật	07/2013	33.000	Outperform

KẾT QUẢ KINH DOANH

Tỷ VND	2011A	2012F	2013F
Doanh thu	3.342	5.488	6.822
Giá vốn hàng bán	2.814	5.012	6.331
Lợi nhuận gộp	529	475	491
EBITDA	417	340	292
EBIT	405	304	259
Doanh thu tài chính	32	50	42
Chi phí tài chính	-	-	-
Lợi nhuận trước thuế	405	304	259
Lợi nhuận ròng	304	228	194
EPS	7.087	5.315	4.528

CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Tỷ VND	2011A	2012F	2013F
Tài sản ngắn hạn	1.429	1.690	1.970
Tiền và tương đương tiền	773	585	611
Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-
Các khoản phải thu	620	1.053	1.287
Hàng tồn kho	9	9	15
Tài sản dài hạn	299	359	678
Tài sản cố định	297	355	674
Đầu tư tài chính dài hạn	-	-	-
Tổng tài sản	1.728	2.049	2.649
Nợ ngắn hạn	850	1.054	1.561
Nợ vay ngắn hạn	-	-	-
Các khoản phải trả	808	1.004	1.494
Nợ dài hạn	-	-	-
Nợ vay dài hạn	-	-	-
Vốn điều lệ	429	429	429
Tổng vốn chủ sở hữu	878	996	1.087
Tổng nguồn vốn	1.728	2.049	2.649

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Cổ đông chính	% nắm giữ	% nắm giữ	Tính đến ngày
Tổng công ty khí Việt Nam-CTCP	21.664.500	50,5%	31/12/2012

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

Tỷ VND	2011A	2012F	2013F
Dòng tiền hoạt động	569	(17)	481
Khấu hao & hao mòn	12	36	33
Thay đổi vốn lưu động	186	(308)	254
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(99)	(72)	(353)
Đầu tư mua sắm TSCĐ	(132)	(125)	(353)
Hoạt động đầu tư khác	33	53	-
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	(128)	(99)	(103)
Thay đổi trong nợ	-	-	-
Cổ tức đã trả	(129)	(99)	(103)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	341	(188)	26

CÁC TỶ SỐ

%	2011A	2012F	2013F
Biên EBITDA	12,5%	6,2%	4,3%
Biên hoạt động	11,1%	4,6%	3,2%
Biên lợi nhuận gộp	9,1%	4,2%	2,8%
ROAA	17,6%	11,1%	7,3%
ROAE	34,6%	22,9%	17,9%
Tăng trưởng doanh thu thuần	57,4%	64,2%	24,3%
Tăng trưởng lợi nhuận ròng	40,2%	-25,0%	-14,8%
Tăng trưởng doanh thu/ cổ phần	57,3%	64,2%	24,3%
Tăng trưởng EPS	40%	-25%	-15%
Tăng trưởng tổng tài sản	77%	19%	29%
Bao phủ lãi vay (x)	n/a	n/a	n/a
Nợ/ tổng tài sản (x)	0,0%	0,0%	0,0%
Nợ/Vốn chủ sở hữu (x)	0,0%	0,0%	0,0%
Doanh thu thuần/Tổng tài sản (x)	193,4%	267,8%	257,6%
Capex/Doanh thu thuần	4,0%	2,3%	5,2%
EPS cơ bản (VND)	7.087	5.315	4.528
BVPS (VND)	20.471	23.211	25.340

XÁC NHẬN CỦA CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Tôi, **Nguyễn Lê Ngọc Khoa**, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong bài báo cáo này phản ánh chính xác quan điểm cá nhân của tôi về công ty và chứng khoán được đề cập. Tôi cũng xác nhận rằng quyền lợi của tôi đã, đang và sẽ không bị ảnh hưởng một cách trực tiếp hay gián tiếp bởi những khuyến nghị và quan điểm cụ thể được trình bày trong bài báo cáo này.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bài báo cáo này không được thực hiện dựa trên sự yêu cầu của bất cứ cá nhân hay tổ chức nào. Nhà đầu tư nên sử dụng những thông tin, phân tích và bình luận trong bài báo cáo như là một tài liệu tham khảo trước khi đưa ra quyết định đầu tư của chính mình. Bài báo cáo được làm với mục đích cung cấp thêm thông tin mà không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán bất cứ loại chứng khoán nào. Nhà đầu tư cũng nên quan tâm đến những tài liệu tham khảo khác trước khi quyết định đầu tư.

Thông tin trong bài báo cáo này được xác minh một cách cẩn thận, tuy nhiên Công ty cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo. Mọi quan điểm và phân tích trong bài báo cáo có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt (BVSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không được sự đồng ý của BVSC bị xem là phạm luật. Bản quyền thuộc về Công ty Cổ phần chứng khoán Bảo Việt.

CÔNG TY CHỨNG KHOÁN BẢO VIỆT – PHÒNG PHÂN TÍCH

Trụ sở chính

8 Lê Thái Tổ, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (844) 3 928 8080

Fax: (844) 3 928 9888

Chi nhánh TP.HCM

233 Đồng Khởi, Quận 1, TP.HCM

Tel: (848) 3 914 6888

Fax: (848) 3 914 7999