



KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM (PGS – HNX)

2014 - Gam màu càng sáng

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q3-FY13 | Q2-FY13 | +/- qoq | Q3-FY12 | +/- yoy |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 1.815,1 | 1.547,2 | 17% | 1.452,5 | 25% |
| Lợi nhuận sau thuế | 53,5 | 45,9 | 16% | 42,7 | 25% |
| EBIT | 87,6 | 98,8 | -11% | 94,4 | -7% |
| Tỷ suất EBIT | 4,8% | 6,4% | -156bps | 6,5% | -167bps |

Nguồn: PGS, RongViet Securities

- KQKD quý 3 tiếp tục khả quan mặc dù có sự sụt giảm lợi nhuận ở HĐKD LPG.
- Giá LPG tăng mạnh đầu tháng 12 sẽ là yếu tố hỗ trợ thêm cho lợi nhuận quý 4.
- Giá khí CNG đầu vào dự kiến được điều chỉnh tăng ~10% trong năm 2014.
- Khách hàng mới tại KCN Long Đức hứa hẹn sẽ thúc đẩy doanh thu CNG trong các năm sau.
- PGS dự kiến sẽ hoàn tất việc mua lại toàn bộ vốn góp tại VT-Gas trong Q1/2014.
- CNG Việt Nam (PGS nắm giữ 57,4%) dự kiến hết khấu hao vào Q2/2014.

Quan điểm và Định Giá: Việc giá khí CNG đầu vào tiếp tục được điều chỉnh tăng sẽ vẫn là yếu tố gây lo lắng cho biên lợi nhuận của công ty trong 2014. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các yếu tố tích cực như sản lượng tăng, hợp nhất 100% VT-Gas, CNG VN hết khấu hao,...hoàn toàn có thể bù đắp cho áp lực này và tiếp tục giúp lợi nhuận tăng trưởng tốt. Trong báo cáo này, chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về kết kinh doanh của PGS trong 2013 với mức dự phóng không thay đổi nhiều so với lần cập nhật trước. Đối với kết quả kinh doanh 2014, doanh nghiệp cho biết khó có thể tăng giá bán CNG cho khách hàng trong bối cảnh hiện nay. Do vậy, chúng tôi đưa ra 2 kịch bản về giá bán CNG là giữ nguyên hoặc tăng 2%, mức EPS, khi đó, tương ứng sẽ đạt khoảng 6.640đồng/cp và 7.451 đồng/cp. Dựa trên các điểm tích cực trên, chúng tôi khuyến nghị **MUA** dài hạn cổ phiếu PGS với mức giá mục tiêu 46.500 đồng.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

| Cuối năm-T12(Tỷ đồng) | FY2011 | FY2012 | 9M/FY13 | FY2013E | FY2014F |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Doanh thu thuần | 5.764,2 | 6.374,9 | 4.836,0 | 6.857,7 | 7.125,7 |
| % tăng trưởng | 55,6 | 10,6 | 4,7 | 7,6 | 3,9 |
| Lợi nhuận sau thuế | 238,5 | 151,3 | 150,6 | 215,2 | 252,3 |
| % tăng trưởng | 5,7 | -36,6 | 69,6 | 42,2 | 17,3 |
| Tỷ suất LNST (%) | 4,1 | 2,4 | 3,1 | 3,1 | 3,5 |
| ROA (%) | 8,3 | 4,9 | | 7,3 | 8,5 |
| ROE (%) | 43,8 | 19,5 | | 24,3 | 24,0 |
| EPS (VND) | 6.518 | 3.981 | | 5.663 | 6.640 |
| EPS đ/chính (VND) | | | | | |
| Giá trị sổ sách (VND) | 19.398 | 21.325 | | 25.269 | 30.048 |
| Cổ tức tiền mặt (VND) | 2.300 | 1.200 | | 1.200 | |
| P/E (x) | 2,6 | 4,3 | | 4,9 | 4,2 |
| P/BV (x) | 1,0 | 0,8 | | 1,1 | 1,0 |

Nguồn: PGS, RongViet Securities, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 2/1/2014

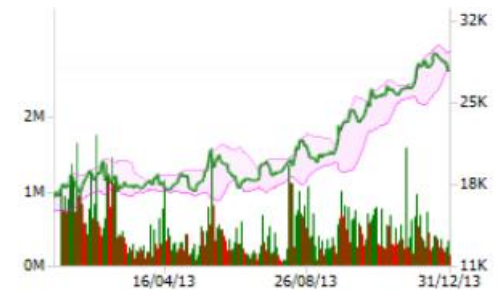
MUA

| | |
|----------------------|--------|
| Giá thị trường (VND) | 28.000 |
| Giá mục tiêu (VND) | 46.500 |

| | |
|------------------|---------|
| Thời gian đầu tư | Dài hạn |
|------------------|---------|

Thông tin cổ phiếu

| | |
|-------------------------|------------|
| Ngành | Dầu khí |
| Vốn hóa (tỷ đồng) | 1.064 |
| SLCP DLH (cp) | 38.000.000 |
| Beta | 1,2 |
| Free Float (%) | 57,6 |
| Giá cao nhất 52 tuần | 29.300 |
| Giá thấp nhất 52 tuần | 16.000 |
| KLGD bình quân 20 phiên | 360.201 |



Tỷ suất sinh lời (%)

| | 3T | 1N | 3N |
|-------------|------|------|-------|
| PGS | 15,2 | 60,5 | 60,5 |
| Oil&Gas | 14,4 | 22,8 | N/A |
| HN-30 Index | 11,9 | 9,1 | N/A |
| HNX Index | 10,7 | 9,0 | -33,7 |

Cổ đông lớn (%)

| | |
|------------------------------------|------|
| Tổng công ty Khí Việt Nam | 35,2 |
| Halley Sicav-Halley Asian Property | 7,2 |
| Ngân hàng Đại Á | 4,6 |
| Giới hạn sở hữu NĐTNN (%) | 23,7 |

Phạm Như Ngọc

(084) 08- 6299 2006 – Ext 317

ngoc.pn@vdsc.com.vn

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-2013 và Lũy kế 9T

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q3-FY13 | Q2-FY13 | qoq (%) | Q3-FY12 | yoy(%) | 9T-FY13 | yoy(%) |
|-----------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|
| Doanh thu | 1.815,1 | 1.547,2 | 17,3 | 1.452,5 | 25,0 | 4.836,0 | 4,7 |
| Lợi nhuận gộp | 297,0 | 292,9 | 1,4 | 284,7 | 4,3 | 853,3 | 25,6 |
| Chi phí bán hàng và quản lý | 212,3 | 191,5 | 10,9 | 195,1 | 8,9 | 582,9 | 26,5 |
| Thu nhập HĐKD | 84,7 | 101,4 | -16,5 | 89,6 | -5,5 | 270,4 | 78,4 |
| EBITDA | 164,3 | 186,0 | -11,7 | 161,0 | 2,0 | 513,2 | 13,9 |
| EBIT | 87,6 | 98,8 | -11,3 | 94,4 | -7,1 | 278,3 | 7,9 |
| Chi phí tài chính | 13,4 | 38,5 | -65,3 | 32,3 | -58,6 | 70,1 | -30,9 |
| - Chi phí lãi vay | 9,4 | 20,9 | -54,9 | 27,3 | -65,4 | 45,5 | -52,7 |
| Khấu hao | -76,6 | -87,3 | -12,2 | -66,7 | 15,0 | -234,9 | 22,0 |
| Khoản mục không thường xuyên (*) | | | | | | | |
| Khoản mục bất thường (*) | | | | | | | |
| Lợi nhuận trước thuế | 78,2 | 77,9 | 0,4 | 67,1 | 16,5 | 232,8 | 43,9 |
| Lợi nhuận sau thuế | 53,5 | 45,9 | 16,4 | 42,7 | 25,3 | 150,6 | 69,6 |
| LNST điều chỉnh các khoản mục (*) | | | | | | | |

Nguồn: BCTC PGS, RongViet Securities

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-2013

| Chỉ tiêu | Q3-FY13 | Q2-FY13 | +/- (qoq) | Q3-FY12 | +/-yoy |
|-----------------------------------|---------|---------|-----------|---------|---------|
| Chỉ tiêu sinh lợi (%) | | | | | |
| TS lợi nhuận gộp | 16,4 | 18,9 | -257bps | 19,6 | -324bps |
| EBITDA/Doanh thu | 9,0 | 12,0 | -297bps | 11,1 | -204bps |
| EBIT /Doanh thu | 4,8 | 6,4 | -156bps | 6,5 | -167bps |
| TS lợi nhuận ròng | 2,9 | 3,0 | -2bps | 2,9 | 1bps |
| TS lợi nhuận ròng điều chỉnh | 2,9 | 2,7 | 22bps | 2,8 | 12bps |
| Hiệu quả hoạt động (x) (*) | | | | | |
| -Hàng tồn kho | 59,0 | 72,2 | -13,2 | 46,8 | 12,2 |
| -Khoản phải thu | 10,5 | 10,2 | 0,3 | 9,6 | 0,9 |
| -Khoản phải trả | 26,7 | 24,1 | 2,6 | 21,0 | 5,7 |
| Đòn bẩy (x) | | | | | |
| Tổng nợ/Tổng Vốn CSH | 2,1 | 2,0 | 0,1 | 2,8 | -0,7 |

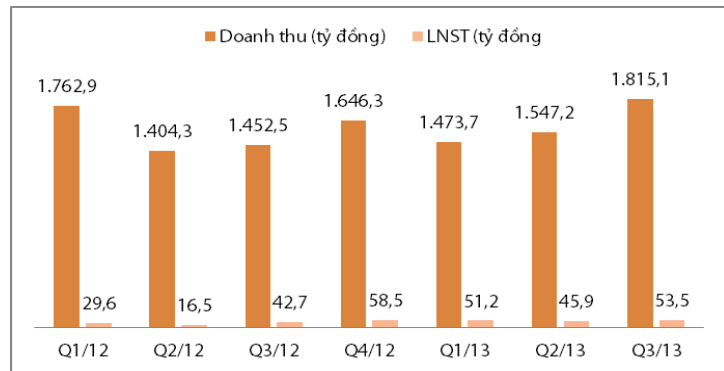
Nguồn: RongViet Securities, (*) Thường niên hóa.

Kết quả kinh doanh quý 3/2013 tiếp tục khả quan mặc dù có sự sụt giảm lợi nhuận ở HĐKD LPG

Trong quý 3 vừa qua, hoạt động kinh doanh LPG khá tích cực, mặc dù giá bán suy giảm nhưng doanh thu LPG tăng trưởng tốt (+23% so với quý 2 và +23% so với cùng kỳ). Tuy nhiên, do sản lượng tiêu thụ trong 2 quý đầu năm khá thấp, nên để hoàn thành kế hoạch sản lượng nhanh, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp đã đẩy mạnh tiêu thụ theo hình thức bán sỉ trong quý 3, cũng chính vì vậy nên biên lãi gộp sụt giảm. Số liệu ước tính của chúng tôi cho thấy biên lãi gộp LPG (công ty mẹ) trong quý 3 đạt 3,5% giảm 2,1% so với con số này trong nửa đầu năm 2013.

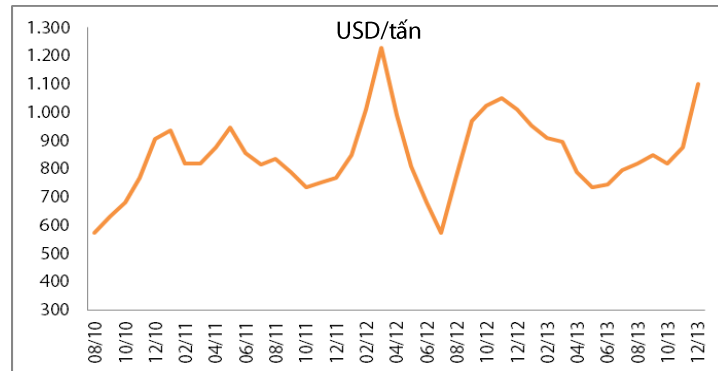
Sản lượng CNG vẫn tiếp tục ổn định ở cả công mẹ và công ty con (CNG Vietnam), giá bán CNG (công ty mẹ) được điều chỉnh tăng (ước tính +6%) trong quý 3 nên LN từ mảng này đã bù đắp được cho phần sụt giảm của LPG. Nhìn chung kết thúc quý 3, lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ đạt 53 tỷ đồng tiếp tục tăng 16% so với quý 2 và tăng 25% so với cùng kỳ. Lũy kế 3 quý 2013, doanh thu của PGS hợp nhất 4.836 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế cổ đông mẹ đạt 151 tỷ đồng.

Biểu đồ doanh thu và LNST qua các quý



Nguồn: PGS, RongViet Securities

Biểu đồ biến động giá LPG thế giới.



Nguồn: Aramco

Bên cạnh hoạt động CNG vẫn khả quan, giá LPG tăng mạnh đầu tháng 12 sẽ là yếu tố hỗ trợ thêm cho lợi nhuận quý 4/2013 của PGS

Diễn biến giá LPG trong thời gian vừa qua khá sát với dự báo của chúng tôi, tức tăng mạnh vào giai đoạn cuối năm do nhu cầu tiêu dùng tăng mạnh. Hiện giá LPG đang giao dịch ở mức 1.100 USD/tấn, tăng 29% so với thời điểm cuối tháng 9/2013, đây là một yếu tố thuận lợi giúp biên lợi nhuận kinh doanh LPG cải thiện đáng kể trong quý 4. Chúng tôi dự báo sản lượng LPG ở công ty mẹ vào khoảng 60.000 tấn tăng 15% so với Q3, biên lãi gộp hồi phục vào khoảng 5%.

Ngoài ra, chúng tôi nhận thấy giá trị hàng tồn kho cuối quý 3/2013 của công ty mẹ tăng mạnh (~3 lần) so với thời điểm cuối quý 2, nếu giả định rằng đây là lượng LPG được PGS tích trữ đón đầu dự báo tăng giá thì lợi nhuận của mảng này sẽ có yếu tố đột biến.

Riêng về hoạt động kinh doanh CNG, mảng này tại PGS vẫn tiếp tục ổn định và đóng góp chính cho lợi nhuận. Sản lượng tiêu thụ trong Q4 ước tính tương đương Q3, khoảng 20 triệu m3 với biên lãi gộp ~ 50%. Đối với CNG VN, lợi nhuận sau thuế Q4 ước tính không thay đổi nhiều hơn Q3 ~ 31,5 tỷ đồng.

Lợi nhuận ròng hợp nhất của cổ đông mẹ trong quý 4 được ước tính khá lạc quan, dự kiến khoảng 65 tỷ đồng (tăng +23% so với quý 3), nâng tổng mức lợi nhuận cả năm 2013 lên 215 tỷ đồng (+42% so với cùng kỳ), EPS tương đương đạt 5.663 đồng/CP.

Bảng 4: Dự phóng KQKD Q4-2013

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | Q4/2013 | +/- (qoq) | +/- (yoy) |
|--------------------|---------|-----------|-----------|
| Doanh thu | 2.022 | 11% | 23% |
| LN gộp | 370 | 25% | 22% |
| EBIT | 109 | 25% | 6% |
| LNST | 66 | 23% | 12% |

Nguồn: RongViet Securities

Khách hàng mới tại KCN Long Đức hứa hẹn sẽ thúc đẩy doanh thu CNG trong các năm sau.

PGS cho biết, công ty cũng đã có những hợp đồng cung cấp khí CNG cho một số khách hàng ở Khu Công Nghiệp Long Đức trong năm tới với tổng lượng khí ~10 triệu m3 với giá bán xoay quanh 17USD/MMBTU. Khu công nghiệp Long Đức thuộc tỉnh Đồng Nai được thành lập bởi liên doanh giữa 3 tập đoàn của Nhật Bản là Sojitz Corporation, Daiwa House Industry, Kobelco Eco-Solution và Công ty Donafoods của Đồng Nai. Tháng 9/2013, KCN chính thức được đưa vào hoạt động và đã cho thuê 80 ha

trong tổng số 283ha. Chúng tôi cho rằng do mới đi vào hoạt động nên KCN vẫn còn rất nhiều tiềm năng phát triển, theo đó PGS sẽ có thêm một số hợp đồng cung cấp khí trong các năm tới, đặc biệt là các công ty đến từ Nhật Bản (trong 2013, KCN đã thu hút được 16 dự án, trong đó có 15 dự án đến từ Nhật Bản với số vốn ~617 triệu USD).

Với thông tin về khách hàng mới, chúng tôi ước tính tổng sản lượng khí CNG mà PGS mẹ cung cấp cho khách hàng trong 2014 đạt khoảng 87 triệu m³, tăng 13% so với 2013. Ở công ty con CNG VN, sản lượng tiêu thụ được giả định sẽ ổn định quanh mức 64 triệu m³.

Giá khí CNG đầu vào điều chỉnh tăng ~10% trong năm 2014 nhưng PGS sẽ khó tăng giá bán cho khách hàng.

Nhằm mục tiêu đưa giá khí trong nước tiến gần với giá thế giới, PV-Gas tiếp tục nâng giá khí đầu vào đối với PGS trong 2014, theo đó mức giá sẽ được điều chỉnh tăng 5% trong nửa đầu và nửa cuối năm. Mức giá khí đầu vào trong 2013 là 9 USD/MMBTU, với lộ trình trên, giá khí đầu vào của PGS vào cuối 2014 sẽ ở mức 9,92 USD/MMBTU.

Thông thường chi phí giá khí đầu vào tăng sẽ được doanh nghiệp chuyển sang đơn vị tiêu dùng bằng cách tăng giá bán để đảm bảo biên lợi nhuận. Tuy nhiên, theo chia sẻ của doanh nghiệp, việc tăng giá khí cho khách hàng trong năm 2014 là khá khó khăn. Chúng tôi nhận thấy, diễn biến giá các nhiên liệu thay thế khác như than đá, dầu FO,... vẫn trong kênh giá thấp. Bên cạnh đó, hoạt động kinh doanh của các doanh nghiệp sản xuất nhìn chung vẫn chưa có nhiều khởi sắc, do đó, chúng tôi cho rằng khả năng giá bán bình quân sẽ chỉ được điều chỉnh từ 0%-2% so với Q4 (tương ứng vào khoảng 18,018,4USD/MMBTU - 18,4USD/MMBTU). Chúng tôi cho rằng việc điều chỉnh giá bán (nếu có) có thể sẽ chỉ diễn ra trong khoảng Q3/2014, do đó, trong lần cập nhật này, chúng tôi nghiêng về phương án giá bán khí CNG bình quân không thay đổi trong 2014. Doanh thu bán CNG công ty mẹ 2014 ước tính 1.296 tỷ đồng, tăng 15,5% so với năm 2013.

PGS dự kiến sẽ hoàn tất việc mua lại toàn bộ vốn góp tại VT-Gas trong Q1/2014.

Trong tháng 12/2013, PGS công bố Nghị Quyết HĐQT mua lại 45% vốn góp tại VT-Gas nhằm để thực hiện đúng theo “Đề án tái cấu trúc Tập đoàn dầu khí” (thành viên cấp III không được hoạt động theo mô hình mẹ - con). Doanh nghiệp cho biết sẽ hoàn tất việc mua lại phần vốn này của PTT (Ủy ban Dầu Khí Thái Lan) vào tháng 01/2014. Công ty VT-Gas hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực bán lẻ LPG, do đó việc mua lại này sẽ giúp cho PGS dễ dàng kiểm soát và mở rộng thêm mảng bán lẻ vốn có tỷ suất sinh lợi tốt hơn bán sỉ LPG. Bình quân mỗi năm, lợi nhuận sau thuế của VT-Gas vào khoảng 23 tỷ đến 30 tỷ đồng, tương ứng với mức ROE khoảng 13,3% đến 15,5%.

Hiện PGS chưa cho biết tổng chi phí mua, tuy nhiên, chúng tôi ước tính giá trị sổ sách của VT-Gas vào cuối năm 2013 khoảng 218 tỷ đồng, tương ứng 45% vốn góp có giá trị sổ sách khoảng gần 98 tỷ đồng. Chúng tôi cho rằng, các giá trị thương hiệu, lợi thế thương mại... đã được đánh giá lại khi thực hiện việc liên doanh, do đó, giá mua của PGS có thể sẽ xoay quanh giá trị sổ sách để cập ở trên.

CNG Việt Nam (PGS nắm giữ 57,4%) dự kiến hết khấu hao vào quý 2/2014

Tổng khấu hao năm 2013 của CNG VN vào khoảng 133 tỷ đồng. Giá trị còn lại của tài sản cố định ước tính vào quý 4 ~ 74 tỷ đồng. Như vậy tính đến quý 2/2014, CNG VN sẽ khấu hao hết toàn bộ tài sản cố định. Điều này giúp lợi nhuận sau thuế hợp nhất của PGS sẽ tăng thêm một khoản gần 33 tỷ đồng từ giảm chi phí khấu hao nếu giả định các yếu tố khác không đổi.

PGS nắm giữ 57,4% cổ phần tại CNG VN, cũng theo đề án Tái cấu trúc tập đoàn dầu khí như đề cập ở trên, khả năng PGS sẽ nắm giữ 100% cổ phần hoặc sẽ bán hết toàn bộ phần vốn góp tại CNG VN. PGS cho biết đến đầu năm 2015 mới có phương án chính thức cho CNG VN. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng do CNG VN đóng góp lớn trong lợi nhuận của PGS hàng năm nên khả năng PGS sẽ tăng tỷ lệ nắm giữ



lên 100%, phương án có thể sử dụng đó là thực hiện chuyển đổi cổ phiếu. Nếu khả năng này xảy ra chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận của PGS sẽ tiếp tục tăng trưởng bởi lợi nhuận sau thuế trung bình của CNG VN hàng năm vào khoảng 120 tỷ đồng.

Lợi nhuận năm 2014 dự kiến tiếp tục tăng trưởng tốt với mức EPS ấn tượng. Dựa trên những nhận định lạc quan về triển vọng của PGS, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST hợp nhất của công ty trong 2014 lần lượt đạt 7.125 tỷ đồng (+3,9% so với 2013) và 252,3 tỷ đồng (+17,2% so với 2013).

Bảng dự phóng các mảng hoạt động của PGS và các công ty con

| Dvt: Tỷ đồng | 2012 | 3Q2013 | Q4/2013F | 2013F | 2014F(*) |
|----------------------|--------------|--------------|-------------|--------------|--------------|
| PGS mẹ | | | | | |
| Khí LPG | | | | | |
| Sản lượng (tấn) | 200.219 | 138.422 | 60.000 | 198.422 | 202.390 |
| Doanh thu | 4.485,6 | 2.969 | 1.343,6 | 4.312,6 | 4.472,2 |
| LNG | 199,7 | 150 | 65,6 | 215,4 | 237,8 |
| CPBH&QL | 148,5 | 116 | 43,4 | 159,6 | 181,1 |
| LN HĐKD | 51,3 | 33,6 | 22,2 | 55,8 | 56,8 |
| Vỏ bình | | | | | |
| Doanh thu | 7,2 | 14,5 | 5,0 | 19,5 | 20,0 |
| LNG | -10,0 | -21,7 | -15,0 | -36,7 | -36,0 |
| Khí CNG | | | | | |
| Sản lượng (triệu m3) | 49,3 | 57,0 | 20,0 | 77,0 | 87,0 |
| Doanh thu | 764,0 | 822,0 | 299,9 | 1.122,0 | 1.296,3 |
| LNG | 422,4 | 393,4 | 150,0 | 543,4 | 578,8 |
| CPBH&QL | 266,4 | 279,3 | 111,6 | 390,9 | 422,5 |
| LN HĐKD | 156,0 | 114,1 | 38,4 | 152,4 | 156,3 |
| Tổng LN HĐKD | 180,2 | 142,0 | 51,6 | 193,5 | 196,1 |
| DTTC | 11,2 | 5,7 | 1,4 | 7,1 | 8,0 |
| CPTC | 120,2 | 56,8 | 6,3 | 63,1 | 35,0 |
| LNTT | 71,2 | 90,9 | 46,7 | 137,5 | 169,1 |
| LNST | 65,5 | 81,8 | 42,0 | 123,8 | 152,2 |
| CNG Việt Nam | | | | | |
| Sản lượng (triệu m3) | 53,1 | 47,3 | 17,0 | 64,3 | 64,0 |
| Doanh thu | 801,2 | 708,9 | 252,1 | 961,0 | 949,1 |
| LNG | 185,0 | 154,5 | 52,5 | 207,0 | 202,3 |
| CPBH&QL | 46,8 | 51,1 | 18,0 | 69,1 | 72,6 |
| LN HĐKD | 138,2 | 103,4 | 34,5 | 137,9 | 129,7 |
| DTTC | 20,8 | 15,2 | 4,5 | 19,7 | 22,0 |
| CPTC | 23,5 | 11,9 | 3,5 | 15,4 | 12,0 |
| LNTT | 135,5 | 106,7 | 35,5 | 142,2 | 139,7 |
| LNST | 117,9 | 94,8 | 31,5 | 126,3 | 123,0 |
| LNST VT-GAS | 23,0 | 21,0 | 10,0 | 31,0 | 30,0 |
| LN khác | 5,8 | 3,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| LNST HỢP NHẤT | 151,6 | 150,8 | 64,6 | 215,2 | 252,3 |

Nguồn: BCTC PGS và RongViet Securities ước tính và (*) Dự phóng trên giả định giá bán CNG không điều chỉnh tăng



Quan điểm và Định giá

Việc giá khí CNG đầu vào tiếp tục được điều chỉnh tăng sẽ vẫn là yếu tố gây lo lắng cho biên lợi nhuận của công ty trong 2014. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy các yếu tố tích cực như sản lượng tăng, hợp nhất 100% VT-Gas, CNG VN hết khấu hao,...hoàn toàn có thể bù đắp cho áp lực này và tiếp tục giúp lợi nhuận tăng trưởng tốt. Trong báo cáo này, chúng tôi vẫn giữ quan điểm lạc quan về kết kinh doanh của PGS trong 2013 với mức dự phóng không thay đổi nhiều so với lần cập nhật trước. Đối với kết quả kinh doanh 2014, doanh nghiệp cho biết khó có thể tăng giá bán CNG cho khách hàng trong bối cảnh hiện nay. Do vậy, chúng tôi đưa ra 2 kịch bản về giá bán CNG là giữ nguyên hoặc tăng 2%, mức EPS, khi đó, tương ứng sẽ đạt được khoảng 6.640 và 7.451 đồng/cp.

Giá trị EPS dự báo theo phương án thận trọng (không tăng giá bán) vẫn khá hấp dẫn. PGS hiện đang giao dịch với mức forward P/E chỉ ~ 4,2 lần, thấp hơn so với mức P/E bình quân của một số doanh nghiệp cùng ngành là 11,3 lần. Vì vậy, chúng tôi tiếp tục đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này trong DÀI HẠN với giá mục tiêu 46.500 đồng/CP.

Bảng 5: Những giả định chính

| Chỉ tiêu | Dự phóng trước | | Dự phóng sau điều chỉnh | |
|-----------------------------------|----------------|---------|-------------------------|---------|
| | FY2013E | FY2014E | FY2013E | FY2014E |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | | - | 7,6 | 3,9 |
| Tăng trưởng sản lượng LPG (%) (*) | 5,0 | - | 0,9 | 2,0 |
| Tăng trưởng sản lượng CNG (%) | 34,5 | - | 38,0 | 7,1 |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp (%) | | - | 17,8 | 19,1 |
| Tỷ suất EBIT (%) | | - | 5,5 | 5,1 |

Nguồn: RongViet Securities (*) Sản lượng LPG tại công ty mẹ

Bảng 6: Thay đổi dự phóng

| Chỉ tiêu (tỷ đồng) | FY2013E | | | FY2014E | | |
|--------------------------|----------------|---------------------|----------------|----------------|---------------------|----------------|
| | Dự phóng trước | Dự phóng điều chỉnh | Chênh lệch (%) | Dự phóng trước | Dự phóng điều chỉnh | Chênh lệch (%) |
| Doanh thu ròng | - | 6.857,7 | - | - | 7.125,7 | - |
| TS Lợi nhuận gộp | - | 17,8 | - | - | 19,1 | - |
| Chi phí bán hàng và q.ly | - | 849,9 | - | - | 977,1 | - |
| Lợi nhuận HĐKD | - | 373,8 | - | - | 381,3 | - |
| Chi phí tài chính | - | 79,9 | - | - | 47,0 | - |
| Lợi nhuận trước thuế | - | 333,2 | - | - | 364,3 | - |
| Lợi nhuận sau thuế | 210 | 215,2 | 2,0 | - | 252,3 | - |
| EBITDA | - | 690,3 | - | - | 611,2 | - |
| EBIT | - | 378,6 | - | - | 364,3 | - |

Nguồn: RongViet Securities



Đvt: tỷ đồng

| KQ HĐKD | 2011A | 2012A | 2013E | 2014F |
|-----------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Doanh thu thuần | 5.764,2 | 6.374,9 | 6.857,7 | 7.125,7 |
| Giá vốn | 4.803,2 | 5.390,9 | 5.633,9 | 5.767,2 |
| Lãi gộp | 961,0 | 984,1 | 1.223,8 | 1.358,4 |
| Chi phí bán hàng | 374,1 | 509,0 | 693,5 | 817,1 |
| Chi phí quản lý | 120,9 | 133,5 | 156,5 | 160,0 |
| Thu nhập từ HĐTC | 48,9 | 40,3 | 28,4 | 30,0 |
| Chi phí tài chính | 134,3 | 145,4 | 79,9 | 47,0 |
| Lợi nhuận khác | 12,7 | 18,4 | 10,8 | 0,0 |
| Lợi nhuận trước thuế | 393,2 | 255,1 | 333,2 | 364,3 |
| Thuế TNDN | 50,4 | 43,3 | 54,0 | 63,0 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 104,4 | 60,5 | 64,0 | 49,0 |
| Lợi nhuận sau thuế | 238,5 | 151,3 | 215,2 | 252,3 |
| EBIT | 515,3 | 372,6 | 378,6 | 364,3 |
| EBITDA | 706,1 | 635,7 | 690,3 | 611,2 |

Đvt: %

| CHỈ SỐ TÀI CHÍNH | 2011A | 2012A | 2013E | 2014F |
|----------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Tăng trưởng | | | | |
| Doanh thu | 55,6% | 10,6% | 7,6% | 3,9% |
| Lợi nhuận HĐKD | 190,1% | -26,7% | 9,4% | 2,0% |
| EBITDA | 72,1% | -10,0% | 8,6% | -11,5% |
| EBIT | 49,6% | -27,7% | 1,6% | -3,8% |
| Lợi nhuận sau thuế | 5,7% | -36,6% | 42,2% | 17,3% |
| Tổng tài sản | 31,8% | -10,8% | 2,5% | 0,0% |
| Vốn chủ sở hữu | 110,3% | 9,9% | 18,5% | 18,9% |
| Tốc độ tăng trưởng nội tại | 36,8% | 9,7% | 19,2% | 18,6% |
| Khả năng sinh lợi | | | | |
| LN gộp / Doanh thu | 16,7% | 15,4% | 17,8% | 19,1% |
| LN HĐKD / Doanh thu | 8,1% | 5,4% | 5,5% | 5,4% |
| EBITDA/ Doanh thu | 12,3% | 10,0% | 10,1% | 8,6% |
| EBIT/ Doanh thu | 8,9% | 5,8% | 5,5% | 5,1% |
| LNST/ Doanh thu | 4,1% | 2,4% | 3,1% | 3,5% |
| ROA | 8,3% | 4,9% | 7,3% | 8,5% |
| ROIC or RONA | 35,9% | 22,9% | 24,9% | 24,3% |
| ROE | 43,8% | 19,5% | 24,3% | 24,0% |
| Hiệu quả hoạt động | | | | |
| Vòng quay kh. phải thu | 9,6 | 11,0 | 11,3 | 10,0 |
| Vòng quay hàng tồn kho | 45,6 | 54,2 | 40,1 | 36,8 |
| Vòng quay khoản phải trả | 4,3 | 5,1 | 5,6 | 5,4 |
| Khả năng thanh toán | | | | |
| Hiện hành | 0,9 | 0,9 | 1,0 | 1,1 |
| Nhanh | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 1,0 |
| Cấu trúc tài chính | | | | |
| Tổng nợ/ Vốn CSH | 313,1% | 233,0% | 186,3% | 150,8% |
| Vay ngắn hạn / Vốn CSH | 50,6% | 55,7% | 41,4% | 34,3% |
| Vay dài hạn/ Vốn CSH | 82,2% | 40,1% | 15,6% | 8,8% |

Đvt: tỷ đồng

| BẢNG CĐKT | 2011A | 2012A | 2013E | 2014F |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Tiền | 586 | 443 | 540 | 523 |
| Đầu tư tài chính ngắn hạn | 109 | 69 | 78 | 150 |
| Các khoản phải thu | 628 | 529 | 686 | 734 |
| Tồn kho | 75 | 124 | 158 | 156 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 59 | 25 | 40 | 40 |
| TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn | 1.457 | 1.190 | 1.502 | 1.603 |
| Tài sản cố định hữu hình | 900 | 840 | 623 | 510 |
| Tài sản cố định vô hình | 34 | 34 | 229 | 226 |
| Xây dựng cơ bản dở dang | 41 | 29 | 22 | 22 |
| Bất động sản đầu tư | 0 | 1 | 0 | 0 |
| Đầu tư tài chính dài hạn | 101 | 94 | 187 | 187 |
| Tài sản dài hạn khác | 719 | 716 | 432 | 424 |
| TSCĐ và đầu tư dài hạn | 1.819 | 1.732 | 1.493 | 1.369 |
| TỔNG TÀI SẢN | 3.276 | 2.921 | 2.995 | 2.972 |
| Tiền hàng phải trả và ứng trước | 1.020 | 841 | 958 | 923 |
| Khoản phải trả ngắn hạn khác | 149 | 105 | 123 | 147 |
| Vay và nợ ngắn hạn | 373 | 451 | 398 | 392 |
| Vay và nợ dài hạn | 606 | 325 | 150 | 100 |
| Khoản phải trả dài hạn khác | 161 | 167 | 160 | 160 |
| Tổng nợ | 2.309 | 1.888 | 1.789 | 1.721 |
| Vốn chủ sở hữu | 737 | 810 | 960 | 1.142 |
| Vốn đầu tư của CSH | 380 | 380 | 380 | 380 |
| Lợi nhuận giữ lại | 157 | 166 | 220 | 322 |
| Các quỹ | 154 | 219 | 314 | 394 |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Nguồn vốn chủ sở hữu | 738 | 810 | 960 | 1.142 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | 230 | 223 | 246 | 109 |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 3.276 | 2.921 | 2.995 | 2.972 |
| LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ | 2011A | 2012A | 2013E | 2014F |
| LNTT | 393,2 | 255,1 | 333,2 | 364,3 |
| Khấu hao | 190,9 | 263,1 | 311,7 | 246,9 |
| <i>Các điều chỉnh</i> | <i>164,0</i> | <i>107,1</i> | <i>37,0</i> | <i>17,0</i> |
| Thay đổi vốn lưu động | -331,2 | -347,1 | -176,2 | -168,1 |
| Tiền thuần từ HĐKD | 416,8 | 278,1 | 505,7 | 460,1 |
| Thay đổi TSCĐ | -481,3 | -106,6 | -45,7 | -115,4 |
| Thay đổi cho vay hoặc góp vốn | -164,2 | 20,2 | -58,7 | 0,0 |
| Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia | 33,2 | 45,8 | 25,6 | 27,0 |
| Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư | -612,2 | -40,6 | -78,8 | -88,4 |
| Nhận/trả lại vốn góp | 265,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Vay mới/trả nợ vay | 249,8 | -205,0 | -228,4 | -55,8 |
| Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ và chi khác từ LNGL | -83,1 | -175,8 | -125,3 | -308,9 |
| Tiền thuần từ HĐ Tài Chính | 431,7 | -380,7 | -353,7 | -364,8 |
| Tiền thuần trong kỳ | 236,3 | -143,2 | 73,3 | 6,9 |
| Tiền đầu năm | 350,0 | 586,3 | 443,0 | 516,3 |
| Ảnh hưởng của tỷ giá | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Tiền cuối kỳ | 586,3 | 443,0 | 516,3 | 523,2 |



BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

Các loại khuyến cáo

| Khuyến nghị LN kỳ vọng | MUA | TÍCH LŨY | TRUNG LẬP | GIẢM TỶ TRỌNG | BÁN |
|---------------------------|------|-------------|--------------|---------------|-------|
| Trung hạn (đến 6 tháng) | >20% | 10% đến 20% | -5% đến 10% | -15% đến -5% | <-15% |
| Dài hạn (trên 6 tháng) | >30% | 15% đến 30% | -10% đến 15% | -15% đến -10% | <-15% |

GIỚI THIỆU

CTCP Chứng Khoán Rồng Việt (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

Hệ thống mạng lưới

Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986
Website: www.vdsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014.**