

CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam (PGS-HNX)

Thời điểm thuận lợi cho tăng trưởng

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- qoq	Q1-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.431,0	1.883,2	-24%	1.702,8	-16%
Lợi nhuận sau thuế	33,4	3,3	918%	27,9	20%
EBIT	60,4	44,8	35%	54,5	11%
Tỷ suất EBIT	4,2%	2,4%	184bps	3,2%	102bps

Nguồn: Rong Viet Research tổng hợp

- **Năm 2014: Tăng trưởng sản lượng không đi kèm với tăng trưởng lợi nhuận**
- **KQKD Q1/2015: Ổn định trở lại trong hoạt động cốt lõi**
- **Mảng khí hóa lỏng LPG: Tiềm năng ổn định cùng giá dầu**
- **Mảng khí nén CNG: Thuận lợi hơn với công thức tính giá khí đầu vào mới**

Quan điểm và Định Giá:

CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam (PGS – HNX) đang là doanh nghiệp đầu ngành trong hoạt động kinh doanh khí hóa lỏng LPG và khí nén CNG tại khu vực miền Nam. Cuối năm 2014, KQKD của Công ty vẫn đạt kế hoạch đề ra dù trong giai đoạn giá dầu giảm sâu. Bên cạnh đó vào Q1/2015, hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp đã có sự ổn định trở lại. Nguyên nhân đến từ sự thay đổi cách tính giá khí đầu vào trong mảng CNG và sự ổn định trong biên lợi nhuận LPG. Chúng tôi kỳ vọng hai yếu tố trên tiếp tục tạo ra lợi thế cho công ty trong năm 2015. Bên cạnh đó, triển vọng mảng CNG khá tích cực nhờ vào sự gia tăng nhu cầu từ khách hàng cũ cùng với các hợp đồng mới đã ký kết thành công. Tuy vậy, biến động mạnh và đột ngột về lợi nhuận giữa các quý (thường là vào Q4) cùng với diễn biến phức tạp từ giá dầu thế giới trong thời điểm hiện tại khiến chúng tôi không hoàn toàn yên tâm về doanh nghiệp và vẫn sử dụng mức chiết khấu thận trọng đối với các chỉ số định giá.

Với mặt bằng giá dầu thế giới mới trong thời điểm hiện tại, PGS có thể đạt được mức tăng trưởng trung bình 10%/năm trong giai đoạn 2016 – 2020. Mức giá trung bình hợp lý chúng tôi đưa ra cho PGS là **27.000 đ/cp** (cao hơn 22,17% so với mức giá đóng cửa 22.100 đ/cp tại ngày 10/7/2015). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **Trung hạn** đối với cổ phiếu PGS.

Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12 (Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Lũy kế đến HT	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	6.902,0	7.484,3	1.431,0	6.572,6	7.614,5
% tăng trưởng	8,3%	8,4%	-16,0%	-12,2%	15,9%
Lợi nhuận sau thuế	179,0	140,3	33,4	166,7	245,5
% tăng trưởng	18,3%	-21,7%	19,9%	18,9%	47,3%
Tỷ suất LNST (%)	2,6%	1,9%	2,3%	2,5%	3,2%
ROA (%)	6,0%	4,5%		5,3%	7,8%
ROE (%)	20,8%	15,1%		16,9%	22,2%
EPS (VND)	4.711	3.691		3.624	4.910
EPS đ/chính (VND)	4.711	3.691		3.334	4.910
Giá trị sổ sách (VND)	24.040	24.779		20.634	23.624
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.500		1.400	1.500
P/E (x)	5,9	7,2		6,1*	4,5*
P/BV (x)	1,2	1,1		1,1*	0,9*

Nguồn: Báo cáo tài chính PGS, Rong Viet tổng hợp và ước tính, *Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 10/7/2015

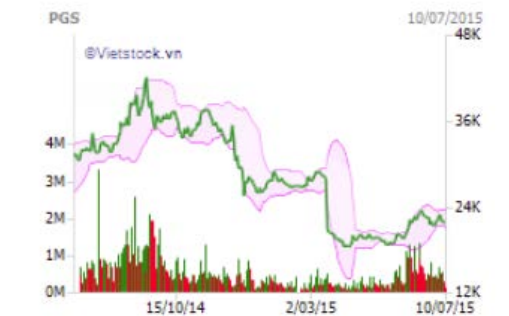
MUA

Giá thị trường (VND)	22.100
Giá mục tiêu (VND)	27.000

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Năng lượng/Khí đốt
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.099,97
SLCPDLH	49.998.794
Beta	1,24
Free Float (%)	38,52
Giá cao nhất 52 tuần	31.000
Giá thấp nhất 52 tuần	16.000
KLGD bình quân 20 phiên	529,118



Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PGS	10,50	-28,25	11,06
Dầu khí	17,92	8,45	151,91
VN30 Index	8,91	7,01	34,98
HNX Index	6,34	12,25	29,97

Cổ đông lớn (%)

Tổng công ty khí Việt Nam	35,26
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	9,46
C Ngân hàng Thương mại cổ phần Đại Á	4,56
Acadian Frontier Markets Equity Funds	4,38
Công ty TNHH Quản lý quỹ đầu tư chứng khoán Đồng Á	3,99
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	24,67

Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1320

kien.nt@vdsc.com.vn



2014 – Tăng trưởng sản lượng không đi kèm với tăng trưởng lợi nhuận

Kết thúc năm 2014, PGS đã có những kết quả đạt được theo kế hoạch đề ra mặc dù đã phải đối mặt với khó khăn từ giá dầu vào Q4/2014 (giá dầu đã giảm hơn 50%). Về sản lượng, mảng CNG vượt kế hoạch 14,7%, đạt 159 triệu m³ trong khi đó sản lượng LPG vượt đến 36,8% kế hoạch, đạt 236.893 tấn khí.

Đối với mảng LPG, chúng tôi nhận thấy có sự gia tăng trong sản lượng của LPG bình (+3,96% so với 2013) và sụt giảm LPG rời (-28,22% so với 2013). Nguyên nhân có thể đến từ việc các khách hàng nhận khí LPG rời từ doanh nghiệp có phần giảm sút. Tuy nhiên, sự sụt giảm sản lượng LPG rời không ảnh hưởng nhiều đến hoạt động kinh doanh của mảng LPG do biên lợi nhuận của LPG rời bán cho các nhà máy, tàu tại cảng hoặc các đơn vị mua sỉ... ở mức rất thấp so với LPG bình – sản phẩm bán lẻ phục vụ nhu cầu tiêu dùng quy mô vừa và nhỏ. Bên cạnh đó, trọng điểm trong hoạt động của PGS vẫn tập trung vào mảng LPG bình do sự ổn định về nhu cầu tiêu thụ. Trong năm 2014, doanh nghiệp vẫn đứng đầu trên thị trường kinh doanh LPG dân dụng với 34,5% thị phần bán lẻ tại khu vực phía Nam, tăng 1% so với mức 33,5% của 2013.

Bảng 1: Chi tiết sản lượng và kết quả kinh doanh 2014

Stt	Chỉ tiêu	Đơn vị	KH14	TH14	TH13	TH/KH14	TH14/TH13
I	LPG Hợp nhất	Tấn	213.000	236.893	264.543	111,22%	89,55%
	LPG bình	Tấn	150.832	151.848	146.070	100,67%	103,96%
	LPG rời	Tấn	62.168	85.045	118.473	136,80%	71,78%
II	CNG Hợp nhất	Tr.M ³	138,96	159,34	141,90	114,67%	112,29%
	CNG Việt Nam	Tr.M ³	68,96	84,71	79,52	122,84%	106,53%
	CNG mẹ	Tr.M ³	70,00	74,63	62,38	106,61%	119,64%
III	Tài chính						
	Doanh thu hợp nhất	Tỷ đ	6.784,9	7.657,8	6.902,0	112,86%	110,95%
	LNST Hợp nhất	Tỷ đ	163,70	140,26	237,68	85,68%	40,99%

Nguồn: Rong Viet Research tổng hợp, PGS

Tuy nhiên trong năm 2014, tăng trưởng về sản lượng không đi kèm với tăng trưởng về lợi nhuận. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt đạt 7.657,77 và 140,26 tỷ đồng (tương ứng mức tăng 10,95% và giảm 40,99% so với 2013). Lợi nhuận tăng trưởng âm so với cùng kỳ có thể được giải thích bởi các nguyên nhân chính sau:

- (1) Sự sụt giảm của giá dầu thế giới khiến cho giá LPG thế giới không còn tính mùa vụ như các năm trước, giá bán lẻ giảm -26,04% trong năm 2014. Biến động khó lường của giá LPG phần nào gây khó khăn cho công tác nhập và bán hàng của PGS.
- (2) Q1/2014, giá khí CNG đầu vào được điều chỉnh tăng 5% từ mức 8,53\$/mmbtu lên 8,96\$/mmbtu. Dù giá khí đầu vào được điều chỉnh giảm trở lại trong các quý tiếp theo song cũng bởi giá dầu thế giới giảm nên giá bán cho khách hàng CNG cũng bị điều chỉnh giảm theo đối tượng khách hàng (~2-5%).
- (3) Khoản nộp bổ sung thuế ~27 tỷ đồng trong nửa cuối năm ảnh hưởng khá tiêu cực đến lợi nhuận ròng của Công ty.

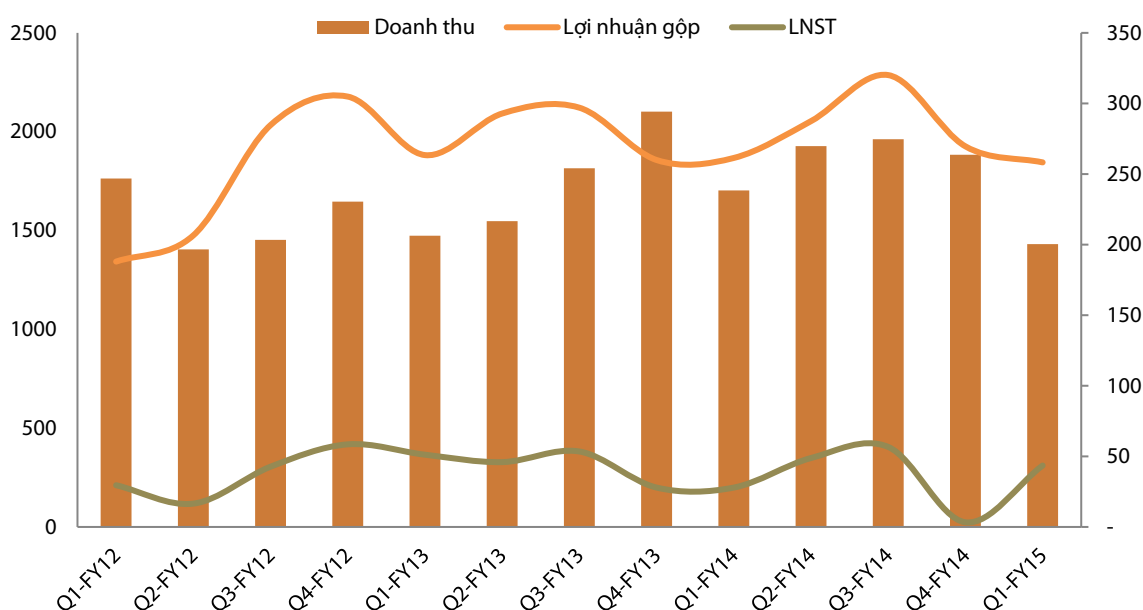
Hình 1: Cơ cấu doanh thu (trái) và lợi nhuận gộp (phải) theo sản phẩm năm 2014



Nguồn: Báo cáo thường niên PGS

Nguồn: Báo cáo thường niên PGS

Hình 2: Chi tiết kết quả kinh doanh quý (đvt: tỷ đồng)



Nguồn: PGS

Hoạt động bước đầu ổn định trở lại trong nửa đầu năm 2015

Sau diễn biến không thuận lợi trong năm 2014, trong quý 1/2015, hiệu quả kinh doanh của Công ty đã có chuyển biến tích cực dù doanh thu chỉ đạt 1.431,05 tỷ đồng, giảm -15,96% so với cùng kỳ và giảm -24,01% so với quý gần nhất. Trong đó, doanh thu mảng LPG chỉ đạt 968,78 tỷ đồng (-13,26% y.o.y) và mảng CNG đạt 402,36 tỷ đồng (-22,19% y.o.y). Mặc dù có sự giảm sút về doanh thu do biến động của giá dầu, có thể nhận thấy điểm nhấn chính trong Q1 vừa qua là biên lợi nhuận gộp cải thiện, đạt xấp xỉ 18%. Theo tìm hiểu của chúng tôi, nhu cầu tiêu thụ LPG tăng trưởng rất tích cực trong những tháng đầu năm 2015, nguyên nhân đến từ việc mặt bằng giá LPG đang ở mức thấp kích thích nhu cầu tiêu thụ trong các lĩnh vực như dân dụng và thương mại. Trong 4 tháng đầu năm, tổng nhu cầu LPG cả nước ước đạt 485.000 tấn, tăng 20% so với cùng kỳ. Ngoài ra, việc thay đổi công thức tính giá đầu vào đối với sản

phẩm CNG cũng giúp biên lợi nhuận tăng so với cùng kỳ và quý trước đó đồng thời giảm rủi ro kinh doanh đối với mảng này.

Chính vì vậy, trong Q1/2015, LNST vẫn có sự tăng trưởng với +9,18% so với cùng kì, tương ứng đạt 33,4 tỷ đồng Q1/2015. Ngoài ra, chi phí khấu hao giảm khá mạnh trong Q1/2015 (-9,69% so với cùng kì và -77,00% so với quý gần nhất) cũng giúp kết quả KQKD Q1 của PGS cải thiện rõ rệt hơn.

Bảng 2: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY15

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	1.431,0	1.883,2	-24,0%	1.702,8	-16,0%
Lợi nhuận gộp	258,3	269,6	-4,2%	261,4	-1,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	205,6	226,2	-9,1%	212,5	-3,2%
Thu nhập HĐKD	52,6	43,4	21,2%	48,9	7,6%
EBITDA	-	115,5	-	125,9	-
EBIT	-	44,8	-	54,5	-
Chi phí tài chính	7,3	6,8	7,6%	9,8	-25,0%
- Chi phí lãi vay	7,2	6,8	7,1%	9,8	-26,1%
Khấu hao	-64,4	-70,6	-8,7%	-71,4	-9,7%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	53,1	38,1	39,5%	44,8	18,7%
Lợi nhuận sau thuế	33,4	3,3	917,9%	27,9	19,9%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	33,4	3,3	917,9%	27,9	19,9%

Nguồn: Báo cáo tài chính PGS, Rông Việt tổng hợp

Bảng 3: Phân tích HĐKD Q1-FY15

Chỉ tiêu	Q1-FY15	Q4-FY14	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	18,0%	14,3%	373bps	15,4%	270bps
EBITDA/Doanh thu	0,0%	6,1%	-613bps	7,4%	-739bps
EBIT/Doanh thu	0,0%	2,4%	-238bps	3,2%	-320bps
TS lợi nhuận ròng	2,3%	0,2%	216bps	1,6%	70bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,3%	0,2%	216bps	1,6%	70bps
Vòng quay vốn lưu động* (x)					
-Hàng tồn kho	25,8	39,8	-14,0	27,9	-2,1
-Khoản phải thu	6,6	8,5	-2,0	8,6	-2,1
-Khoản phải trả	3,5	4,4	-0,9	4,6	-1,1
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,8	2,2	-0,4	2,1	-0,3

Nguồn: Báo cáo tài chính PGS, Rông Việt tổng hợp (*) thường niên hóa

Cập nhật nhanh: Trong nửa đầu năm 2015, sản lượng LPG ước đạt xấp xỉ 105.885 tấn, vượt +2,50% kế hoạch. Mảng CNG tiếp tục có tín hiệu khả quan với +16,64% vượt kế hoạch về sản lượng với 80,48 triệu m3 khí. Mặc dù vậy doanh thu vẫn có sự sụt giảm đáng kể với 2.803,20 tỷ đồng, đạt 39,60% so với kế hoạch đề ra cả năm nhưng LNST tăng +17,61% so với cùng kỳ đạt 90,22 tỷ đồng. Với những tín hiệu khả quan từ sản lượng cũng như LNST nửa năm, PGS tiếp tục có duy trì được sự ổn định về mặt tài chính cũng như hoạt động kinh doanh cốt lõi.

Bảng 4: Chi tiết ước tính số liệu KQKD 6 tháng đầu và kế hoạch 6 tháng cuối năm năm 2015

Stt	Chỉ tiêu	Đơn vị	KH1H15	TH1H15	KH2H15	TH/KH1H15
I	LPG Hợp nhất	Tấn	103.300	105.885	115.700	102,50%
	LPG bình	Tấn	32.000	33.248	32.000	103,90%
	LPG rời	Tấn	71.300	72.637	83.700	101,88%
II	CNG Hợp nhất	Tr.M ³	69,00	80,48	93,00	116,64%
	CNG Việt Nam	Tr.M ³	34,50	40,12	45,00	122,84%
	CNG mẹ	Tr.M ³	34,50	40,36	48,00	106,61%
III	Tài chính					
	Doanh thu hợp nhất	Tỷ đ	3.539,25	2.803,20	3.539,25	79,20%
	LNST Hợp nhất	Tỷ đ	51,72	55,10	51,72	106,54%

Nguồn: Báo cáo PGS

Mảng khí hóa lỏng LPG – Tiềm năng ổn định cùng giá dầu

Trong thời điểm hiện tại, thị trường khí LPG Việt Nam được cung cấp từ 3 nguồn chính là nhà máy chế biến Dinh Cố, nhà máy lọc dầu Dung Quất và nhập khẩu. Trong năm 2014, nguồn cung từ hai nhà máy trong nước đạt 612.000 tấn khí (45,67% nhu cầu) trong khi đó thị trường nhập khẩu 728.000 tấn khí (54,33% nhu cầu). Mặc dù sản xuất trong nước đáp ứng được một nửa nhu cầu song biến động giá LPG vẫn phụ thuộc đáng kể vào diễn biến giá thế giới. Sự sụt giảm giá dầu thô nửa cuối năm 2014 đã khiến giá CP trượt dài từ đỉnh 1.162,6 USD/tấn vào tháng 12/2013 và chạm đáy tại mức 447,5 USD/tấn vào tháng 1/2015.

Trong xu hướng đó, các công ty trong ngành đều đối mặt với khó khăn như MTG thua lỗ ~25 tỷ đồng trong khi lợi nhuận của ASP giảm ~80% chỉ còn 1,8 tỷ đồng. Ngược lại, chúng tôi đánh giá PGS vẫn là doanh nghiệp có khả năng đối phó với biến động giá đầu vào tốt nhất khi so sánh với các doanh nghiệp cùng ngành. Sự ổn định trong hoạt động kinh doanh từ PGS được kiểm chứng trong giai đoạn giá dầu xuống mức thấp và giá CP biến động mạnh. Cụ thể, biên lợi nhuận gộp PGS vẫn đạt 14,32%, giảm nhẹ so với cùng kỳ trong Q4/2014. Chính vì vậy, nếu loại trừ đi trường hợp phải nộp thuế bổ sung vào cuối năm 2014, LNST của doanh nghiệp vẫn sẽ tăng trưởng so với cùng kỳ (ước tính +8,58% y.o.y)

Xét trong thời gian giá dầu và giá LPG thế giới (CP) chưa có sự đột biến giảm mạnh năm 2013 và đầu năm 2014, có thể thấy biên lợi nhuận PGS luôn vượt trội và nằm trong khoảng 10,5 đến 11%. Trong khi đó ASP chỉ đạt xấp xỉ trung bình từ 7 – 8% và MTG chỉ từ 1 – 3%. Theo chia sẻ từ doanh nghiệp, biên lãi gộp của mảng LPG trong các quý cuối năm dao động trong khoảng 8 đến 10% và có tháng thấp nhất cũng được duy trì ở mức trên 7%.

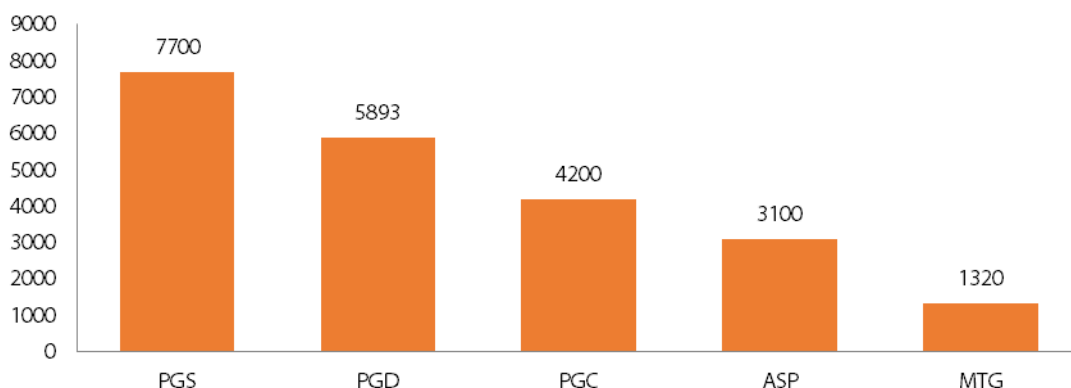
Nguyên nhân khiến cho biên lợi nhuận tốt và ổn định hơn trong mảng kinh doanh LPG có thể đến từ (1) lợi thế kho chứa lớn nhất trong nước với 7.700 tấn khí, (2) nắm giữ thị phần lớn và tiếp tục gia tăng, (3) là doanh nghiệp duy nhất (ngoại trừ MTGas) có khả năng sản xuất bình, (4) tiềm lực tài chính tốt cùng với vòng quay hàng tồn kho ổn định nhất trong các doanh nghiệp trong khu vực (~30 ngày).

Bảng 5: Chi tiết so sánh kết quả kinh doanh trong phân khúc LPG năm 2013 - 2014 (đvt: tỷ đồng)

	Doanh thu bán LPG		Giá vốn LPG		Biên lợi nhuận gộp	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014
PGS	4.865	5.149	4.337	4.597	10,86%	10,72%
ASP	1.941	1.785	1.803	1.645	7,10%	7,83%
MTG	693	453	666	452	3,92%	0,24%
PGC	3.095	2.979	2.687	2.567	12,97%	14,58%
PCG	766	803	743	783	3,03%	2,54%

Nguồn: Rong Viet Research tổng hợp

Hình 3: Công suất kho chứa các doanh nghiệp kinh doanh LPG (đvt: tấn)

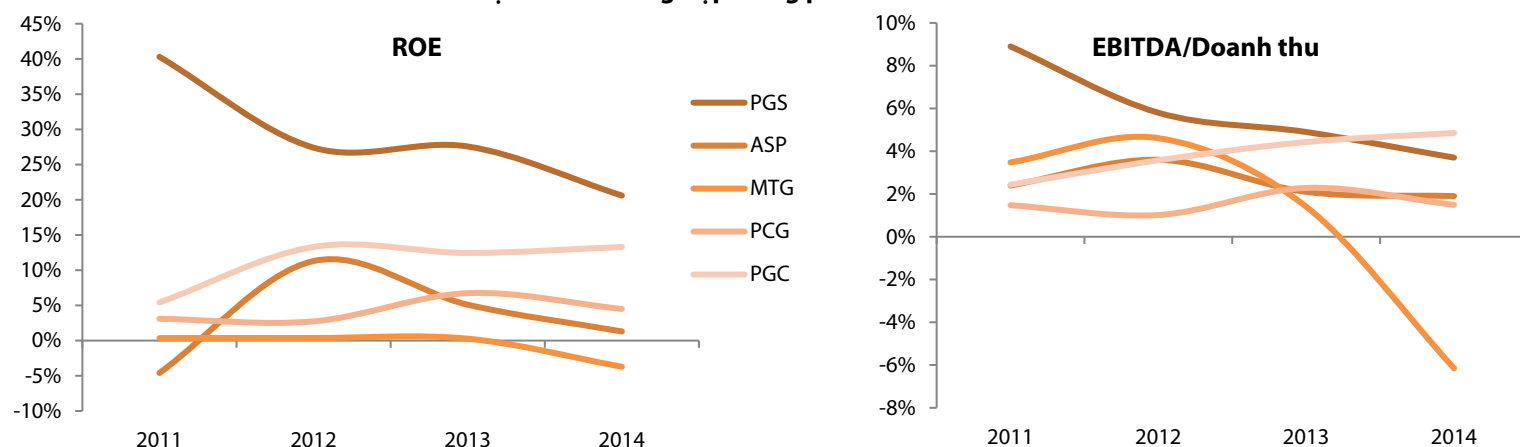


Nguồn: Rống Việt Research tổng hợp

Chúng tôi cho rằng mức tăng trưởng doanh thu PGS trong ngắn hạn có thể nhờ vào việc giá dầu đang được duy trì ở mức thấp. Trong dài hạn, những yếu tố sau có thể giúp doanh nghiệp duy trì được tăng sản lượng: (1) theo dự báo của BMI, tăng trưởng sản lượng khí hóa lỏng trên thị trường Việt Nam từ 5 – 7%/năm; (2) Công ty có khả năng thu hút lượng khách hàng mới thông qua định vị giá bán ở mức trung bình và thay mới các bình cũ; (3) thương vụ M&A có thể xảy ra giữa PGS và các công ty kinh doanh LPG nhỏ. Mục tiêu thị phần từ nay đến 2020 vào khoảng 45% khu vực miền Nam và xấp xỉ 27% toàn quốc trên phân khúc LPG với khả năng tăng trưởng từ 2 – 3% hàng năm.

Với thị trường LPG đang có sự bão hòa từ số lượng lớn các hãng phân phối khí vừa và nhỏ như hiện nay, các thương vụ M&A có thể giúp PGS nắm bắt thị phần thị trường nhanh chóng, tăng khả năng cạnh tranh cũng như mở rộng mạng lưới phân phối do khu vực TP.HCM đã ngừng cấp phép cho cửa hàng kinh doanh Gas mới trong vòng 10 năm nay. Ngoài ra, dự thảo về kinh doanh khí có khả năng được ban hành trong năm nay nhằm giảm thiểu rủi ro từ các chi nhánh/nhà phân phối nhỏ lẻ lên doanh nghiệp đầu ngành cũng là yếu tố hỗ trợ tích cực cho hoạt động kinh doanh LPG. Dựa trên triển vọng giá dầu năm 2015 duy trì ở mức thấp (~56\$/thùng, theo dự báo của EIA), chúng tôi cho rằng giá CP có thể giữ được tính mùa vụ của các năm trước (giảm đầu năm và hồi phục vào cuối năm). Với giả định này, sản lượng LPG năm 2015 ước đạt ~246.368 tấn (+2,22 so với cùng kỳ và vượt 12,50% kế hoạch).

Hình 4: ROE và EBITDA/ Doanh thu của một vài doanh nghiệp trong phân khúc LPG



Nguồn: Rống Việt Research tổng hợp

Nguồn: Rống Việt Research tổng hợp

Mảng khí nén CNG – Thuận lợi hơn với công thức tính giá khí đầu vào mới

Điểm nhấn quan trọng nhất trong thời gian gần đây đối với hoạt động kinh doanh của PGS là việc thay đổi cách tính giá khí đầu vào từ tháng 1/2015. Thay vì cố định như cách tính cũ từ tập đoàn PVGas, giá đầu vào cho các doanh nghiệp như PGS và PGD sẽ được thả nổi theo giá dầu FO 3%S vùng 1 trong nước. Cụ thể, mức chiết khấu theo giá FO 3%S là 50 đến 65% cho khách hàng khí nén CNG. Chúng tôi đánh giá cách tính mới này giúp PGS hạn chế được rủi ro hay nói cách khác là giúp Công ty thuận lợi hơn trong hoạt động kinh doanh khí CNG vì:

- (1) Giảm áp lực từ tăng giá khí đầu vào: Thay cho cơ chế cũ là tăng mỗi năm thì giá khí đầu vào từ PVGas được thả nổi theo giá dầu. Điều này đã mang lại kết quả khả quan cho mảng kinh doanh CNG của Công ty trong Q1/2015, cụ thể, biên lợi nhuận gộp CNG Việt Nam đạt 22,12%, cao hơn so với mức 18,9% vào Q4/2014.
- (2) Biên lợi nhuận có khả năng ổn định: khi cả hai nguồn khí đầu ra và đầu vào thả nổi theo giá dầu FO, biên lợi nhuận kì vọng sẽ có sự ổn định trong tương lai. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá khí đầu vào và giá khí đầu ra sẽ được điều chỉnh đồng thời khi giá FO thay đổi, vì vậy, chúng tôi đánh giá việc thay đổi công thức tính giá khí đầu vào đang hỗ trợ tích cực cho hoạt động kinh doanh của PGS. Tuy nhiên, do Công ty cũng có một số khách hàng mua khí với giá cố định nên PGS vẫn chịu rủi ro biên lợi nhuận bị ảnh hưởng khi giá dầu tăng trở lại mức cao.

Bên cạnh việc điều chỉnh công thức tính giá, sự sụt giảm của giá dầu thô thậm chí còn mang lại lợi ích cho PGS dựa trên khía cạnh cạnh tranh. Mức giá bán ra của CNG hiện nay vào khoảng ~12USD/mmbtu. Triển vọng năm 2015 của mảng CNG là sự tăng trưởng vượt kế hoạch sản lượng đến từ lượng khách hàng mới từ CNG Việt Nam cũng như giá bán ra đang được duy trì ở mức khá thấp đem lại khả năng cạnh tranh cao với các nguồn nguyên liệu thay thế khác như than hoặc biomass, dẫn đến thúc đẩy nhu cầu sử dụng CNG. Ngoài ra, kinh tế phục hồi cũng giúp gia tăng sản lượng tiêu thụ của các khách hàng thép, vật liệu xây dựng. Chúng tôi ước tính sản lượng tiêu thụ CNG trong năm 2015 sẽ đạt 172,60 triệu m3 (+8,32% so với cùng kỳ).

Nhìn về dài hạn, CNG Việt Nam (công ty con của PGS – tỷ lệ nắm giữ 55%) đang đứng trước rất nhiều cơ hội tăng trưởng sản lượng như (1) mở rộng phát triển ra miền Bắc với mỏ khí Thái Bình – CNG nắm giữ 30% công suất khí – 40 đến 60 triệu m3 khí/năm, (2) dự án Viglacera dự kiến sẽ mang về sản lượng 20 triệu m3 khí / năm. Tuy nhiên cũng cần lưu ý rằng cả 2 dự án trên đều bắt đầu ghi nhận doanh thu vào cuối năm 2015 và đầu năm 2016, do đó đột biến sẽ khó xảy ra trong năm nay. Ngoài ra, cty mẹ PGS cũng đã ký kết hợp đồng với Samsung CE trong quý I/ 2015 sẽ đảm bảo lượng tiêu thụ khí từ 15 đến 25 triệu m3 khí/năm kể từ cuối năm 2015. Với dự kiến giá bán cho Samsung CE được cố định ở mức cao hơn giá hiện tại, do đó, trong trường hợp mặt bằng giá dầu ổn định, việc ký kết hợp đồng bán khí với Samsung sẽ là tác nhân tích cực cho KQKD của PGS.

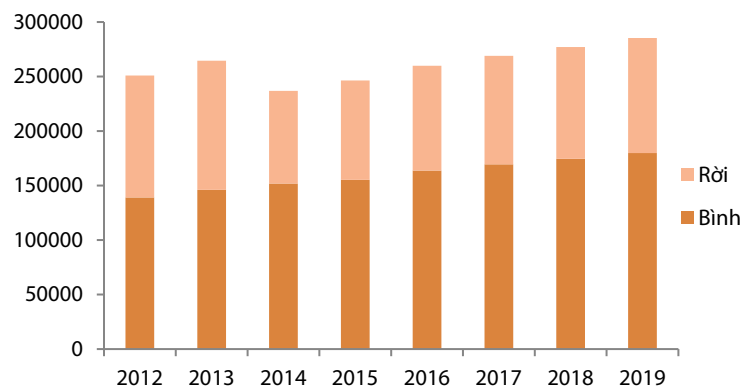
Bảng 6: Dự phóng KQKD 2015 của PGS

	2012	2013	2014	2015F	2015KH
LPG (Sm3)					
LPG bình	139.116	146.070	151.848	165.067	155.000
LPG rời	111.805	118.473	85.045	81.302	64.000
CNG (tr tấn)					
CNG mẹ	64	82	85	88,27	62
CNG Việt Nam	53	60	75	84,33	88
Doanh thu (tỷ đ)	6.375,00	6.901,99	7.657,77	6.686,23	7.078,50
LNST	151,28	179,03	140,26	166,70	158,90

Nguồn: Rong Việt Research

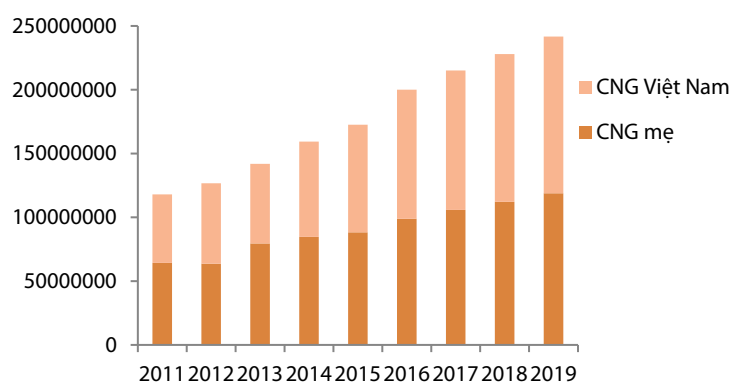
Với giả định thận trọng, sản lượng LPG bình trong năm 2015 dự kiến sẽ tăng trưởng nhẹ với xấp xỉ +4,00% so với 2014. Bên cạnh đó, CNG sẽ có sự cải thiện tốt hơn với +7,50% tăng trưởng, một phần sản lượng đến từ mỏ khí Thái Bình dự kiến đi vào hoạt động cung cấp khí vào cuối tháng 7/2015. CNG Việt Nam sẽ cung cấp 8 triệu Sm³ khí từ mỏ khí mới khu vực miền Bắc trong năm nay. LNST ước tính sẽ có sự tăng trưởng và đạt 166,70 tỷ đồng, vượt kế hoạch +4,91%. EPS dự phóng vào khoảng 3.334 đồng/cp.

Hình 5: Dự phóng cơ cấu sản lượng bình & rời LPG



Nguồn: Rong Việt Research

Hình 6: Dự phóng cơ cấu sản lượng CNG mẹ và CNG Việt Nam



Nguồn: Rong Việt Research

Quan điểm và định giá

Chúng tôi nhận định triển vọng phát triển mảng LPG và CNG là khá khả quan bù đắp cho các yếu tố tiêu cực từ thị trường dầu mỏ và nguyên liệu khí. Tiềm lực tài chính ổn định cùng các yếu tố nguyên liệu đầu vào, giá bán ra được thay đổi theo chiều hướng tích cực là điểm cộng ngắn hạn. Chúng tôi kỳ vọng các yếu tố trên tiếp tục tạo ra lợi thế cho công ty trong năm 2015. Trong dài hạn, chúng tôi quan tâm đến chiến lược phát triển các thị trường mới với nguồn cung có sẵn và nhiều khách hàng, dự án tiềm năng mà doanh nghiệp đã phát triển. Bên cạnh đó, triển vọng mảng CNG khá tích cực nhờ vào sự gia tăng nhu cầu từ khách hàng cũ cùng với các hợp đồng mới đã ký kết thành công. Tuy vậy, biến động mạnh và đột ngột về lợi nhuận giữa các quý (thường là vào Q4) cùng với diễn biến phức tạp từ giá dầu thế giới trong thời điểm hiện tại khiến chúng tôi không hoàn toàn yên tâm về doanh nghiệp và vẫn sử dụng mức chiết khấu thận trọng đối với các chỉ số định giá.

Với mặt bằng giá dầu thế giới mới trong thời điểm hiện tại, PGS có thể đạt được mức tăng trưởng trung bình 10%/năm trong giai đoạn 2016 – 2020. Mức giá trung bình hợp lý chúng tôi đưa ra cho PGS là **27.000 đ/cp** (cao hơn 22,17% so với mức giá đóng cửa 22.100 đ/cp tại ngày 10/7/2015). Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** trong **Trung hạn** đối với cổ phiếu PGS.

Bảng 7: Những giả định chính

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2014	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	8,44	-12,18
Tăng trưởng sản lượng LPG (%)	-10,45	4,00
Tăng trưởng sản lượng CNG (%)	12,29	8,32
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	15,34	16,29
Tỷ suất EBIT (%)	3,73	4,76

Nguồn: Rong Việt Research ước tính



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	6.902,0	7.484,3	6.572,6	7.614,5
Giá vốn	5.806,0	6.336,2	5.502,0	6.359,4
Lãi gộp	1.096,0	1.148,1	1.070,5	1.255,0
Chi phí bán hàng	623,2	672,5	597,8	662,5
Chi phí quản lý	169,1	207,4	177,5	190,4
Thu nhập từ HĐTC	34,8	17,4	13,9	18,4
Chi phí tài chính	81,0	33,4	29,4	33,9
Lợi nhuận khác	20,5	-5,5	4,9	5,0
Lợi nhuận trước thuế	278,1	246,6	284,6	391,7
Thuế TNDN	40,4	55,2	62,6	86,2
Lợi ích cổ đông thiểu số	58,6	51,2	55,3	60,0
Lợi nhuận sau thuế	179,0	140,3	166,7	245,5
EBIT	339,0	279,3	313,2	422,2
EBITDA	655,5	561,8	606,2	735,2

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tăng trưởng				
Doanh thu	8,3%	8,4%	-12,2%	15,9%
Lợi nhuận HKKD	-11,1%	-11,7%	10,1%	36,2%
EBITDA	3,1%	-14,3%	7,9%	21,3%
EBIT	-9,0%	-17,6%	12,1%	34,8%
Lợi nhuận sau thuế	18,3%	-21,7%	18,9%	47,3%
Tổng tài sản	5,1%	4,3%	-4,1%	5,9%
Vốn chủ sở hữu	12,7%	3,1%	9,6%	14,5%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	15,5%	9,0%	9,8%	15,4%
Khả năng sinh lợi				
LN gộp / Doanh thu	15,9%	15,3%	16,3%	16,5%
LN HKKD / Doanh thu	4,4%	3,6%	4,5%	5,3%
EBITDA/ Doanh thu	9,5%	7,5%	9,2%	9,7%
EBIT/ Doanh thu	4,9%	3,7%	4,8%	5,5%
LNST/ Doanh thu	2,6%	1,9%	2,5%	3,2%
ROA	6,0%	4,5%	5,3%	7,8%
ROIC or RONA	22,7%	19,7%	22,1%	27,9%
ROE	20,8%	15,1%	16,9%	22,2%
Hiệu quả hoạt động				
Vòng quay kh. phải thu	10,2	8,6	7,5	8,4
Vòng quay hàng tồn kho	35,4	32,6	30,6	34,7
Vòng quay khoản phải trả	5,4	4,6	3,8	4,7
Khả năng thanh toán				
Hiện hành	1,1	1,0	1,0	1,1
Nhanh	0,9	0,9	0,8	1,0
Cấu trúc tài chính				
Tổng nợ/ Vốn CSH	208,2%	218,9%	177,3%	155,3%
Vay ngắn hạn/ Vốn CSH	42,6%	33,5%	25,5%	25,8%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	16,2%	13,2%	10,9%	7,1%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tiền	594	620	425	573
Đầu tư tài chính ngắn hạn	68	40	40	40
Các khoản phải thu	819	918	828	990
Tồn kho	204	184	176	191
Tài sản ngắn hạn khác	55	84	80	90
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.739	1.846	1.550	1.884
Tài sản cố định hữu hình	658	668	695	617
Tài sản cố định vô hình	33	33	33	32
Xây dựng cơ bản dở dang	40	47	150	100
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	587	579	644	618
Lợi thế thương mại	12	30	30	30
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.330	1.357	1.522	1.367
TỔNG TÀI SẢN	3.070	3.203	3.071	3.251
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.135	1.426	1.265	1.272
Khoản phải trả ngắn hạn khác	97	80	89	99
Vay và nợ ngắn hạn	389	315	263	305
Vay và nợ dài hạn	148	125	112	84
Khoản phải trả dài hạn khác	134	115	100	75
Tổng nợ	1.902	2.062	1.829	1.835
Vốn chủ sở hữu	914	942	1.032	1.181
Vốn đầu tư của CSH	380	380	500	500
Lợi nhuận giữ lại	166	115	170	279
Các quỹ	321	401	316	356
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	914	942	1.032	1.181
Lợi ích cổ đông thiểu số	248	193	210	235
LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
LNTT	278,1	246,6	284,6	391,7
Khấu hao	316,6	282,4	250,0	250,0
Các điều chỉnh	57,4	14,2	65,4	62,1
Thay đổi vốn lưu động	-125,8	-28,2	-275,9	-433,0
Tiền thuần từ HĐKD	526,3	515,1	324,2	270,8
Thay đổi TSCĐ	-105,7	-261,0	-426,5	-93,3
Thay đổi các khoản mục đầu tư khác	16,1	-52,9	-22,3	-7,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	28,1	18,7	22,5	22,5
Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư	-61,5	-295,2	-426,3	-77,8
Nhận/trả lại vốn góp	10,7	0,0	120,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-238,8	-95,0	-64,9	13,6
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-86,0	-98,9	-147,4	-59,0
Tiền thuần từ HĐ Tài Chính	-314,1	-193,9	-92,3	-45,5
Tiền thuần trong kỳ	150,8	26,0	-194,4	147,5
Tiền đầu năm	443,0	593,8	619,8	425,4
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiền cuối kỳ	593,8	619,8	425,4	572,9

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, 2015.**