

Ngành Dầu Khí

Báo cáo cập nhật

Tháng 9, 2015

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VND) **24.000**

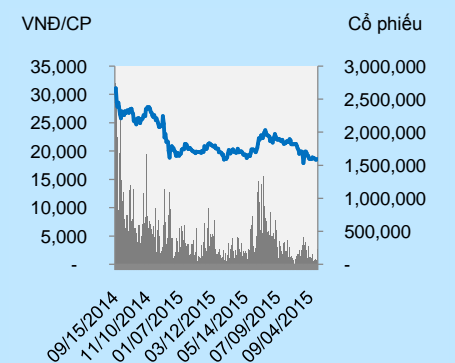
Giá thị trường (17/09/2015) **18.600**

Lợi nhuận kỳ vọng **29%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	17.900-31.000
Vốn hóa	930 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	49.998.794 CP
KLGD bình quân 10 ngày	96.231 CP
% sở hữu nước ngoài	9,94%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.400 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	7,5 %
Beta	1,1

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PGS	-39,2%	-6,5%	-17,7%	-6,1%
VN-Index	-10,8%	-0,7%	-4,3%	1,1%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3914 6888 ext: 133

leduykhanh@baoviet.com.vn

CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam

Mã giao dịch: PGS

Reuters: PGS.HN

Bloomberg: PGS VN

Triển vọng tích cực nhờ sản lượng CNG tăng mạnh.

Triển vọng 2015: Doanh thu giảm, lợi nhuận vẫn được duy trì. Doanh thu và lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2015 đều giảm so với cùng kỳ. PGS đạt 2.995,3 tỷ đồng doanh thu thuần và 65,2 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ, giảm lần lượt 17,5% và 15% so với cùng kỳ. Sản lượng LPG giảm 15,3% yoy và giá bán hầu hết các sản phẩm đều giảm là nguyên nhân chính làm doanh thu PGS giảm 17,5% yoy. Trong khi đó, việc đẩy mạnh phân phối LPG bình nhằm tăng thị phần dẫn đến chi phí bán hàng tăng mạnh đã làm giảm lợi nhuận PGS so với cùng kỳ.

6 tháng cuối năm 2015 sản lượng CNG của PGS ước tăng khoảng 18,3% so với 6 tháng đầu năm, doanh thu ước đạt 3.180 tỷ đồng, tăng 6,2% so với 6 tháng đầu năm. Cả năm 2015 PGS có thể đạt được 6.175,5 tỷ doanh thu, giảm 17,5% so với cùng kỳ. Lợi nhuận sau thuế cả năm 2015 ước đạt 140 tỷ, giảm nhẹ 0,2% yoy.

Triển vọng tích cực trong trung hạn. Rủi ro biến động giá khí đầu vào giảm đáng kể nhờ giá đầu vào và đầu ra thả nổi. Trong khi đó lợi nhuận PGS sẽ tiếp tục được cải thiện nhờ giá khí đầu vào giảm nhanh hơn giá bán sản phẩm.

Điểm tích cực nhất đến từ sản lượng tiêu thụ tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt là mảng phân phối CNG nhờ: i. Công ty mẹ PGS sẽ cung cấp CNG cho Samsung từ tháng 11/15. ii. CNG Việt Nam sẽ cung cấp cho khách hàng Viglacera Giai đoạn 2 từ Q2/2016 và khai thác CNG miền Bắc kể từ 7/8/15.

Khuyến nghị. Chúng tôi nhận thấy PGS là một cơ hội đầu tư hấp dẫn với một số điểm nhấn đầu tư sau: i. Triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới của PGS là khá tích cực nhờ sản lượng tiêu thụ LPG và CNG tiếp tục tăng. Dự kiến năm 2016 lợi nhuận có thể tăng đến 32% và duy trì mức tăng trưởng trên 5% những năm sau đó. ii. PGS đang được định giá khá thấp, với EPS 2015 khoảng 2799 đồng/cổ phiếu thì PE khoảng 6,6 lần, EPS dự phóng 2016 khoảng 3.702 đồng/cổ phiếu thì PE 2016 chỉ 5 lần. iii. Công ty luôn duy trì mức cổ tức tiền mặt khoảng 15%, tương ứng với suất cổ tức 8%. Với triển vọng tích cực 2016, giá cổ phiếu PGS hợp lý ở mức 24.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PGS.

Một số chỉ số tài chính của PGS

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	6.375	6.902	7.484	6.176
EBIT	Tỷ VND	373	339	279	271
EBITDA	Tỷ VND	636	656	541	521
LNST	Tỷ VND	151	179	140	140
EPS	VND	3.981	4.711	3.691	2.799
P/E	X	4,7	3,9	5,0	6,6
P/B	X	0,9	0,8	0,8	0,9
ROA	%	5,2%	5,8%	4,4%	4,9%
ROE	%	18,7%	19,6%	14,9%	13,1%

(Nguồn: BCTC PGS, BVSC tổng hợp, dự báo)

Báo cáo cập nhật PGS
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	35,26%
Sở hữu nước ngoài	9,94%
Sở hữu khác	54,80%

CÔNG ĐỒNG LỚN

PVGas	35,26%
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	9,46%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	5.764	6.375	6.902	7.484
Giá vốn	4.803	5.391	5.806	6.336
Lợi nhuận gộp	961	984	1.096	1.148
Doanh thu tài chính	49	40	35	17
Chi phí tài chính	134	145	81	33
Lợi nhuận sau thuế	238	151	179	140

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	586	443	594	620
Các khoản phải thu ngắn hạn	628	529	819	918
Hàng tồn kho	75	124	204	184
Tài sản cố định hữu hình	1.193	1.074	848	843
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	101	94	-	-
Tổng tài sản	3.276	2.921	3.070	3.203
Nợ ngắn hạn	373	451	389	315
Nợ dài hạn	606	325	148	125
Vốn chủ sở hữu	738	810	914	942
Tổng nguồn vốn	3.276	2.921	3.070	3.203

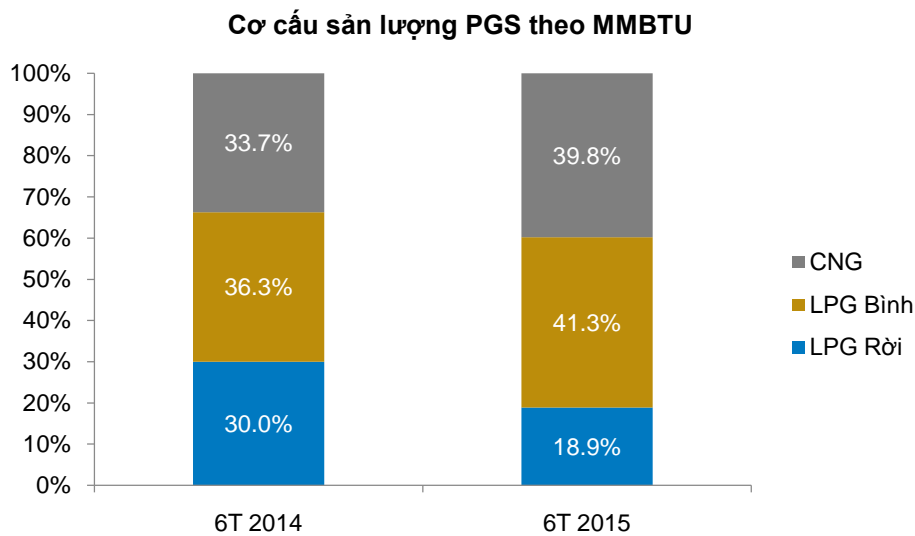
Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	55,6%	10,6%	8,3%	8,4%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	5,7%	-36,6%	18,3%	-21,7%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	16,7%	15,4%	15,9%	15,3%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4,1%	2,4%	2,6%	1,9%
ROA (%)	8,3%	4,9%	6,0%	4,5%
ROE (%)	43,8%	19,5%	20,8%	15,1%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,70	0,65	0,62	0,65
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	3,13	2,33	2,09	2,20
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	6.275	3.981	4.711	3.691
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	19.409	21.325	24.040	24.779

Kết quả 6 tháng đầu năm 2015

Doanh thu và lợi nhuận đều giảm so với cùng kỳ. PGS đạt 2.995,3 tỷ đồng doanh thu thuần và 65,2 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế cổ đông công ty mẹ, giảm lần lượt 17,5% và 15% so với cùng kỳ. Sản lượng LPG giảm 15,3% yoy và giá bán hầu hết các sản phẩm đều giảm là nguyên nhân chính làm doanh thu PGS giảm 17,5% yoy. Trong khi đó, việc đẩy mạnh phân phối LPG bình nhằm tăng thị phần dẫn đến chi phí bán hàng tăng mạnh đã làm giảm lợi nhuận PGS so với cùng kỳ.

Sản lượng LPG giảm 15,3%, trong khi CNG tăng ổn định 10%:



Sản lượng CNG tiếp tục tăng tốt với mức tăng 10% so với cùng kỳ, đạt 80,5 triệu SM3.

PGS đẩy mạnh phân phối mảng LPG bình do khả năng giữ giá bán đầu ra tốt, từ đó giá bán đầu ra giảm chậm hơn so với giá mua vào, mang lại lợi nhuận khả quan cho doanh nghiệp. Năm 2014 sản lượng LPG bình tăng 4% yoy, 6 tháng đầu năm 2015 tiếp tục tăng 6,1% yoy.

Năm 2014 sản lượng LPG rời đã giảm 28,2% yoy, 6 tháng đầu năm 2015, tiếp tục giảm đáng kể 41,3% yoy. Nguyên nhân chủ yếu là do nhu cầu của khách hàng giảm. Với biên lợi nhuận gộp của hoạt động này rất thấp và tỷ trọng chỉ còn khoảng 18,9%, mảng hoạt động này hầu như đóng góp không đáng kể vào lợi nhuận chung của công ty.

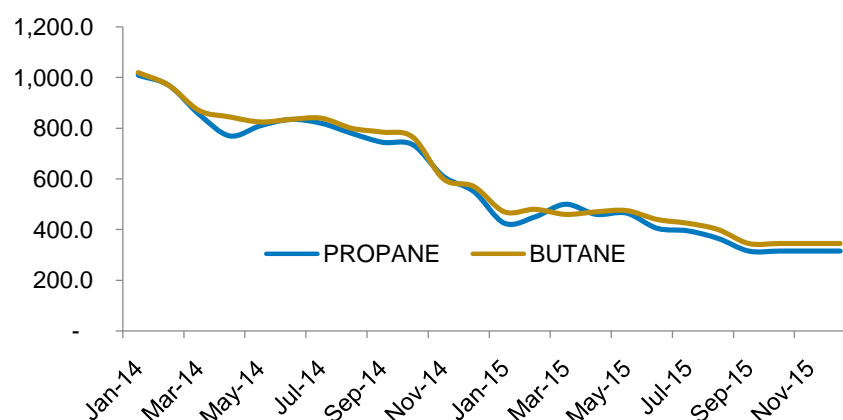
6 tháng đầu năm ghi nhận giá bán trung bình giảm ở hầu hết các sản phẩm. Giá bán CNG giảm 26%, xăng dầu nhớt giảm 25,5%, chủ yếu là do giá dầu thô thế giới giảm mạnh dẫn đến các sản phẩm liên quan đến dầu mỏ giảm.

Biên lợi nhuận gộp PGS đạt 18,7%, tăng 3,6 điểm % so với cùng kỳ. Hầu như biên lợi nhuận gộp các sản phẩm của PGS đều tăng, trong đó LPG, CNG và xăng dầu lần lượt tăng 4,1 điểm %, 5 điểm %, 2,7 điểm %, Nguyên nhân chính là: 1/ Giá bán đầu ra giảm chậm hơn giá đầu vào. Giá bán CNG giảm 25,9% trong khi giá đầu vào giảm 31,7%; 2/ Cơ cấu sản lượng LPG rời với hiệu quả thấp giảm mạnh (-41,3% 6M15) trong khi sản lượng LPG bình biên gộp cao hơn tăng (+6,1%).

Chỉ tiêu	Đơn vị	6T 2014	6T 2015	Yoy
A. Sản lượng				
1. Khí hóa lỏng LPG	nghìn tấn	125,1	105,9	-15,3%
1.1 LPG rời	nghìn tấn	56,6	33,2	-41,3%
1.2 LPG bình	nghìn tấn	68,5	72,6	6,1%
2. Khí nén CNG	triệu SM3	73,2	80,5	10,0%
3. Xăng dầu, nhớt	triệu lít	2,0	2,1	3,6%
B. KQKD				
Doanh thu	Tỷ Đồng	3.631,3	2.995,3	-17,5%
LNST	Tỷ Đồng	76,7	65,2	-15,0%

(Nguồn: PGS)

Diễn biến giá LPG Saudi Aramco
(USD/tấn)



(Nguồn: Aramco, BVSC dự báo)

Dự báo kết quả kinh doanh 2015

6 tháng cuối năm 2015 sản lượng CNG của PGS ước tăng khoảng 18,3% so với 6 tháng đầu năm nhờ: i. từ tháng 11/2015 bắt đầu cung cấp CNG cho Samsung, sản lượng mỗi tháng khoảng 1,25 triệu SM3. ii. Từ tháng 7/2015 thì công ty con CNG Việt Nam đã bắt đầu phân phối CNG ở miền Bắc, ước tính 6 tháng cuối năm phân phối khoảng 8 triệu SM3. Do đó, doanh thu ước đạt 3.180 tỷ đồng, tăng 6,2% so với 6 tháng đầu năm. Cả năm 2015 PGS có thể đạt được 6.175,5 tỷ doanh thu, giảm 17,5% so với cùng kỳ.

Lợi nhuận sau thuế cả năm 2015 ước đạt 140 tỷ, giảm nhẹ 0,2% yoy. Nửa cuối năm 2015, dự báo LNST đạt 74,8 tỷ đồng, tăng 14,7% so với 6 tháng đầu năm và tăng 24,6% yoy. Trong Q2/15 PGS đã bắt đầu có sản lượng CNG từ miền Bắc, tuy nhiên với giá khí đầu vào khá cao và chi phí ban đầu phát sinh nhiều, chúng tôi tạm thời không bao gồm lợi nhuận của CNG miền Bắc vào dự phóng lợi nhuận 2015. EPS dự phóng 2015 đạt 2.799 đồng/cổ phiếu.

Chỉ tiêu	Đơn vị	2014	2015F	yoy
A. Sản lượng				
1. Khí hóa lỏng LPG	nghìn tấn	236,9	221,6	-6,5%
1.1 LPG rời	nghìn tấn	85,0	65,2	-23,3%
1.2 LPG bình	nghìn tấn	151,8	156,3	3,0%
2. Khí nén CNG	triệu Sm3	159,3	175,7	10,3%
3. Xăng dầu, nhớt	triệu lít	4,2	4,2	0,3%
B. KQKD				
Doanh thu	Tỷ Đồng	7.484,3	6.175,5	-17,5%
LNST	Tỷ Đồng	140,3	140,0	-0,2%
EPS	Đồng	3.691	2.799	

(Nguồn PGS, BVSC dự báo)

Triển vọng tích cực trong trung hạn

Rủi ro giá khí đầu vào giảm đáng kể nhờ giá đầu vào và đầu ra thả nổi. Giá LPG thả nổi theo giá LPG Aramco, giá CNG thả nổi theo giá dầu DO trong nước. Do đó, khi giá khí đầu vào biến động mạnh thì có thể doanh thu giảm theo nhưng cũng không tác động đáng kể đến lợi nhuận của PGS.

Lợi nhuận tiếp tục được cải thiện nhờ giá khí đầu vào giảm nhanh hơn giá bán sản phẩm. Với lợi thế thị phần LPG khoảng 35% toàn thị trường, đồng thời lợi thế đàm phán của khách hàng mua LPG bình không lớn, PGS có thể giữ được giá bán đầu ra tốt, từ đó lợi nhuận có thể tiếp tục được cải thiện.

Sản lượng tiêu thụ sẽ tiếp tục tăng mạnh, đặc biệt là mảng phân phối CNG. PGS sẽ tiếp tục đẩy mạnh, tăng thị phần mảng LPG bình thông qua việc đẩy mạnh bán hàng ở các kênh hiện tại và thực hiện M&A các đơn vị kinh doanh LPG ở khu vực khác. Đối với mảng CNG thì sản lượng sắp tới sẽ tăng khá mạnh nhờ:

- Công ty mẹ PGS sẽ cung cấp cho Samsung từ tháng 11/2015 sản lượng dự kiến trong giai đoạn 1 khoảng 15 triệu SM3/năm. Giai đoạn 2 từ T6/2016 sẽ nâng lên 25 triệu SM3/năm.
- CNG Việt Nam: Cung cấp cho khách hàng Viglacera Giai đoạn 2 sản lượng 20-25 triệu SM3/năm kể từ Q2/2016. Đồng thời khai thác CNG miền Bắc với sản lượng khoảng 20 triệu SM3/năm từ 7/8/2015.

Ngoài ra với thị trường vật liệu xây dựng đang ầm lên, sản lượng tiêu thụ CNG từ các khách hàng hiện tại của PGS sẽ tiếp tục tăng nhờ các khách hàng mở rộng công suất sản xuất. Có thể ngay trong Q3/2015 một số khách hàng hiện tại nhóm vật liệu xây dựng sẽ tăng công suất sử dụng CNG.

Khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy PGS là một cơ hội đầu tư hấp dẫn với một số điểm nhấn đầu tư sau: i. Triển vọng tăng trưởng trong thời gian tới của PGS là khá tích cực nhờ sản lượng tiêu thụ LPG và CNG tiếp tục tăng. Dự kiến năm 2016 lợi nhuận có thể tăng đến 32% và duy trì mức tăng trưởng trên 5% những năm sau đó; ii. PGS đang được định giá khá thấp, với EPS 2015 khoảng 2799 đồng/cổ phiếu thì PE khoảng 6,6 lần, EPS dự phóng 2016 khoảng 3.702 đồng/cổ phiếu thì PE 2016 chỉ 5 lần; iii. Công ty luôn duy trì mức cổ tức tiền mặt khoảng 15%, tương ứng với suất cổ tức 8%. Với triển vọng tích cực 2016, giá cổ phiếu PGS hợp lý ở mức 24.000 đồng/cổ phiếu. Chúng tôi khuyến nghị **OUTPERFORM** đối với cổ phiếu PGS.

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, khuyên 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