



Công ty Cổ phần Kinh doanh Khí Miền Nam (PGS – HNX)

Thoái vốn tại CNG giúp cải thiện năng lực tài chính

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- qoq	Q1-FY15	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.229,0	1.489,1	-17%	1.431,0	-14%
Lợi nhuận sau thuế	184,6	4,1	4.354%	33,4	452%
EBIT	265,0	44,1	501%	60,4	339%
Tỷ suất EBIT	21,6%	3,0%	1.860bps	4,2%	1.734bps

Nguồn: PGS, RongViet Research

Q1/2016 lợi nhuận đột biến nhờ vào việc thoái vốn tại CNG. Trong Q12016, PGS đạt mức lợi nhuận kỉ lục với 184,6 tỷ đồng sau thuế (+452% yoy) do công ty đã hoàn tất việc thoái vốn tại CNG với tổng giá trị 310 tỷ đồng. Mặc dù vậy, doanh thu và LNST của công ty mẹ (loại trừ thu nhập tài chính) Q1 của PGS đều ghi nhận sự sụt giảm mạnh với lần lượt -12,7% yoy và -50,3% yoy, tương ứng với 842 tỷ đồng và 21 tỷ đồng.

Sự sụt giảm trong hoạt động cốt lõi đến từ việc giá dầu thế giới vào Q12016 đã chạm đáy kỉ lục 10 năm. Điều này dẫn đến trung bình giá bán lẻ gas giảm 7,6% so với cuối năm 2015, khiến doanh thu cũng như giá trị lợi nhuận gộp giảm mạnh.

Mảng CNG sẽ là trụ đỡ tăng trưởng chính của PGS

Trong năm 2016, chuyên viên ngành kì vọng vào tăng trưởng của mảng CNG khi khách hàng Samsung CE bắt đầu nhận khí từ trong Q22016 với sản lượng dự kiến 6 – 7 triệu m3 CNG. Ngoài ra, đầu năm nay PGS cũng đàm phán thành công để GAS thêm bậc chiết khấu giá khí mới tương ứng với vùng giá dầu thấp. Điều này sẽ giúp PGS có khả năng duy trì mức lợi nhuận ổn định trong trường hợp xấu hơn đối với giá dầu.

Trong khi đó, mảng LPG sẽ tiếp tục đà tăng trưởng thấp do thị phần tương đối cố định và cạnh tranh cao trong ngành. Sản lượng dự kiến tương đương kế hoạch PGS đã đặt ra vào đầu năm (~ 241.185 tấn). Với số vốn lớn thu về từ chuyển nhượng CNG, PGS sẽ có tiềm lực tài chính mạnh nhằm cải thiện hiệu quả và khả năng sinh lời thông qua việc thúc đẩy việc sát nhập với các doanh nghiệp kinh doanh LPG khác. Chúng tôi đánh giá đây chiến lược khả thi nhất nếu PGS muốn mở rộng thị phần trong dài hạn.

Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2016 của PGS (đã loại trừ đi ảnh hưởng từ việc thoái vốn) được dự phóng lần lượt đạt 4,618 tỷ đồng (+16,0% yoy) và 100 tỷ đồng (-12,6% yoy).

Cổ tức hấp dẫn

Theo chia sẻ của doanh nghiệp, cổ tức dự kiến cho năm 2016 sẽ ở mức 30%, tương đương tỷ suất 15%. PGS ứng trước cổ tức vào Q22016 với 15% cho năm 2016 và hoàn thành 6% cổ tức còn lại từ 2015. 15% còn lại được đánh giá vẫn là một mức cổ tức hấp dẫn và có thể được chia vào cuối năm.

Quan điểm và Định giá:

Triển vọng từ mảng LPG chưa có nhiều đột biến và mảng CNG chỉ có một khách hàng lớn duy nhất Samsung CE dẫn đến việc tiềm năng tăng trưởng và cải thiện KQKD của PGS được đánh giá sẽ ở mức thấp. Do đó, mức giá hợp lý cho cổ phiếu PGS được điều chỉnh với **20.600 đồng/cp*** theo phương pháp định giá FCFE và P/E. RongViet Research đưa ra quan điểm **TÍCH LŨY** trong **TRUNG HẠN** với cổ phiếu này.

TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	17.700
Giá mục tiêu (VND)	20.600

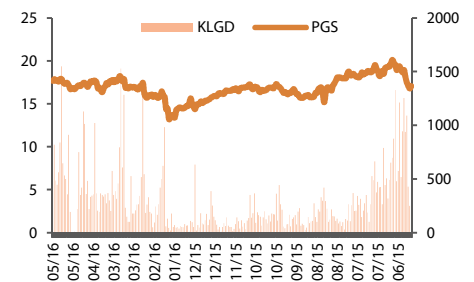
Thời gian đầu tư Trung hạn

Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	890
SLCPDLH (triệu cp)	50
Beta	1,0
Free Float (%)	58,7%
Giá cao nhất 52 tuần	20.134
Giá thấp nhất 52 tuần	13.246
KLGD bình quân 20 phiên	468.444

	FY15	Hiện tại
EPS	2.458	6.971
Tăng trưởng EPS	-40%	209%
EPS pha loãng	2.458	6.971
P/E	6,4	3,8
P/B	1,0	0,9
EV/EBITDA	2,06	1,05
Tỷ lệ chi trả cổ tức	14%	30%
ROE	18%	24%

Diễn biến giá



Cổ đông lớn (%)

Tổng Công ty Khí Việt Nam	35,26
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	9,66
Công ty Cổ phần Quản lý quỹ đầu tư MB	5,98
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	28,78

Nguyễn Trung Kiên

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1320

Kien.nt@vdsc.com.vn

*Phương pháp định giá FCFE và P/E đều loại loại trừ đi phần thu nhập tài chính bất thường khi PGS thoái vốn tại CNG. Khoản thu trên (tương ứng ~5.000 VND/cp) và loại trừ phần cổ tức đã được chia (tương ứng ~2.100 VND/cp) đã được ghi nhận lại vào mức giá dự phóng.

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY16 (hợp nhất)

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)
Doanh thu	1.229,0	1.489,1	-17,5%	1.431,0	-14,1%
Lợi nhuận gộp	216,2	273,3	-20,9%	258,3	-16,3%
Chi phí bán hàng và quản lý	201,7	237,9	-15,2%	205,6	-1,9%
Thu nhập HĐKD	14,5	35,4	-59,1%	52,6	-72,5%
EBITDA	302,1	150,7	29,8%	124,8	56,6%
EBIT	265,0	44,1	501,3%	60,4	338,9%
Chi phí tài chính	32,4	7,2	349,7%	7,3	341,2%
- Chi phí lãi vay	7,3	6,8	7,4%	7,2	0,8%
Khấu hao	69,5	-106,6	-165,2%	-64,4	-207,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	240,0				
Lợi nhuận trước thuế	257,7	37,3	591,2%	53,1	384,9%
Lợi nhuận sau thuế	184,6	4,1	4353,7%	33,4	452,2%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	6,4	4,1	54,5%	33,4	-80,8%

Nguồn: PGS

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY16 (hợp nhất)

Chỉ tiêu	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	17,6%	18,3%	-76bps	18,0%	-46bps
EBITDA/Doanh thu	24,6%	34,3%	-4.761bps	-12,4%	-96bps
EBIT /Doanh thu	21,6%	3,0%	1.860bps	4,2%	1.734bps
TS lợi nhuận ròng	15,0%	0,3%	1.474bps	2,3%	1.268bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	15,0%	0,3%	1.474bps	2,3%	1.268bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	31,6	33,3	-1,7	25,8	5,9
-Khoản phải thu	7,8	8,3	-0,6	6,6	1,2
-Khoản phải trả	4,0	4,9	-0,8	3,5	0,5
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,4	1,5	-0,1	1,8	-0,4

Nguồn: PGS (*) thường niên hóa

Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY16 (cty mẹ)

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)
Doanh thu	828,9	1.021,7	-18,9%	953,7	-13,1%
Lợi nhuận gộp	136,7	167,8	-18,5%	153,1	-10,7%
Chi phí bán hàng và quản lý	141,5	172,4	-17,9%	133,9	5,7%
Thu nhập HĐKD	-4,8	-4,6	4,6%	19,2	-125,1%
EBITDA	372,3	110,2	237,8%	98,3	278,6%
EBIT	336,6	24,2	1.293,6%	50,8	562,4%
Chi phí tài chính	30,9	5,1	511,1%	5,8	431,4%
- Chi phí lãi vay	5,8	4,9	18,2%	5,8	0,5%
Khấu hao	-35,7	-86,1	-58,5%	-47,5	-24,9%
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	310,0				
Lợi nhuận trước thuế	330,8	19,2	1618,6%	45,1	634,3%
Lợi nhuận sau thuế	269,1	9,2	2812,9%	42,2	537,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	16,9	9,2	83,0%	42,2	-60,0%

Nguồn: PGS

Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY16 (cty mẹ)

Chỉ tiêu	Q1-FY16	Q4-FY15	+/- (qoq)	Q1-FY15	+/- (yoy)
Chỉ tiêu sinh lợi (%)					
TS lợi nhuận gộp	16,5%	16,4%	7bps	16,1%	44bps
EBITDA/Doanh thu	44,9%	10,8%	3.413bps	10,3%	3.460bps
EBIT /Doanh thu	40,6%	2,4%	3.824bps	5,3%	3.528bps
TS lợi nhuận ròng	32,5%	0,9%	3.156bps	4,4%	2.804bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,0%	0,9%	114bps	4,4%	-239bps
Hiệu quả hoạt động* (x)					
-Hàng tồn kho	26,6	30,7	-4,1	20,5	6,1
-Khoản phải thu	7,0	7,9	-0,9	6,6	0,4
-Khoản phải trả	3,6	8,8	-5,2	7,6	-4,0
Đòn bẩy (%)					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,1	1,4	-0,3	1,5	-0,4

Nguồn: PGS (*) thường niên hóa

Các thông tin cập nhật

Giá CP Aramco trung bình trong Q1 đã sụt giảm mạnh xuống còn 324 USD/tấn (-21,8% so với Q42015). Mặc dù vậy, giá bán lẻ trong nước lại có mức sụt giảm thấp hơn rất nhiều với -7,6%.

Về kế hoạch 2016, PGS xây dựng kịch bản cho mức giá dầu lần lượt tại 60, 50, 40 và 30USD/thùng. Sau khi loại trừ đi yếu tố thu nhập tài chính, kế hoạch của PGS được nhận định tương đối phù hợp và không có nhiều biến động. Với giá dầu trung bình năm đang ở mức ~40USD/thùng và duy trì quan điểm giá dầu đang trong xu hướng hồi phục trong dài hạn, RongViet Research sử dụng mức giá dầu thô 45USD/thùng (với giá dầu Brent) làm kịch bản cơ sở cho dự phóng KQKD của doanh nghiệp và mô hình định giá.

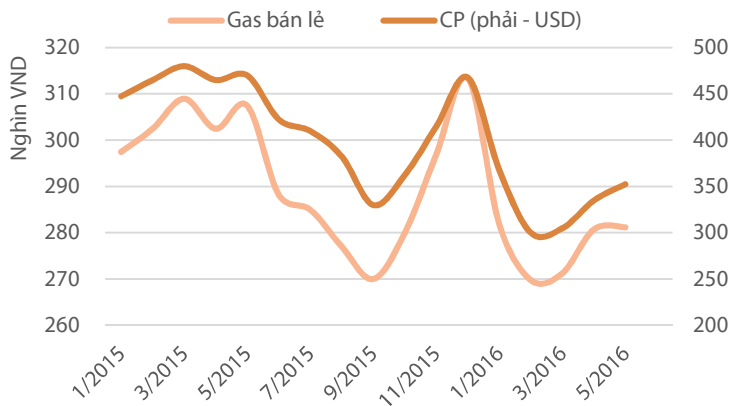
Thu nhập tài chính trong năm 2016 từ việc thoái vốn được dự kiến ở mức 248 tỷ đồng sau thuế. Cổ tức từ riêng khoản thoái vốn đạt 15% và lợi nhuận giữ lại sẽ được sử dụng cho việc (1) tái cơ cấu lại các khoản vay và (2) đầu tư cho hoạt động kinh doanh cốt lõi. Theo đánh giá của chuyên viên ngành, PGS có thể mở rộng mảng LPG bằng cách thu tóm cách doanh nghiệp cùng ngành hoặc tập trung phát triển mảng LNG trong tương lai.

Kế hoạch 2016 theo phương án giá dầu

STT	Chỉ tiêu	Đvt	Giá dầu 60 USD	Giá dầu 50 USD	Giá dầu 40 USD	Giá dầu 30 USD
1	Sản lượng CNG	Triệu m3	90	90	90	90
2	Sản lượng LPG	Tấn	248.000	248.000	248.000	248.000
3	Doanh thu	Tỷ VND	5.107,96	5.013,02	4.945,35	4.888,73
4	LNST	Tỷ VND	412,68	391,19	365,21	336,33

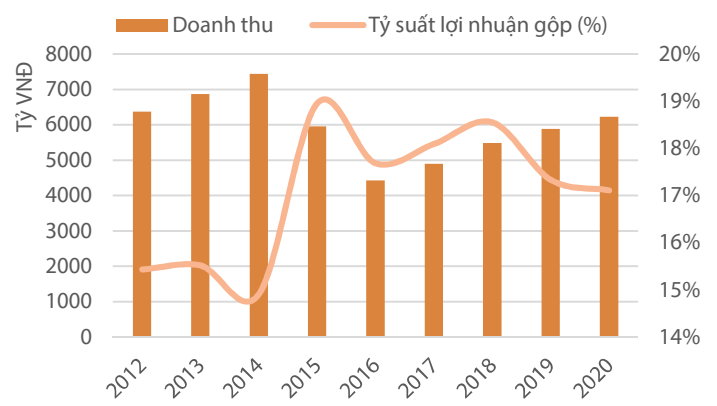
Nguồn: PGS, RongViet Research

Diễn biến giá CP Aramco và giá gas bán lẻ khu vực miền Nam



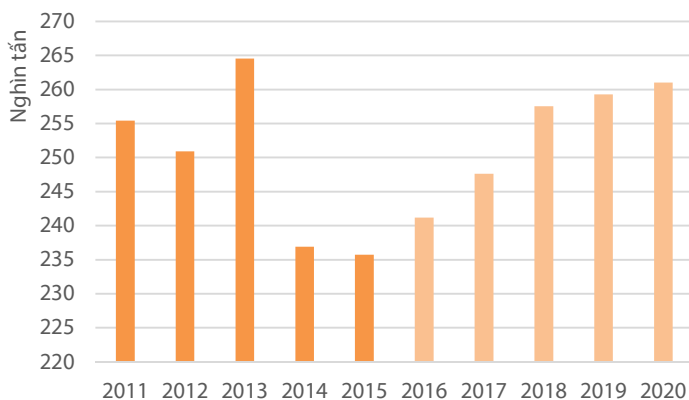
Nguồn: RongViet Research

Dự phóng KQKD PGS giai đoạn 2016 – 2020



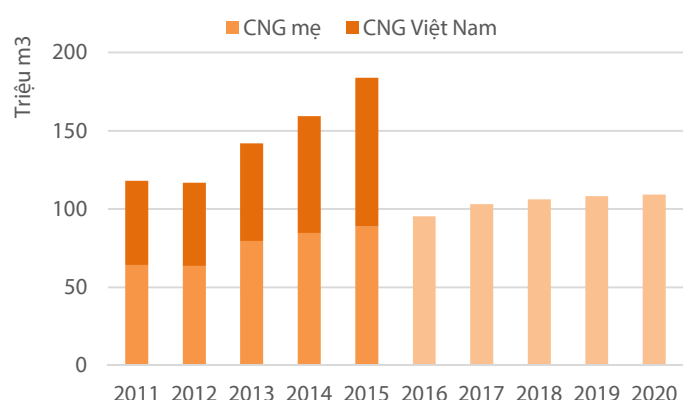
Nguồn: RongViet Research

Dự phóng sản lượng LPG



Nguồn: RongViet Research

Dự phóng sản lượng CNG



Nguồn: RongViet Research

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2014A	2015A	2016E	2017F
Doanh thu thuần	7.484,3	5.956,3	4.618,4	5.107,8
Giá vốn	6.336,2	4.827,1	3.801,5	4.183,5
Lãi gộp	1.148,1	1.129,3	816,9	924,3
Chi phí bán hàng	672,5	718,4	655,8	689,6
Chi phí quản lý	207,4	173,2	92,4	102,2
Thu nhập từ HĐTC	17,4	10,6	385,8	30,1
Chi phí tài chính	33,4	28,1	27,0	23,1
Lợi nhuận khác	-5,5	6,8	7,6	7,3
Lợi nhuận trước thuế	246,6	226,9	435,0	146,8
Thuế TNDN	55,2	62,3	87,0	29,4
Lợi ích cổ đông thiểu số	51,2	53,2	0,0	0,0
Lợi nhuận sau thuế	140,3	111,4	348,0	117,5
EBIT	279,3	254,7	461,4	169,3
EBITDA	561,8	333,8	650,1	378,2

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2014A	2015A	2016E	2017F
Tăng trưởng				
Doanh thu	8,4%	-20,4%	16,0%	10,6%
Lợi nhuận HKKD	-11,7%	-11,4%	-15,4%	93,0%
EBITDA	-14,3%	-40,6%	93,5%	-41,8%
Lợi nhuận sau thuế	-21,7%	-20,6%	204,0%	-66,2%
Tổng tài sản	4,3%	-17,3%	8,3%	6,7%
Vốn chủ sở hữu	3,1%	-5,5%	24,5%	4,2%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	9,0%	4,5%	21,8%	4,1%

Khả năng sinh lợi	2014A	2015A	2016E	2017F
LN gộp / Doanh thu	15,3%	19,0%	17,7%	18,1%
LN HKKD / Doanh thu	3,6%	4,0%	1,5%	2,6%
EBITDA/ Doanh thu	7,5%	5,6%	14,1%	7,4%
LNST/ Doanh thu	1,9%	1,9%	7,5%	2,3%
ROA	4,5%	3,8%	46,6%	15,4%
ROE	15,1%	12,2%	38,4%	11,4%

Hiệu quả hoạt động (x)	2014A	2015A	2016E	2017F
Vòng quay kh. phải thu	8,6	7,6	8,6	8,8
Vòng quay hàng tồn kho	32,6	29,2	32,7	33,9
Vòng quay khoản phải trả	4,6	3,8	5,0	5,3
Khả năng thanh toán (x)				
Hiện hành	1,0	0,9	1,1	1,1
Nhanh	0,9	0,8	0,9	1,0

Cấu trúc tài chính	2014A	2015A	2016E	2017F
Tổng nợ/ Vốn CSH	218,9%	177,3%	113,8%	119,0%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	33,5%	38,6%	32,1%	34,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	13,2%	10,8%	5,1%	4,4%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2014A	2015A	2016E	2017F
Tiền & ĐTTTC ngắn hạn	620	409	415	489
Các khoản phải thu	918	660	554	613
Tồn kho	184	146	122	126
Tài sản ngắn hạn khác	84	62	30	30
TSLĐ & Đầu tư ngắn hạn	1.846	1.291	1.131	1.262
Tài sản cố định	701	703	594	619
Xây dựng cơ bản dở dang	47	63	50	50
Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	579	572	377	366
TSCĐ và đầu tư dài hạn	1.357	1.356	1.021	1.035
TỔNG TÀI SẢN	3.203	2.647	2.152	2.297
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.426	886	684	753
Vay và nợ ngắn hạn	315	343	323	358
Vay và nợ dài hạn	125	96	51	46
Khoản phải trả khác	115	118	25	25
Tổng nợ	2.062	1.578	1.146	1.248
Vốn chủ sở hữu	942	890	1.006	1.049
Vốn đầu tư của CSH	380	500	500	500
Lợi nhuận giữ lại	115	43	231	274
Các quỹ	401	301	230	230
Nguồn kinh phí và quỹ khác	0	0	0	0
Nguồn vốn chủ sở hữu	942	890	1.006	1.049
Lợi ích cổ đông thiểu số	193	179	0	0
TỔNG NGUỒN VỐN	3.196	2.647	2.152	2.297

CHỈ SỐ ĐỊNH GIÁ	2014A	2015A	2016E	2017F
EPS (đồng/cp)	3.691	2.458	6.960	2.349
P/E (x)	4,4	6,4	2,3	6,7
BV (đồng/cp)	24.779	16.169	20.129	20.978
P/B (x)	0,6	1,0	0,8	0,7
DPS (đồng/cp)	1.500	1.400	3.000	1.500
Tỷ suất cổ tức (%)	9,2	8,9	15,0	9,6

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFE	21.482	50%	10.740
P/E	14.002	50%	7.001
Giá mục tiêu (đồng/cp)		+2.900	20.642

Lịch sử định giá	Giá mục tiêu	Khuyến nghị	Thời gian
10/07/2015	27.000	Mua	Trung hạn

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%
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, 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 1-2-3-4-5 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, 2016.**