



## KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM (PGS – HNX)

### Tăng trưởng sản lượng CNG gặp khó khăn

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- qoq	Q4-FY12	+/- yoy
Doanh thu thuần	2.101,5	1.815,1	16%	1.646,3	28%
Lợi nhuận sau thuế	27,9	53,5	-48%	58,5	-52%
EBIT	57,3	87,6	-35%	103,0	-44%
Tỷ suất EBIT (%)	2,7%	4,8%	-210bps	6,3%	-353bps

Nguồn: PGS

- Kết quả kinh doanh cả năm 2013 của PGS khá sát với dự báo của Rong Viet Securities về doanh thu, tuy nhiên lợi nhuận thấp hơn đáng kể do đột ngột giảm mạnh trong Q4/2013.
- PGS khởi đầu quý 1/2014 với nhiều khó khăn.
- Kết quả lợi nhuận hợp nhất cả năm 2014 dự kiến vượt 6,6% so với kế hoạch.
- Biomass, nhiên liệu thay thế có thể gây khó khăn cho việc mở rộng thị trường của mảng kinh doanh CNG trong các năm tới.

**Quan điểm:** Chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng kinh doanh CNG của PGS trong dài hạn mặc dù có những khó khăn xuất hiện ngay trong quý đầu năm như giá khí đầu vào tăng và khách hàng lớn ngừng hợp đồng chuyển sang dùng nhiên liệu biomass. Yếu tố tích cực đối trọng lại khó khăn trên là công ty con CNG Việt Nam vẫn giữ được sản lượng tiêu thụ khả quan và chính sách khấu hao nhanh giúp công ty hết chi phí khấu hao trong quý 2 năm nay. Tuy vậy, điểm chúng tôi quan ngại là hoạt động kinh doanh LPG của PGS vẫn chưa cho thấy hiệu quả và việc hạch toán chi phí tăng đột ngột khiến kết quả lợi nhuận rất khó dự đoán.

Trong lần cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm kết quả dự phóng lợi nhuận của PGS trong năm 2014 từ mức 252,3 tỷ đồng xuống 172,4 tỷ đồng do điều chỉnh các yếu tố: (i) giảm kỳ vọng về lợi nhuận của VT-Gas, (ii) giảm sản lượng khí CNG của công ty mẹ, (iii) giả định giá bán CNG sẽ tăng 2% trong năm nay. Với mức EPS dự phóng cho năm 2014 là 4.536 đồng/cp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014F
Doanh thu thuần	5.764,2	6.374,9	6.902,0	7.264,0
% tăng trưởng	55,6%	10,6%	8,3%	5,2%
Lợi nhuận sau thuế	238,5	151,3	179,0	172,4
% tăng trưởng	5,7%	-36,6%	18,3%	-3,7%
Tỷ suất LNST (%)	4,1%	2,4%	2,6%	2,4%
ROA (%)	8,3%	4,9%	6,0%	5,7%
ROE (%)	43,8%	19,5%	20,8%	17,8%
EPS (VND)	6.518	3.981	4.711	4.536
EPS đ/chính (VND)	1.731	1.403	4.711	4.536
Giá trị sổ sách (VND)	19.398	21.325	24.040	26.987
Cổ tức tiền mặt (VND)	2.300	1.200	1.500	1.500
P/E (x)	2,9	4,3	6,0	8,2*
P/BV (x)	1,0	0,8	1,2	1,1*

Nguồn: PGS, RongViet Securities, \* Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 25/03/2014

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

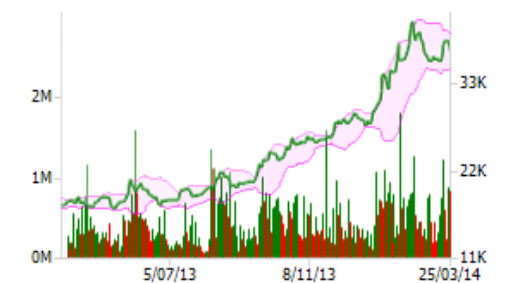
## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	37.100
Giá mục tiêu (VND)	40.000

Thời gian đầu tư Trung hạn

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Gas, nước & đa tiện ích
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.459
SLCP DLH (cp)	38.000.000
Beta	1,63
Free Float (%)	52,2
Giá cao nhất 52 tuần	41.300
Giá thấp nhất 52 tuần	15.800
KLGD bình quân 20 phiên	580.893



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PGS	32,4	127,2	137,0
Gas, nước & Đa tiện ích	26,7	82,5	N/A
HN-30 Index	43,5	57,1	N/A
HNX Index	33,9	47,0	-4,7

### Cổ đông lớn (%)

Tổng công ty Khí Việt Nam	35,26
Halley Sicav-Halley Asian Property	8,00
Ngân hàng Đại Á	4,56
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	26,2

### Trần Thị Hà My

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348

my.tth@vdsc.com.vn



**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q4-2013**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY13	Q3-FY13	qoq (%)	Q4-FY12	yoy(%)
Doanh thu	2.101,5	1.815,1	15,8	1.646,3	27,7
Lợi nhuận gộp	259,9	297,0	-12,5	304,9	-14,7
Chi phí bán hàng và quản lý	217,7	212,3	2,5	181,7	19,8
Thu nhập HĐKD	42,3	84,7	-50,1	123,2	-65,7
EBITDA	95,9	164,3	-41,6	170,7	-43,8
EBIT	57,3	87,6	-34,6	103,0	-44,3
Chi phí tài chính	10,6	13,4	-20,6	45,8	-76,8
- Chi phí lãi vay	9,4	9,4	-0,1	12,1	-21,9
Khấu hao	-38,6	-76,6	-49,6	-67,7	-43,0
Khoản mục không thường xuyên (*)					
Khoản mục bất thường (*)	6,9	0,5	1193,4	6,7	2,0
Lợi nhuận trước thuế	47,9	78,2	-38,7	91,0	-47,3
Lợi nhuận sau thuế	27,9	53,5	-47,8	58,5	-52,3
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	21,9	53,0	-58,6	53,3	-58,9

Nguồn: PGS, RongViet Securities tổng hợp

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q4-2013**

Chỉ tiêu	Q4-FY13	Q3-FY13	+/- (qoq)	Q4-FY12	+/-yoy
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	12,4	16,4	-399bps	18,5	-615bps
EBITDA/Doanh thu	4,6	9,0	-448bps	10,4	-581bps
EBIT /Doanh thu	2,7	4,8	-210bps	6,3	-353bps
TS lợi nhuận ròng	1,3	2,9	-162bps	3,6	-223bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	1,0	2,9	-188bps	3,2	-219bps
<b>Hiệu quả hoạt động (x) (*)</b>					
-Hàng tồn kho	41,6	59,0	-17,4	42,3	-0,8
-Khoản phải thu	10,7	10,5	0,2	10,6	0,1
-Khoản phải trả	24,4	27,0	-2,7	23,3	1,1
<b>Đòn bẩy (x)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	2,1	2,1	0,0	2,4	-0,3

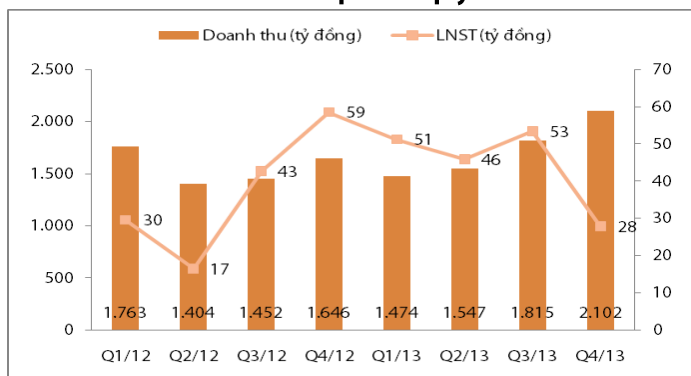
Nguồn: RongViet Securities tổng hợp, \*Số liệu thường niên hóa

**Kết quả kinh doanh cả năm 2013 của PGS khá sát với dự báo của Rong Viet Securities về doanh thu, tuy nhiên lợi nhuận thấp hơn đáng kể do đột ngột giảm mạnh trong Q4/2013.**

Doanh thu mảng LPG và CNG đạt lần lượt 4.327 tỷ đồng (-4% so với năm 2012) và 1.187 tỷ đồng (+33% so với năm 2012). Như vậy, việc kinh doanh LPG nhìn chung vẫn chỉ duy trì ổn định trong khi mảng kinh doanh CNG trong năm qua khá khởi sắc, chủ yếu nhờ vào sự tăng trưởng sản lượng. Theo PGS, sản lượng CNG tiêu thụ đạt 78,4 triệu m3, tăng 10,2% so với năm trước.

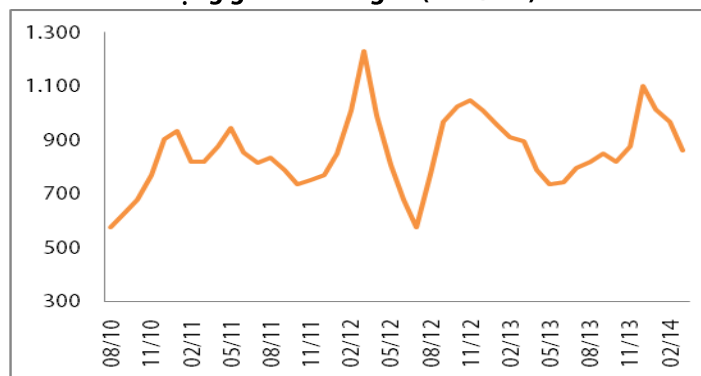
Lợi nhuận của công ty duy trì ổn định ở mức cao (~50 tỷ đồng) trong ba quý đầu năm, tuy nhiên lại sụt giảm mạnh trong quý 4, khiến lợi nhuận cổ đông công ty mẹ chỉ đạt 179 tỷ đồng cho cả năm 2013. Nguyên nhân được Công ty đưa ra là do hoạt động kinh doanh LPG không khả quan và phát sinh một số khoản chi phí tăng thêm trong quý cuối năm (thương hiệu Tập đoàn, bảo hiểm, lương thưởng...). Ngoài ra, theo quan sát của chúng tôi, khả năng là công ty con VT-Gas là đã ghi nhận một khoản lỗ trong quý 4, ảnh hưởng đến kết quả lợi nhuận chung.

**Biểu đồ doanh thu và LNST qua các quý**



Nguồn: PGS, RongViet Securities

**Biểu đồ biến động giá LPG thế giới (USD/tấn)**



Nguồn: Aramco

### PGS khởi đầu quý 1/2014 với nhiều khó khăn.

Do yếu tố mùa vụ, giá LPG bắt đầu giảm trở lại từ tháng Một và hiện đang đứng ở mức 863 USD/tấn cho hợp đồng tháng Ba, giảm 22% so với thời điểm cuối năm 2013. Điều này khiến cho hoạt động kinh doanh LPG trong quý đầu năm gặp khó khăn với biên lợi nhuận giảm nhẹ. Chúng tôi dự báo sản lượng LPG quý I/2014 của công ty mẹ ước giảm 5% so với cùng kỳ năm trước, đạt 41.000 tấn và tương đương khoảng 19% kế hoạch sản lượng cả năm 2014 (~213.000 tấn).

Hoạt động kinh doanh CNG cũng gặp khó khăn do khách hàng lớn của PGS là Ajinomoto (chiếm ~25% sản lượng khí CNG của công ty mẹ) ngừng hợp đồng mua khí từ tháng Hai để chuyển sang sử dụng nhiên liệu biomass mà chúng tôi sẽ đề cập sâu thêm bên dưới. Tuy vậy, sản lượng CNG của PGS mẹ trong quý I dự kiến sẽ tương đương cùng kỳ, khoảng 16,7 triệu m3 nhờ công ty có thêm khách hàng mới tại Khu công nghiệp (KCN) Long Đức và Gạch men Ý Mỹ đã ký hợp đồng trở lại.

Cũng ngay trong quý đầu năm, giá khí CNG đầu vào đã được điều chỉnh tăng 5% từ mức 8,93 USD/MMBTU lên 9,4 USD/MMBTU. Trong khi đó, PGS cho biết việc tăng giá bán cho khách hàng là khá khó khăn. Trong dự báo của mình, chúng tôi dự kiến Công ty sẽ giữ giá bán không đổi trong Q1, khiến biên lợi nhuận gộp của mảng CNG sụt giảm từ mức 46% cuối năm 2013 xuống còn 43,2%.

Lợi nhuận ròng hợp nhất của cổ đông mẹ trong quý I/2014 được chúng tôi ước tính thận trọng, dự kiến khoảng 37,8 tỷ đồng (tăng +36% so với quý IV/2013 và giảm 26% so với cùng kỳ).

**Bảng 4: Dự phóng KQKD Q1-2014**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-FY14F	+/- (qoq)	+/- (yoy)
Doanh thu	1.422,1	-32	-3
LN gộp	248,2	-5	-6
EBIT	60,0	5	-35
LNST	37,8	36	-26

Nguồn: RongViet Securities

### Kết quả lợi nhuận hợp nhất cả năm 2014 dự kiến vượt 6,6% so với kế hoạch.

Ngoài việc giá khí đầu vào được điều chỉnh tăng trong khi giá bán khó có thể tăng tương ứng đã nằm trong dự liệu của chúng tôi, việc một số khách hàng của PGS và CNG Vietnam có xu hướng chuyển sang dùng nhiên liệu biomass ảnh hưởng đến sản lượng khí CNG tiêu thụ là những thông tin mới. Bên cạnh đó, VT-Gas, công ty liên doanh vừa được PGS mua lại toàn bộ trong Q1/2014 (với chi phí mua là 3,85 triệu USD (~81,3 tỷ đồng)) chỉ đặt kế hoạch LNST khoảng 13,5 tỷ đồng, khá thấp so với kỳ vọng của chúng tôi. Với những điểm thay đổi chính như trên, trong lần cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm



kỳ vọng lợi nhuận năm 2014 của PGS mẹ so với báo cáo trước. Theo đó, tổng doanh thu của công ty mẹ ước đạt 5.812 tỷ đồng và lợi nhuận gộp đạt 603 tỷ đồng.

Đối với CNG Vietnam, PGS cho biết họ vẫn chưa có phương án tái cấu trúc cụ thể, hiện tại PGS chỉ còn nắm giữ 55,2% cổ phần tại CNG Việt Nam do đợt phát hành tăng vốn điều lệ của công ty này vào tháng 10/2013. Hoạt động kinh doanh của CNG Việt Nam trong năm 2013 tương đối ổn định với mức lợi nhuận sau thuế đạt 123,9 tỷ đồng, tăng 5,1% so với năm 2012. Tương tự như công ty mẹ, CNG Việt Nam cũng gặp khó khăn khi giá khí đầu vào được điều chỉnh tăng 5% trong quý I và dự kiến sẽ tiếp tục điều chỉnh tăng thêm 5% nữa trong quý III. Tuy nhiên, chúng tôi giữ quan điểm lạc quan về triển vọng lợi nhuận của CNG Việt Nam trong năm 2014 nhờ các yếu tố tích cực như sản lượng tăng và khấu hao hết từ quý II/2014. Chúng tôi ước tính lợi nhuận sau thuế của CNG Việt Nam năm 2014 dự kiến đạt 158,4 tỷ đồng (tăng 28% so với năm 2013).

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

	2012	2013	2014KH	2014F	Q1/2014F
<b>PGS mẹ</b>					
<b>Khí LPG</b>					
Sản lượng (tấn)	200.219	212.312	213.000	216.558	41.040
Doanh thu (tỷ đồng)	4.485,6	4.326,6	-	4.786,0	880,3
<b>Khí CNG</b>					
Sản lượng (triệu m <sup>3</sup> )*	63,7	78,4	69,0	70,2	16,7
Doanh thu (tỷ đồng)	764,0	1.092,9	-	1.004,7	232,8
<b>PGS mẹ</b>					
Tổng doanh thu	5.254,4	5.431,9	5.629,9	5.811,6	1.112,8
LN HKKD (tỷ đồng)	180,9	145,8	-	101,6	34,0
<b>LNST</b>	<b>154,1</b>	<b>155,3</b>	<b>96,6</b>	<b>123,0</b>	<b>45,2</b>
<b>CNG Việt Nam</b>					
Sản lượng (triệu m <sup>3</sup> )*	53,1	62,4	70,0	71,4	15,0
Doanh thu (tỷ đồng)	801,2	949,8	999,6	1.094,1	225,3
LN HKKD (tỷ đồng)	138,2	134,7	-	171,5	20,5
LNST (tỷ đồng)	117,9	123,9	110,0	158,4	19,8
<b>LNST VT-GAS**</b>	<b>23,1</b>	<b>12,1</b>	<b>13,5</b>	<b>16,2</b>	<b>4,1</b>
LN khác	11,3	2,2	-	0,0	0,0
<b>LNST HỢP NHẤT</b>	<b>150,6</b>	<b>179,0</b>	<b>163,7</b>	<b>172,4</b>	<b>37,8</b>

Nguồn: BCTC PGS và RongViet Securities ước tính

\* Với thông tin bị mất khách hàng lớn, chúng tôi điều chỉnh sản lượng khí CNG của PGS mẹ cung cấp trong năm nay xuống còn 70 triệu m<sup>3</sup>, giảm 19,5% so với ước tính trong lần cập nhật gần nhất (02/01/2014). Đối với công ty con CNG Việt Nam, sản lượng tiêu thụ được điều chỉnh tăng lên 71,4 triệu m<sup>3</sup> (+11,6%) do kỳ vọng vào sự phục hồi trong hoạt động sản xuất của các khách hàng vật liệu xây dựng.

\*\* LNST VT-Gas năm 2014 được điều chỉnh giảm xuống còn 16,2 tỷ đồng, giảm 46% so với ước tính trong lần cập nhật gần nhất (02/01/2014).

Dựa trên những đánh giá về triển vọng PGS trong năm 2014, chúng tôi dự báo doanh thu năm 2014 đạt 7.264 tỷ đồng (+5,2% so với năm 2013), lợi nhuận sau thuế hợp nhất đạt 172,4 tỷ đồng (giảm 3,7% so với năm 2013) và mức EPS dự phóng tương ứng là 4.536 đồng/cp. Cổ tức tiền mặt trong năm nay của PGS dự kiến sẽ tăng từ mức 12% lên 15%.

### **Biomass, nhiên liệu thay thế có thể gây khó khăn cho việc mở rộng thị trường của mảng kinh doanh CNG trong các năm tới.**

Biomass là năng lượng sinh khối từ phế thải của nông nghiệp (rơm rạ, bã mía, trấu...) và lâm nghiệp (vụn gỗ, củi,...), hiện đang là lợi thế của kinh tế nông nghiệp như Việt Nam. Nhiên liệu biomass trong công nghiệp chủ yếu được sử dụng làm nhiên liệu đốt lò hơi. Xét về mặt kinh tế, sử dụng biomass có lợi hơn hẳn do tiết kiệm được 30-50% chi phí so với dùng khí CNG. Tuy nhiên, hạn chế của biomass là nhiệt lượng cung cấp chỉ phù hợp với các nhà máy sản xuất thực phẩm (bột ngọt, sữa, bia, bánh kẹo...), trong khi các nhà máy sản xuất vật liệu xây dựng, gạch men đòi hỏi nhiệt lượng cao và ổn định hơn. Bên cạnh đó, nhà máy cần phải có diện tích đất cần thiết để xây dựng lò hơi đốt nhiên liệu biomass. Quá trình xây dựng lò hơi và hoàn thành các thủ tục đảm bảo yêu cầu về môi trường,...tùy vào quy mô có thể mất từ 5 – 10 tháng. Do vậy, các doanh nghiệp cung cấp khí CNG hoàn toàn sẽ không bị động trước các quyết định ngừng sử dụng của khách hàng. Điều này củng cố suy luận của chúng tôi rằng kế hoạch tiêu thụ CNG của PGS năm nay đã tính đến việc khách hàng lớn Ajinomoto ngừng hợp đồng.

Trong số khách hàng hiện tại của CNG Việt Nam, Vinamilk là một trong những khách hàng lớn thuộc ngành thực phẩm, PGS cho biết Vinamilk cũng đang có ý định chuyển sang sử dụng Biomass. Theo thông tin chúng tôi tìm hiểu được, nhà máy Sữa Việt Nam ở KCN Mỹ Phước 2 đã bắt đầu sử dụng nhiên liệu Biomass từ quý 4/2013, trong khi nhà máy Sữa Bột Việt Nam ở KCN VSIP1 cũng đang trong quá trình xây dựng lò hơi chuẩn bị cho việc sử dụng Biomass trong khoảng cuối năm nay đầu năm sau. Như vậy, năm 2015, CNG Việt Nam có khả năng sẽ bị mất khoảng 12,5% sản lượng khí CNG từ khách hàng này.

Đối diện với rủi ro cạnh tranh từ Biomass, PGS cho biết, đã tìm kiếm được khách hàng thay thế (KCN Long Đức, Gạch men Ý Mỹ, VLXD Tây Đô...), nhờ vậy, có thể bù đắp được khoảng 70-80% sản lượng bị mất. Ngoài ra, với triển vọng ngành xây dựng được dự báo lạc quan hơn, khả năng tăng công suất của các nhà máy VLXD, sắt thép,...cũng là cơ sở để giảm lo ngại về sản lượng CNG tiêu thụ. Tuy nhiên, chúng tôi cũng thận trọng điều chỉnh kỳ vọng sản lượng tiêu thụ CNG của PGS mẹ và tăng chiết khấu rủi ro trong việc xác định giá mục tiêu đối với PGS.

### **Quan điểm**

Chúng tôi vẫn đánh giá cao triển vọng kinh doanh CNG của PGS trong dài hạn mặc dù có những khó khăn xuất hiện ngay trong quý đầu năm như giá khí đầu vào tăng và khách hàng lớn ngừng hợp đồng chuyển sang dùng nhiên liệu biomass. Yếu tố tích cực đối trọng lại khó khăn trên trong năm nay là công ty con CNG Việt Nam vẫn giữ được sản lượng tiêu thụ khả quan và chính sách khấu hao nhanh giúp công ty hết chi phí khấu hao trong quý 2 năm nay. Tuy vậy, điểm chúng tôi quan ngại là hoạt động kinh doanh LPG của PGS vẫn chưa cho thấy hiệu quả và việc hạch toán chi phí tăng đột ngột khiến kết quả lợi nhuận rất khó dự đoán.

Trong lần cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm kết quả dự phóng lợi nhuận của PGS trong năm 2014 từ mức 252,3 tỷ đồng xuống 172,4 tỷ đồng do điều chỉnh các yếu tố: (i) giảm kỳ vọng về lợi nhuận của VT-Gas, (ii) giảm sản lượng khí CNG của công ty mẹ, (iii) giả định giá bán CNG sẽ tăng 2% trong năm nay. Với mức EPS dự phóng cho năm 2014 là 4.536 đồng/cp, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu này trong **TRUNG HẠN**.

**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		5,2
Tăng trưởng sản lượng LPG (%)*	0,9	2		2
Tăng trưởng sản lượng CNG (%)	38	7,1		0,5
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	17,8	19,1		15,3
Tỷ suất EBIT (%)	5,5	5,1		4,3

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	6.902,0	1	7.125,7	7.264,0	2
TS Lợi nhuận gộp	17,8%	15,9%	-11	19,1%	15,3%	-19
Chi phí bán hàng và q.ly	849,9	792,3	-7	977,1	850,3	-13
Lợi nhuận HĐKD	373,8	303,7	-19	381,3	264,6	-31
Chi phí tài chính	79,9	81,0	1	47,0	50,0	6
Lợi nhuận trước thuế	333,2	278,1	-17	364,3	264,6	-27
Lợi nhuận sau thuế	215,2	179,0	-17	252,3	172,4	-32
EBITDA	690,3	655,5	-5	658,2	585,2	-11
EBIT	378,6	339,0	-10	411,3	311,6	-24

Nguồn: RongViet Securities



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2011A	2012A	2013A	2014F
Doanh thu thuần	5.764,2	6.374,9	6.902,0	7.264,0
Giá vốn	4.803,2	5.390,9	5.806,0	6.149,1
<b>Lãi gộp</b>	<b>961,0</b>	<b>984,1</b>	<b>1.096,0</b>	<b>1.114,9</b>
Chi phí bán hàng	374,1	509,0	623,2	665,3
Chi phí quản lý	120,9	133,5	169,1	185,0
Thu nhập từ HĐTC	48,9	40,3	34,8	30,0
Chi phí tài chính	134,3	145,4	81,0	50,0
Lợi nhuận khác	12,7	18,4	20,5	20,0
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>393,2</b>	<b>255,1</b>	<b>278,1</b>	<b>264,6</b>
Thuế TNDN	50,4	43,3	40,4	39,7
Lợi ích cổ đông thiểu số	104,4	60,5	58,6	52,6
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>238,5</b>	<b>151,3</b>	<b>179,0</b>	<b>172,4</b>
EBIT	515,3	372,6	339,0	311,6
EBITDA	706,1	635,7	655,5	595,8

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011A	2012A	2013A	2014F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	55,6%	10,6%	8,3%	5,2%
Lợi nhuận HKKD	190,1%	-26,7%	-11,1%	-12,9%
EBITDA	72,1%	-10,0%	3,1%	-9,1%
EBIT	49,6%	-27,7%	-9,0%	-8,1%
Lợi nhuận sau thuế	5,7%	-36,6%	18,3%	-3,7%
Tổng tài sản	31,8%	-10,8%	5,1%	-2,1%
Vốn chủ sở hữu	110,3%	9,9%	12,7%	13,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	36,8%	9,7%	15,5%	13,0%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	16,7%	15,4%	15,9%	15,3%
LN HKKD / Doanh thu	8,1%	5,4%	4,4%	3,6%
EBITDA/ Doanh thu	12,3%	10,0%	9,5%	8,2%
EBIT/ Doanh thu	8,9%	5,8%	4,9%	4,3%
LNST/ Doanh thu	4,1%	2,4%	2,6%	2,4%
ROA	8,3%	4,9%	6,0%	5,7%
ROIC or RONA	35,9%	22,9%	22,8%	21,3%
ROE	43,8%	19,5%	20,8%	17,7%
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	9,6	11,0	10,2	9,4
Vòng quay hàng tồn kho	45,6	54,2	35,4	27,3
Vòng quay khoản phải trả	4,3	5,1	5,3	5,2
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	0,9	0,9	1,1	1,1
Nhanh	0,9	0,8	0,9	1,0
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	313,1%	233,0%	208,9%	176,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	50,6%	55,7%	42,6%	39,2%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	82,2%	40,1%	16,2%	14,4%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2011A	2012A	2013A	2014F
Tiền	586	443	594	559
Đầu tư tài chính ngắn hạn	109	69	68	110
Các khoản phải thu	628	529	819	726
Tồn kho	75	124	204	246
Tài sản ngắn hạn khác	59	25	55	55
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.457</b>	<b>1.190</b>	<b>1.739</b>	<b>1.696</b>
Tài sản cố định hữu hình	900	840	658	683
Tài sản cố định vô hình	34	34	33	33
Xây dựng cơ bản dở dang	41	29	40	40
Bất động sản đầu tư	0	1	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	101	94	0	0
Tài sản dài hạn khác	719	716	587	552
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.819</b>	<b>1.732</b>	<b>1.330</b>	<b>1.308</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>3.276</b>	<b>2.921</b>	<b>3.070</b>	<b>3.004</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	1.020	841	1.135	984
Khoản phải trả ngắn hạn khác	149	105	103	131
Vay và nợ ngắn hạn	373	451	389	407
Vay và nợ dài hạn	606	325	148	150
Khoản phải trả dài hạn khác	161	167	134	160
<b>Tổng nợ</b>	<b>2.309</b>	<b>1.888</b>	<b>1.908</b>	<b>1.831</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>737</b>	<b>810</b>	<b>914</b>	<b>1.038</b>
Vốn đầu tư của CSH	380	380	380	380
Lợi nhuận giữ lại	157	166	166	193
Các quỹ	154	219	321	419
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>738</b>	<b>810</b>	<b>914</b>	<b>1.038</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	230	223	248	135
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>3.276</b>	<b>2.921</b>	<b>3.070</b>	<b>3.004</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014F</b>
LNTT	393,2	255,1	278,1	264,6
Khấu hao	190,9	263,1	316,6	284,1
Các điều chỉnh	164,0	107,1	-61,5	37,0
Thay đổi vốn lưu động	-331,2	-347,1	-6,8	-133,2
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>416,8</b>	<b>278,1</b>	<b>526,3</b>	<b>452,6</b>
Thay đổi TSCĐ	-481,3	-106,6	-105,7	-247,2
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-164,2	20,2	16,1	-40,0
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	33,2	45,8	28,1	27,0
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-612,2</b>	<b>-40,6</b>	<b>-61,5</b>	<b>-260,2</b>
Nhận/trả lại vốn góp	265,0	0,0	10,7	0,0
Vay mới/trả nợ vay	249,8	-205,0	-238,8	19,5
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ và chi khác từ LNGL	-83,1	-175,8	-86,0	-246,9
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>431,7</b>	<b>-380,7</b>	<b>-314,1</b>	<b>-227,3</b>
Tiền thuần trong kỳ	236,3	-143,2	150,8	-34,9
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>350,0</b>	<b>586,3</b>	<b>443,0</b>	<b>593,8</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>586,3</b>	<b>443,0</b>	<b>593,8</b>	<b>558,8</b>



## 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](http://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.**