

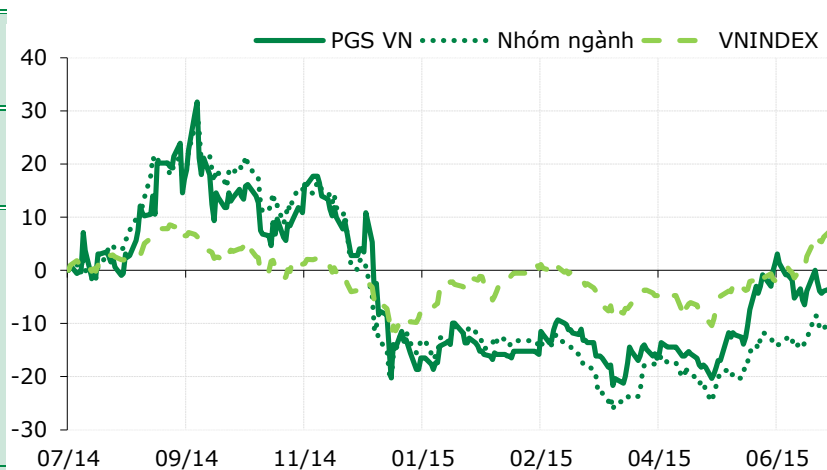
CTCP KD KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM (PGS)

Ngày 20 tháng 07 năm 2015

BÁO CÁO CẬP NHẬT: MUA



Giá hiện tại (20/07/2015)	Đồng	21.600
Giá trị dài hạn	DƯỚI GIÁ TRỊ NỘI TẠI	
Giá mục tiêu	Đồng	25.500
Khuyến nghị đầu tư ngắn hạn	TRUNG LẬP	
Mức kháng cự	Đồng	28.000
Mức hỗ trợ	Đồng	21.500
Mã Bloomberg: PGS VN	Sàn niêm yết: HNX	
Ngành:	Dầu khí	
Beta	1,49	
Giá thấp/cao nhất (52 tuần)	30.200 – 18.000	
Số lượng cổ phiếu (triệu)	50	
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.111	
Cổ phiếu lưu hành tự do (triệu)	32,42	
KLGD BQ 12 tháng	418.360	
Sở hữu nước ngoài (%)	21,38%	
Năm	Cổ tức tiền mặt	EPS
2016F	2.000	4.332
2015F	1.400	3.080
2014	1.500	2.792
2013	1.000	4.711
Chỉ số tài chính	PGS	Cùng ngành VNI
PE	7,0	6,9 13,4
P/B	1,15	1,45 □1,91
EV/EBITDA	2,28	2,99 8,95
Nợ/VCSH	0,37	0,22 0,99
Biên LN ròng	2,0%	8,0% 10,4%
ROE	15,8%	22,1% 15,0%
ROA	5,0%	9,8% 2,7%
	2009-2014 (CAGR)	2015 2015-2019 (CAGR)
Doanh thu	23,2%	6.379 9,8%
EBITDA	26,1%	511 8,3%
Lợi nhuận ròng	28,3%	154 20,1%



Chúng tôi cập nhật cổ phiếu PGS với khuyến nghị MUA. Chúng tôi tin rằng cổ phiếu sẽ mang lại giá trị trong dài hạn mặc dù xu hướng hiện nay là TRUNG LẬP.

❖ **PGS chưa bao gồm doanh thu bán tối đa 25 triệu m3 khí CNG cho khách hàng mới:** PGS sẽ bán 15 triệu m3 khí CNG cho Samsung (qua PGS) và 10 triệu m3 khí cho một số khách hàng bên ngoài (qua CNG – công ty con của PGS) từ mỏ gas Hàm Rồng – Thái Bình ở phía Bắc. Do trì hoãn ghi nhận khoản lợi nhuận thu từ Samsung, chỉ có một phần doanh thu được ghi nhận trong quý 4 năm 2015.

❖ **Doanh thu 2015 có thể không đạt kế hoạch nhưng lợi nhuận sau thuế dự kiến sẽ vượt mục tiêu đề ra.** Doanh thu hợp nhất dự báo đạt 6.382 tỷ đồng, giảm 15% so với năm ngoái và lợi nhuận sau thuế dự báo đạt 206 tỷ đồng, tăng 8% so với năm ngoái. Lợi nhuận sau thuế và lợi ích từ cổ đông thiểu số dự báo đạt 154 tỷ đồng, tăng 10% so với năm ngoái nhờ biên lợi nhuận ổn định và các đơn đặt hàng mới.

❖ **Tăng trưởng lợi nhuận cao trong những năm tới:** Tăng trưởng gộp về lợi nhuận ròng trong năm năm tới dự kiến đạt 20%/năm, có thể hỗ trợ tốt cho diễn biến của giá cổ phiếu. PGS có thể bán khoảng 25 triệu m3 khí CNG hàng năm cho Samsung và tối đa khoảng 60 triệu m3 khí CNG hàng năm từ mỏ khí mới, giúp cải thiện đáng kể công suất hiện nay của công ty.

❖ **Định giá hợp lý:** Ở mức giá hiện tại, PGS đang giao dịch với P/E khoảng 7,0 lần, khá hợp lý so với các công ty dầu khí cùng ngành, tuy nhiên vẫn được xem là rẻ nếu so với P/E của thị trường chung là 13,5 lần.

❖ **Hiệu quả cải thiện và tăng cổ tức bằng tiền mặt:** chỉ số ROAE trong 5 năm tới dự báo tăng từ 14,7% lên 18,68%. Với lợi nhuận kỳ vọng cao, PGS có thể tăng cổ tức bằng tiền mặt trong tương lai.

Vui lòng đọc kỹ khuyến nghị ở cuối báo cáo này

Giới thiệu về công ty: CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam do PVN thành lập năm 2000 để kinh doanh các sản phẩm khí, trong đó khí LPG là sản phẩm chính. Công ty được niêm yết năm 2007. Hiện nay, PGS là công ty phân phối khí LPG lớn nhất miền Nam và là nhà cung cấp khí CNG hàng đầu đất nước.

Tính đến 31/03/2015, tổng tài sản của công ty đạt 2.838 tỷ đồng.

Trong nửa đầu năm 2015, ban quản trị PGS dự kiến sản lượng tiêu thụ khí LPG đạt 105.885 tấn, cao hơn 2,5% so với kế hoạch. Sản lượng tiêu thụ CNG đạt 80,5 triệu m3, cao hơn 16,6% so với kế hoạch. Doanh thu hợp nhất đạt 2.803 tỷ đồng (-20,1% theo năm), và lợi nhuận ròng hợp nhất sau thuế sau lợi ích cổ đông thiểu số đạt khoảng 66 tỷ đồng (-12,5% theo năm) do ảnh hưởng tiêu cực vì giá dầu giảm trên toàn cầu.

NỘI DUNG

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2015	3
DỰ BÁO VÀ CÁC GIẢ ĐỊNH CHÍNH	4
Các giả định chính	4
Dự phóng kết quả kinh doanh	5
Kết luận	6
ĐỊNH GIÁ	7
Số sánh với các công ty cùng ngành – Giá/Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu	7
Mô hình chiết khấu dòng tiền	8
Giá mục tiêu	9
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT	10
LIÊN HỆ	15

CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH Q1/2015

Trong Q1/2015, doanh thu hợp nhất đạt 1.431 tỷ đồng, giảm 15,8% so với cùng kỳ năm ngoái. Biên lợi nhuận gộp đạt 18,1% so với cùng kỳ năm ngoái là 15,3% mặc dù giá bán khí LPG và CNG giảm 23% do giá dầu giảm tuy nhiên giá đầu vào giảm mạnh hơn. Chi phí tài chính giảm 25% so với cùng kỳ năm ngoái, đạt 7,3 tỷ đồng do mức vay nợ của PGS giảm. Lợi nhuận sau thuế hợp nhất của PGS đạt 43,5 tỷ đồng, tăng 9% và lợi nhuận ròng sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số đạt 33,4 tỷ đồng, tăng 20% so với cùng kỳ năm ngoái.

Chúng tôi tin rằng kết quả kinh doanh của PGS sẽ bắt đầu cải thiện trong hai quý cuối nhờ các lý do sau:

(1) PGS sẽ ghi nhận tổng cộng khoảng 12-13 triệu m3 khí CNG ngoài sản lượng dự tính, trong đó 10 triệu m3 bán từ mỏ gas mới phía Bắc (qua CNG, công ty con của PGS) và 15 triệu m3 bán cho Samsung (qua công ty mẹ), tuy nhiên chỉ có 2-3 triệu m3 khí trong đó dự kiến được ghi nhận trong Q4/2015

(2) Giá bán khí LPG và CNG dự kiến khá ổn định hoặc tăng nhẹ trong giai đoạn cuối năm cùng với sự phục hồi của giá dầu thế giới.

KQKD Q1/2015	Q1 2015	Q1 2014	% Thay đổi	Kế hoạch 2015 PGS	% Kế hoạch	Ước tính của PGS sau 6T	Dự phóng VPBS 2015
Doanh thu thuần	1.431	1.702	-16%	7.078	20%	7.078	6.382
Giá vốn hàng bán	1.173	1.441	-19%				
Lợi nhuận gộp	258	261	-1%				
Thu nhập tài chính	6,6	4,3	+53%				
Chi phí tài chính	7,3	9,8	-26%				
Chi phí bán hàng và quản lý	206	211	-2%				
EBIT	52	45	+16%				
Lợi nhuận khác	1,7	1,8					
Lợi nhuận từ các công ty liên kết							
Lợi nhuận trước thuế	53	48	+11%	224	24%	224	249
Thuế	9,6	4,5					
Thuế thu nhập bị hoãn		(0,3)					
Lợi nhuận sau thuế	43,5	39,8	+9.3%	158	56%	158	206
Lợi ích cổ đông thiểu số	10	11,96	-16%				
Lợi nhuận ròng	33,4	27,9	+20%				154
EPS (VND)	668	558	+20%				3.079

Nguồn: PGS, VPBS

Ngoài kế hoạch kinh doanh, PGS cũng thông báo một vài thay đổi trong ban điều hành. Trong Q3/2014, công ty có hai sự thay đổi lớn về nhân sự trong HĐQT. Bà Nguyễn Thị Hồng Hải (sinh năm 1973) được bổ nhiệm thay thế ông Christopher Nghĩa Đỗ (sinh năm 1959) làm Thành viên HĐQT. Ngoài ra, ông Trần Văn Nghị (sinh năm 1975) được bổ nhiệm thay thế ông Vũ Quý Hiệu (sinh năm 1977) làm Thành viên HĐQT. Cả hai thành viên mới đều trẻ hơn và có bằng kỹ sư chuyên ngành, có thể thành động lực cải tổ đội ngũ thành viên HĐQT của PGS.

Ngoài ra, kế hoạch phát triển cơ sở khách hàng của CNG tại miền Bắc đang được tiến hành. Đó sẽ là dấu hiệu tích cực đối với thị trường khi doanh thu và lợi nhuận hợp nhất của PGS có thể tăng trưởng nhanh hơn trong những năm tới.

DỰ BÁO VÀ CÁC GIẢ ĐỊNH CHÍNH

Các giả định chính

Trong báo cáo cập nhật này, chúng tôi đã thay đổi một số giả định khi tiến hành dự báo doanh thu và lợi nhuận của PGS.

Đối với mảng khí LPG, chúng tôi cho rằng tăng trưởng chỉ ở mức khiêm tốn trong vài năm tới do tính bình ổn của mảng kinh doanh này cùng nhu cầu ổn định. Công ty PGS (công ty mẹ) sẽ tiếp tục bán 50% sản lượng từ nhà máy lọc Dinh Cố và 25% sản lượng từ nhà máy lọc Dung Quất. Vì lý do cần trọng, chúng tôi dự phóng sản lượng từ hai nhà máy này sẽ chỉ tăng nhẹ hoặc không tăng trong những năm tới. Giá bán khí LPG, chúng tôi dự kiến đạt mức tăng trưởng ổn định 2-3% trong khoảng năm năm tới, cùng với sự phục hồi của giá dầu.

Tiêu thụ	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
LPG (k tấn)						
PGS công ty mẹ	183	188	188	191	195	195
<i>Dinh Cố</i>	200	200	200	200	200	200
<i>Dung Quất</i>	330	350	350	365	380	380
VT Gas	53	58	73	85	93	110
Sản lượng bán khí LPG hợp nhất	236	246	261	276	288	305

Đối với mảng khí CNG, sản lượng tiêu thụ trong những năm tới sẽ nhờ vào hợp đồng bán 15 triệu m³ khí cho Samsung trong 2015-2016, và bán 25 triệu m³ khí mỗi năm từ giữa năm 2016 trở đi. Ngoài ra, mỏ khí mới phía Bắc sẽ cung cấp tối đa 60 triệu m³ khí CNG mỗi năm tới khách hàng ở nhiều ngành khác nhau (mỏ có công suất tối đa là 200 triệu m³ khí CNG mỗi năm, trong đó PGS giữ 30% cổ phần). Giá bán (ước tính thận trọng) sẽ tăng khoảng 2-3% mỗi năm trong ba năm tới. Biên lợi nhuận ròng của mỏ mới này khá thấp trong giai đoạn đầu tuy nhiên sẽ cao dần khi sản lượng bán tăng trong tương lai. Sau khi trao đổi với ban quản trị CNG, chúng tôi dự kiến sản lượng khí trong những năm tới như sau:

Tiêu thụ	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
CNG (triệu m³)					
PGS công ty mẹ	77	95	100	100	100
CNG Việt Nam	85	105	115	125	135
Sản lượng khí CNG hợp nhất	162	200	215	225	235
<i>Giá bán (triệu VND/triệu m³)</i>	<i>11.500</i>	<i>11.845</i>	<i>12.200</i>	<i>12.566</i>	<i>12.935</i>

Doanh thu khác: Từ kết quả kinh doanh nửa năm đầu 2015, chúng tôi dự phóng doanh thu từ hoạt động khác (bán vỏ gas, kinh doanh xăng dầu..) đạt 290 tỷ đồng, hầu như không đổi so với năm ngoái, và sẽ ổn định ở mức này trong những năm tới.

Giá vốn hàng bán: Giá vốn hàng bán tăng cùng tốc độ với giá bán, do đó biên lợi nhuận gộp hợp nhất sẽ ổn định ở mức 17%. Biên lợi nhuận gộp mảng kinh doanh khí CNG ở mức khoảng 22%, cao hơn biên lợi nhuận gộp mảng LPG.

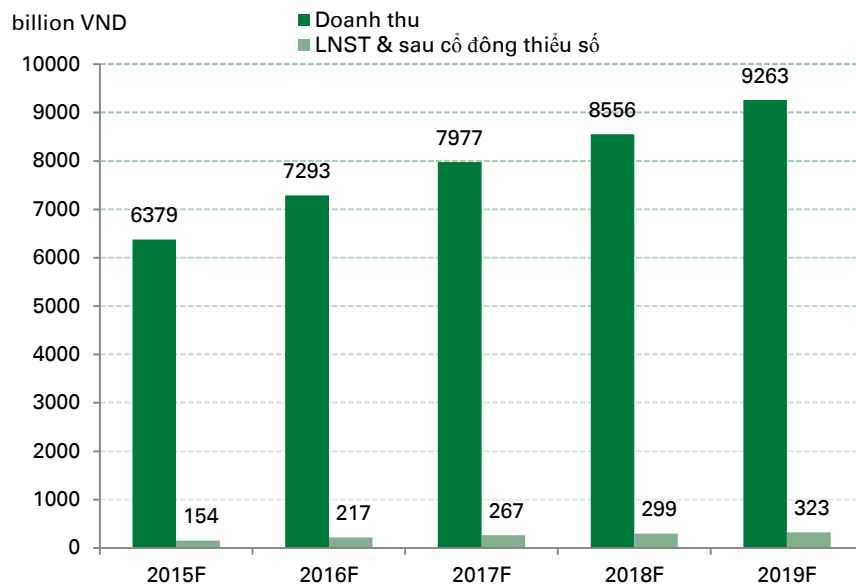
Chi phí bán hàng và quản lý (CPBHQL): dự phóng theo % doanh thu, ở mức khoảng 11,8% năm 2015, và giảm dần xuống 10,9% vào năm 2019. Mức dự phóng này gần với tỉ lệ CPBHQL trung bình trong quá khứ.

Dự phóng kết quả kinh doanh

Doanh thu và Lợi nhuận

Dự kiến PGS sẽ đạt doanh thu khoảng 6.379 tỷ đồng, giảm 15% so với năm ngoái chủ yếu do giá dầu giảm. Doanh thu những năm sau đó tăng dần và đạt 9.300 tỷ đồng năm 2019, ghi nhận tốc độ tăng trưởng gộp doanh thu 2015-2019 đạt 9,8%/năm. Lợi nhuận ròng sau thuế và lợi ích cổ đông thiểu số được dự phóng đạt 154 tỷ đồng năm 2015, tăng 10% so với năm ngoái, và tăng dần lên 323 tỷ đồng năm 2019, tốc độ tăng trưởng gộp lợi nhuận ròng giai đoạn 2015-2019 đạt 20,1%/năm.

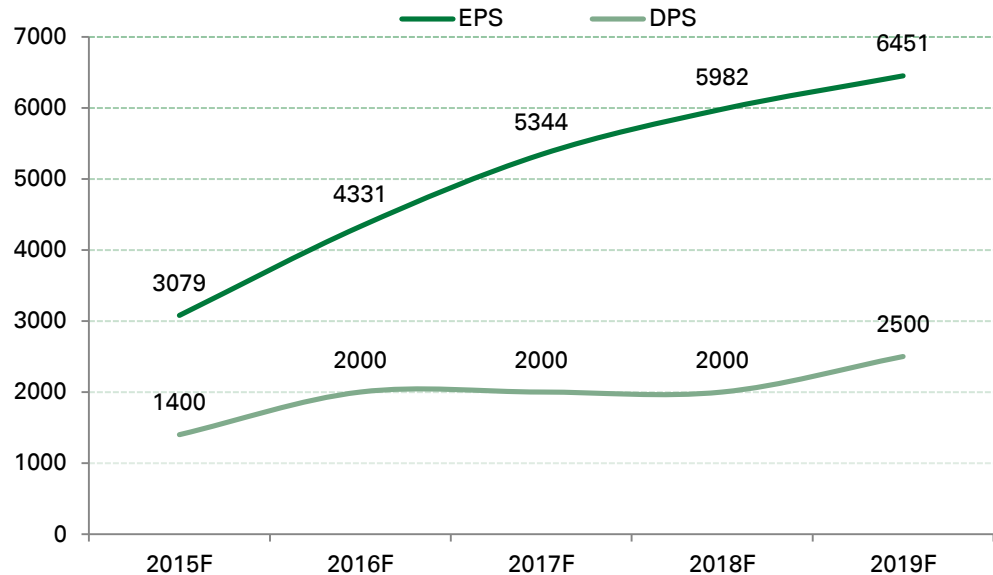
Dự phóng lợi nhuận và doanh thu giai đoạn 2015-2019



Nguồn: VPBS dự phóng

Chỉ số ROAE trong năm năm dự báo sẽ được cải thiện từ 14,7% lên 18,68% nhờ giá bán khí LPG và CNG tăng nhẹ, và doanh thu bán khí CNG cho khách hàng mới cả trong nước và quốc tế. Nếu không có dự án mới nào được thực hiện thêm, chúng tôi cho rằng chỉ số ROAE sẽ ổn định sau năm 2019.

Với dự phóng lợi nhuận như vậy, EPS sẽ đạt 3.080 đồng/cổ phiếu năm 2015, và tăng lên 6.451 vào cuối năm 2019. Cổ tức tăng từ 1.400 đồng/cổ phiếu năm 2015 lên 2.500 đồng/cổ phiếu năm 2019, giả định công ty không tăng vốn điều lệ trong giai đoạn dự phóng.



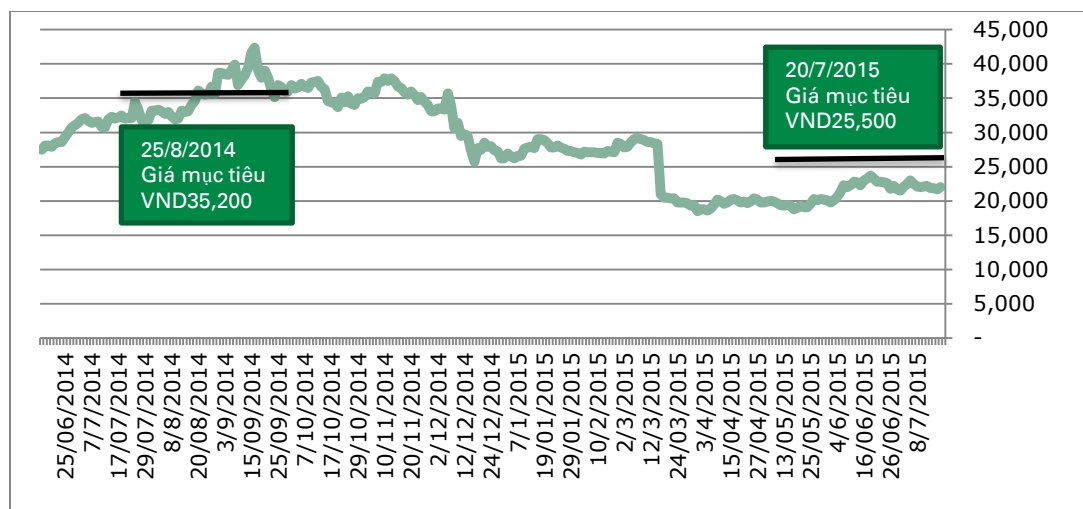
Nguồn: VPBS dự phóng

Kết luận

Năm 2015, chúng tôi dự phóng doanh thu tăng trưởng âm tuy nhiên lợi nhuận ròng tăng trưởng dương do chi phí nguyên liệu giảm và nhờ thu nhập từ hợp đồng với các khách hàng mới. Giá bán trong nửa cuối năm 2015 dự kiến sẽ ổn định hoặc thậm chí tăng nhẹ. Đầu tư vào cơ sở hạ tầng sẽ hỗ trợ tăng trưởng trong tương lai cùng các hợp đồng đã ký với Samsung và những khách hàng khác, PGS sẽ có thể đạt mức tăng trưởng cao hơn trong 4-5 năm tới.

Diễn biến giá gần đây

Trong báo cáo cập nhật PGS phát hành ngày 25/8/2014, giá mục tiêu của chúng tôi là 35.200 đồng/cổ phiếu, cao hơn giá cổ phiếu tại thời điểm đó là 8% (32.500 đồng/cổ phiếu). Sau đó, giá PGS giảm 43,6% xuống mức thấp nhất là 18.300 đồng/cổ phiếu do giá dầu giảm vào cuối năm 2014. Sau đó, giá cổ phiếu đi ngang trong năm tháng, và hồi phục ở mức 23.600 đồng/cổ phiếu trước khi giảm nhẹ và đóng cửa tại 21.600 đồng/cổ phiếu.



Biểu đồ chưa điều chỉnh cổ tức tiền hay cổ phiếu

ĐỊNH GIÁ

Điều chỉnh dự phóng KQ kinh doanh mới cùng diễn biến giá dầu kỳ vọng trong tương lai, chúng tôi cập nhật lại giá cổ phiếu mục tiêu như dưới đây. Hai phương pháp định giá sử dụng là so sánh chỉ số P/B và mô hình chiết khấu dòng tiền.

So sánh với các công ty cùng ngành – Giá/Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu

Do số lượng doanh nghiệp trong nước niêm yết kinh doanh khí LPG và khí CNG không đầy đủ, chúng tôi lựa chọn một vài công ty nước ngoài để so sánh. Những công ty sau đây có mô hình kinh doanh khá tương đồng với các chỉ số không quá khác biệt, và cùng vị trí địa lý gần gũi với PGS. Chúng tôi quyết định chỉ sử dụng P/B thay vì chỉ số P/E do chỉ số này khác nhau quá nhiều giữa các công ty cùng ngành, hoặc không tồn tại đối với 1 số công ty có lợi nhuận âm, khiến cho chỉ số P/E trung bình không mang nhiều ý nghĩa.

- ❖ Công ty TNHH GAIL là công ty vốn nhà nước của Ấn Độ, chuyên chế biến và phân phối khí tự nhiên và khí LPG.
- ❖ Tổng Công ty Khí Petrolimex - Việt Nam là công ty vốn nhà nước của Việt Nam, chuyên phân phối, xuất nhập khẩu khí LPG sử dụng cho thương mại hoặc công nghiệp.
- ❖ CTCP Dầu khí An Pha là một trong những nhà cung cấp khí LPG vốn tư nhân lớn nhất Việt Nam. Công ty mua gas từ nhà máy khí Dinh Cố và nhập khẩu thêm khí gas để phân phối trong nước. Công ty cũng có dịch vụ cho thuê kho cảng để chứa khí LPG. Công ty giao dịch trên sàn OTC.
- ❖ Công ty TNHH Hóa Dầu Siamgas là công ty tại Thái Lan, chuyên kinh doanh khí LPG và các sản phẩm liên quan đến dầu khí.
- ❖ Công ty TNHH Eastern Gases là công ty có trụ sở tại Ấn Độ, chuyên bao bì và kinh doanh thương mại khí LPG.
- ❖ Công ty IRPC là công ty tại Thái Lan, chuyên lọc dầu, sản xuất các sản phẩm hóa dầu và phân phối xăng dầu, khí LPG và điện cũng như các mặt hàng vật liệu xây dựng.

Chúng tôi sử dụng chỉ số P/B tương đối nhằm phản ánh sự khác biệt giữa chỉ số P/B của các thị trường khác nhau. P/B tương đối được tính bằng P/B của công ty nhân với P/B của thị trường Việt Nam chia cho P/B của thị trường nước ngoài tương ứng. Sau đó nhân chỉ số P/B tương đối trung bình là 0.95 lần với giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu (BVPS) là 18.885 đồng/cổ phiếu, rồi áp dụng mức thặng dư 20% nhằm thể hiện tiềm năng tăng trưởng nhanh hơn và vị thế thị trường nội địa nổi bật của PGS, chúng tôi định giá PGS đạt 21.530 đồng/cổ phiếu.

Công ty cùng ngành	Giá hiện tại (USD)	P/B	BVPS	Chỉ số P/B tương đối	P/E	ROE	Tăng trưởng EPS
Công ty TNHH GAIL	5,85	1,85	3,16	1.13	15,0	9,5%	-34%
Tổng Công ty Khí Việt Nam	0,64	1,13	0,57	1.15	8,2	13,4%	7,5%
CTCP Dầu khí An Pha	0,28	0,58	0,48	0.58	31,1	1,7%	-87%
Công ty TNHH Eastern Gases	0,54	1,16	0,47	0.71	19,2	n/a	n/a
Công ty TNHH Hóa Dầu Siamgas	0,31	1,06	0,29	1.02	n/a	-3,9%	n/a
Công ty IRPC	0,12	1,18	0,10	1.12	n/a	-2,4%	n/a
<i>Trung bình ngành</i>		1,16		0.95	18,4	3,66%	-37,8%
Giá cổ phiếu PGS (đồng/VND)	21.530						

Mô hình chiết khấu dòng tiền

Chi phí vốn chủ sở hữu	Giá trị
Lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm	6,4%
Beta	1,49
Lợi nhuận kỳ vọng thị trường	14,95%
Chi phí vốn chủ sở hữu	19,14%
Chi phí sử dụng nợ	
Lãi suất dài hạn	9,6%
Thuế suất hiệu dụng	19,2%
Chi phí sử dụng nợ sau thuế	7,8%
Giá cổ phiếu hiện tại (đồng/cp)	21.600
Số lượng cổ phiếu (triệu)	50
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.079
Nợ vay (tỷ đồng)	415
WACC	16,3%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn	3,0%
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	28.225

Nguồn: Bloomberg, VPBS

Trong khi phương pháp định giá dựa theo chỉ số P/B đưa ra giá trị tương đối của PGS so với ngành, chúng tôi cho rằng phương pháp định giá theo mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF) sẽ đưa ra giá trị nội tại như một thước đo khác về giá trị của cổ phiếu. Lợi suất phi rủi ro chọn lợi suất trái phiếu Chính phủ kỳ hạn 5 năm do kỳ hạn này phản ánh thời hạn dòng tiền đang được chiết khấu. Lợi suất phi rủi ro ngày 17/7/2015 là 6,4%, nhân với hệ số beta một năm là 1,49, lợi nhuận kỳ vọng thị trường là 14,95%, chi phí sử dụng nợ của PGS là 9,6%, với những thay đổi trong phần giả định chính, chúng tôi đưa ra WACC cho PGS là

16,3%. Giá mục tiêu khi sử dụng mô hình chiết khấu dòng tiền là 28.225 đồng/cổ phiếu.

Độ nhạy giá cổ phiếu so với tỷ lệ tăng trưởng dài hạn và WACC

Giá cổ phiếu nhạy hơn với WACC hơn tỷ lệ tăng trưởng dài hạn. Cụ thể, kết quả kinh doanh của công ty sẽ khá tích cực nhờ chi phí nợ giảm như trong năm 2013 và 2014, khiến biên lợi nhuận ròng tăng nhẹ theo giá cổ phiếu.

WACC	Growth rate					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
	14,3%	31.158	31.987	32.870	33.845	34.915
	15,3%	28.996	29.671	30.401	31.192	32.054
	16,3%	27.148	27.711	28.225	28.969	29.673
	17,3%	25.553	26.027	26.534	27.078	27.662
	18,3%	24.163	24.566	24.995	25.453	25.943

Độ nhạy của giá cổ phiếu so với biên lợi nhuận gộp của mảng khí CNG

CNG là mảng có lãi nhất của PGS, vì vậy chúng tôi tin rằng giá trị cổ phiếu diễn biến khá nhạy với biên lợi nhuận gộp bán CNG. Hiện tại, công ty đang hạn chế tăng giá bán CNG để tránh khiến khách hàng chuyển sang sử dụng mặt hàng thay thế. Tuy nhiên, nếu công ty thanh công trong việc bán được giá tốt hơn hoặc mua được nguồn đầu vào giá rẻ, chúng tôi tin điều này sẽ giúp giá cổ phiếu tăng tốt như bảng dưới đây:

Biên LN Gộp	% thay đổi	Giá trung bình	% thay đổi
24%	2%	36.750	+43%
23%	1%	31.393	+22%
22%	-	25.532	-
21%	-1%	21.790	-15%
20%	-2%	17.015	-33%

Giá mục tiêu

Chúng tôi dành tỉ trọng 60% cho phương pháp DCF và 40% cho phương pháp P/B, và xác định giá mục tiêu của PGS là 25.535 đồng/cổ phiếu, cao hơn 18.2% so với giá hiện tại. Cổ phiếu đang giao dịch dưới giá trị nội tại. Tuy nhiên, trong thời gian ngắn, giá dầu đang tác động tiêu cực do quan ngại từ tình hình tài chính quốc tế tại Trung Quốc và Iran, khả năng phục hồi vẫn có do giá dầu đã giảm 16% từ mức đỉnh ngắn hạn. Quan điểm của phân tích kỹ thuật trong ngắn hạn là Trung Lập. Kết hợp 2 phương pháp, chúng tôi xin đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PGS.

Mức giá mục tiêu này tương đương với chỉ số P/E 2015 ở mức 8.2, tức là khá hợp lý khi so với các công ty niêm yết khác trong ngành dầu khí. Với kì vọng cổ tức tiền mặt ở mức VND1,400/cổ phiếu, có thể được trả vào tháng 8/2015, tỉ suất cổ tức trên giá ở mức 6.4%.

Giá trị theo DCF	28.225	60%	16.935
Giá trị theo phương pháp chỉ số P/B	21.530	40%	8.612
Giá mục tiêu	25.535		

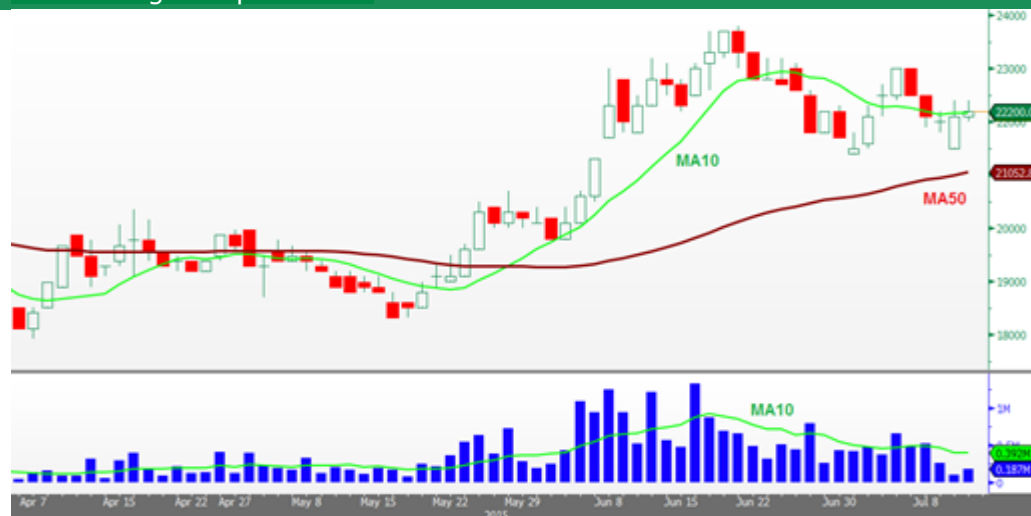
PHÂN TÍCH KỸ THUẬT

Cổ phiếu PGS đã tăng mạnh từ mức 18.300đ/cp lên mức 23.800đ/cp sau khi chốt phiên 18/6, qua đó phá kênh tích lũy kéo dài từ đầu năm 2015. Đi kèm với mức tăng giá này là thanh khoản trung bình tăng gấp 3-4 lần so với giai đoạn trước đó.

PGS hiện đang trong giai đoạn điều chỉnh sau đợt tăng nóng với hỗ trợ tại ngưỡng 21.500 của đường MA50. Khối lượng vẫn được tích lũy ở mức vừa phải, trung bình khoảng 500,000 cổ phiếu/phiên. Chúng tôi kỳ vọng PGS sẽ có phiên tăng điểm tốt với khối lượng cao để quay trở lại thị trường giá tăng và kiểm tra kháng cự trung hạn tại 28.000. Tuy nhiên chúng tôi vẫn chưa thấy tín hiệu này xuất hiện và nhà đầu tư nên kiên nhẫn chờ đợi. Vì vậy, chúng tôi khuyến nghị **NẮM GIỮ** đối với cổ phiếu PGS tại thời điểm phát hành báo cáo.

Mã cổ phiếu	PGS
Thời điểm phân tích	3 đến 6 tháng
Giá cao nhất trong ba tháng	23.800
Giá thấp nhất trong ba tháng	18.300
Đường MA50 ngày hiện tại	21.000
Đường MA10 ngày hiện tại	22.000
Ngưỡng cản trung hạn	28.000
Ngưỡng hỗ trợ trung hạn	21.500
Khuyến nghị	NẮM GIỮ

Diễn biến giá cổ phiếu PGS



Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Doanh thu	6,902	7,484	6,382	7,296	7,968	8,556	9,263
Tăng trưởng (%)	8%	8%	-15%	14%	9%	7%	8%
Giá vốn hàng bán	5,806	6,336	5,383	6,098	6,647	7,132	7,724
Biên lợi nhuận gộp	1,096	1,148	999	1,198	1,321	1,424	1,539
Tăng trưởng (%)	11%	5%	-13%	20%	10%	8%	8%
Chi phí bán hàng và quản lý	792	880	753	846	884	933	1,010
EBIT	304	269	246	352	437	491	530
Tăng trưởng (%)	-11%	-12%	-8%	43%	24%	13%	8%
Khấu hao	317	278	265	209	234	264	284
Doanh thu công ty liên kết	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	620	547	511	561	671	755	814
Tăng trưởng (%)	3%	-12%	-7%	10%	20%	13%	8%
Doanh thu tài chính	35	17	33	31	36	35	40
Chi phí tài chính							
Chi phí lãi vay ròng	61	33	20	22	23	24	26
Lãi (lỗ) chênh lệch tỷ giá	1	-	-	-	-	-	-
Lãi (lỗ) ròng thu nhập ngoài hoạt động	20	7	10	10	10	10	10
Lợi nhuận trước thuế	258	246	249	350	439	492	534
Tăng trưởng (%)	9%	-4%	1%	41%	25%	12%	8%
Chi phí thuế thu nhập	43	68	48	67	88	98	107
Thuế TNDN được hoãn lại	-2	-12	-5	-5	-5	-5	-4
Thuế suất	17%	27%	19%	19%	20%	20%	20%
Lợi nhuận trước các khoản bất thường	217	191	206	289	356	399	431
Tăng trưởng (%)	12%	-12%	8%	40%	23%	12%	8%
Lỗ bất thường sau thuế	-21	-	-	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	59	51	52	72	89	100	108
Lợi nhuận ròng điều chỉnh	179	140	154	217	267	299	323
Tăng trưởng (%)	18%	-22%	10%	41%	23%	12%	8%
EPS (VND)	4,711	2,792	3,079	4,331	5,344	5,982	6,451
Tăng trưởng (%)	18%	-41%	10%	41%	23%	12%	8%
Cổ tức mỗi cổ phiếu (VND)	1,500	1,500	1,400	2,000	2,000	2,000	2,500
Tỷ lệ chi trả	12%	15%	14%	20%	20%	20%	25%
Lợi suất cổ tức	6.60%	6.60%	6.10%	8.80%	8.80%	8.80%	11.00%

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Tài sản ngắn hạn							
Tiền và các khoản tương đương tiền	594	620	577	676	664	759	854
Đầu tư ngắn hạn	40	40	40	40	40	40	40
Khoản phải thu ngắn hạn	819	918	612	780	1,070	1,242	1,650
Hàng tồn kho	204	184	177	217	255	274	275
Tài sản ngắn hạn khác	55	84	51	58	63	68	73
Tổng tài sản ngắn hạn	1,739	1,846	1,456	1,770	2,092	2,383	2,892
Tài sản dài hạn							
Tài sản dài hạn nguyên giá	1,468	1,740	1,890	2,090	2,340	2,640	2,840
Khấu hao lũy kế	811	1,072	1,337	1,546	1,780	2,044	2,328
Tài sản cố định ròng	658	668	553	544	560	596	512
Đầu tư dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định vô hình	33	33	33	32	32	32	35
Tài sản dài hạn khác	640	656	658	703	687	671	677
Tổng tài sản dài hạn	1,330	1,357	1,244	1,280	1,279	1,299	1,225
Tổng tài sản	3,070	3,203	2,700	3,050	3,371	3,682	4,116
Nợ ngắn hạn							
Khoản phải trả	1,134	1,424	929	1,053	1,093	1,075	1,164
Người mua trả trước	31	11	30	34	35	37	40
Nợ ngắn hạn phải trả	389	315	128	146	159	171	185
Nợ ngắn hạn khác	73	77	121	122	121	128	139
Tổng nợ ngắn hạn	1,626	1,827	1,208	1,355	1,408	1,411	1,529
Nợ dài hạn							
Vay và nợ dài hạn	125	100	100	100	100	100	100
Nợ dài hạn khác	116	128	108	122	133	143	155
Tổng nợ dài hạn	240	228	208	222	233	243	255
Vốn chủ sở hữu							
Vốn cổ phần	46	46	46	46	46	46	46
Lợi nhuận được giữ lại	166	115	199	315	483	682	879
Vốn chủ sở hữu khác	321	401	401	401	401	401	401
Tổng vốn chủ sở hữu	914	942	1,146	1,262	1,429	1,628	1,826
Lợi ích cổ đông thiểu số	193	198	250	322	411	511	618
Tổng nợ và vốn chủ sở hữu	2,973	3,195	2,812	3,161	3,371	3,682	4,116
Giá trị sổ sách mỗi cổ phiếu	24,040	18,832	22,911	25,242	28,586	32,568	36,519

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Lợi nhuận ròng	238	191	206	289	356	399	430
LCTT từ hoạt động kinh doanh							
Khấu hao	317	282	265	209	234	264	281
Thay đổi vốn lưu động	-28	211	-182	-84	-288	-209	-320
Các khoản điều chỉnh phi tiền tệ khác	0	-165	50	-48	12	13	-9
Tổng	526	519	340	365	315	467	383
LCTT từ hoạt động đầu tư							
Giảm đầu tư	61	28	-	-	-	-	-
Đầu tư tài sản cố định ròng	-106	-243	-150	-200	-250	-300	-200
Giảm khấu hao lũy kế từ thanh lý tài sản	-45	1	-	-	-	-	-
Tăng đầu tư	28	-81	-	-	-	-	-
Tổng	-62	-295	-150	-200	-250	-300	-200
LCTT từ hoạt động tài chính							
Chi trả cổ tức	-86	-99	-70	-100	-100	-100	-125
Tăng vay nợ ngắn hạn	-209	-40	-188	18	13	12	14
Tăng/Giảm vốn cổ phần	11	-	-	-	-	-	-
Hoạt động tài chính khác	-30	-55	25	15	10	17	23
Tổng	-314	-194	-233	-66	-77	-72	-88
Thay đổi tiền mặt ròng	151	30	-43	99	-12	95	95
Số dư tiền mặt đầu kỳ	443	594	620	577	676	664	759
Số dư tiền mặt cuối kỳ	594	624	577	676	664	759	854

Phân tích chỉ số	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
Chỉ số sinh lời							
Biên LN gộp (trừ khấu hao)	15.88%	15.34%	15.65%	16.42%	16.58%	16.64%	16.62%
Biên EBITDA	8.99%	7.31%	8.00%	7.68%	8.42%	8.83%	8.78%
Biên LN hoạt động	4.40%	3.59%	3.85%	4.82%	5.48%	5.74%	5.72%
Biên LN ròng	2.59%	1.87%	2.41%	2.97%	3.35%	3.50%	3.48%
ROA	7.93%	6.08%	6.98%	10.04%	11.10%	11.31%	11.03%
ROE	20.77%	15.05%	14.75%	17.99%	19.86%	19.56%	18.68%
Hệ số nợ							
Khả năng thanh toán lãi vay (EBIT/Lãi)	4.99	8.21	12.01	15.89	18.71	20.14	20.63
EBITDA/(I+Đầu tư TSCĐ)	3.72	1.98	3	2.52	2.45	2.33	3.61
Tổng nợ/Vốn	0.36	0.31	0.17	0.16	0.15	0.14	0.14
Tổng nợ/VCSH	0.56	0.44	0.2	0.19	0.18	0.17	0.16
Chỉ số thanh khoản							
Hệ số vòng quay tài sản	2.25	2.34	2.36	2.39	2.36	2.32	2.25
Hệ số vòng quay khoản phải thu	8.43	8.15	10.43	9.36	7.45	6.89	5.62
Hệ số vòng quay khoản phải trả	4.76	4.08	6.82	5.11	5.58	6.18	6.13
Hệ số vòng quay hàng tồn kho	26.41	31.54	35.8	24.79	23.92	24.3	25.93
Hệ số thanh toán hiện hành	1.07	1.01	1.21	1.31	1.49	1.69	1.89
Hệ số thanh toán nhanh	0.94	0.91	1.06	1.15	1.3	1.49	1.71

HƯỚNG DẪN KHUYẾN NGHỊ

Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS) đưa ra khuyến nghị dựa trên sự kết hợp giữa phân tích ngắn hạn và dài hạn.

Chúng tôi sử dụng hệ thống khuyến nghị dài hạn như sau:

- Cổ phiếu bị thị trường định giá thấp (Undervalued):** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tối lớn hơn 10%.
- Cổ phiếu phản ánh đúng giá trị nội tại (Fully-valued):** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tối dao động từ 0% đến 10%.
- Cổ phiếu được thị trường định giá cao (Overvalued):** Lợi suất kỳ vọng bao gồm cổ tức trong vòng 12 tháng tối thấp hơn 0%.

Sau đó, chúng tôi sẽ đưa ra những nhận định trong ngắn hạn dựa trên các yếu tố vĩ mô cùng với phương pháp phân tích kỹ thuật. Phương pháp này cho thấy những tín hiệu tăng giá, trung lập hay giảm giá thông qua việc phân tích các chỉ số xu hướng như đường trung bình động, PSAR, và MACD, cũng như chỉ báo xung lượng bao gồm chỉ số RSI và MFI.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị chung dựa trên các quan điểm trong ngắn hạn và dài hạn như sau:

Khuyến nghị	Giá trị dài hạn	Xu hướng ngắn hạn
MUA	Undervalued	Tăng giá hoặc Trung lập
	Fully-valued	Tăng giá
GIỮ	Undervalued	Giảm giá
	Fully-valued	Trung lập
	Overvalued	Tăng giá
BÁN	Fully-valued	Giảm giá
	Overvalued	Trung lập hoặc Giảm giá

LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo này, xin vui lòng liên hệ Phòng Phân tích của VPBS:

Barry David Weisblatt
Giám đốc Khối Phân tích
barryw@vpbs.com.vn

Lê Anh Minh, CFA
Phó Giám đốc - Phân tích cơ bản
minhla@vpbs.com.vn

Mọi thông tin liên quan đến tài khoản của quý khách, xin vui lòng liên hệ:

Marc Djandji, CFA
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Tổ chức
& Nhà đầu tư Nước ngoài
marcdjandji@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 158

Lý Đắc Dũng
Giám đốc Khối Môi giới Khách hàng Cá nhân
dungld@vpbs.com.vn
+844 3974 3655 Ext: 335

Võ Văn Phương
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 1
Thành phố Hồ Chí Minh
phuongvv@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 130

Trần Đức Vinh
Giám đốc Môi giới PGD Láng Hạ
Hà Nội
vinhtd@vpbs.com.vn
+844 3835 6688 Ext: 369

Domalux
Giám đốc Môi giới Nguyễn Chí Thanh 2
Thành phố Hồ Chí Minh
domalux@vpbs.com.vn
+848 6296 4210 Ext: 128

Nguyễn Danh Vinh
Phó Giám đốc Môi giới Lê Lai
Thành phố Hồ Chí Minh
vinhnd@vpbs.com.vn
+848 3823 8608 Ext: 146

KHUYẾN CÁO

Báo cáo phân tích được lập và phát hành bởi Công ty TNHH Chứng khoán Ngân hàng TMCP Việt Nam Thịnh Vượng (VPBS). Báo cáo này không trực tiếp hoặc ngụ ý dùng để phân phối, phát hành hay sử dụng cho bất kỳ cá nhân hay tổ chức nào là công dân hay thường trú hoặc tạm trú tại bất kỳ địa phương, lãnh thổ, quốc gia hoặc đơn vị có chủ quyền nào khác mà việc phân phối, phát hành hay sử dụng đó trái với quy định của pháp luật. Báo cáo này không nhằm phát hành rộng rãi ra công chúng và chỉ mang tính chất cung cấp thông tin cho nhà đầu tư cũng như không được phép sao chép hoặc phân phối lại cho bất kỳ bên thứ ba nào khác. Tất cả những cá nhân, tổ chức nắm giữ báo cáo này đều phải tuân thủ những điều trên.

Mọi quan điểm và khuyến nghị về bất kỳ hay toàn bộ mã chứng khoán hay tổ chức phát hành là đối tượng đề cập trong bản báo cáo này đều phản ánh chính xác ý kiến cá nhân của những chuyên gia phân tích tham gia vào quá trình chuẩn bị và lập báo cáo, theo đó, lương và thưởng của những chuyên gia phân tích đã, đang và sẽ không liên quan trực tiếp hay gián tiếp đối với những quan điểm hoặc khuyến nghị được đưa ra bởi các chuyên gia phân tích đó trong báo cáo này. Các chuyên gia phân tích tham gia vào việc chuẩn bị và lập báo cáo không có quyền đại diện (thực tế, ngụ ý hay công khai) cho bất kỳ tổ chức phát hành nào được đề cập trong bản báo cáo.

Các báo cáo nghiên cứu chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho những nhà đầu tư cá nhân và tổ chức của VPBS. Báo cáo nghiên cứu này không phải là một lời kêu gọi, đề nghị, mời chào mua hoặc bán bất kỳ mã chứng khoán nào.

Các thông tin trong báo cáo nghiên cứu được chuẩn bị từ các thông tin công bố công khai, dữ liệu phát triển nội bộ và các nguồn khác được cho là đáng tin cậy, nhưng chưa được kiểm chứng độc lập bởi VPBS và VPBS sẽ không đại diện hoặc đảm bảo đối với tính chính xác, đúng đắn và đầy đủ của những thông tin này. Toàn bộ những đánh giá, quan điểm và khuyến nghị nêu tại đây được thực hiện tại ngày đưa ra báo cáo và có thể được thay đổi mà không báo trước. VPBS không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi hoặc bổ sung bản báo cáo cũng như không có nghĩa vụ thông báo cho tổ chức, cá nhân nhận được bản báo cáo này trong trường hợp các đánh giá, quan điểm hay khuyến nghị được đưa ra có sự thay đổi hoặc trở nên không còn chính xác hay trong trường hợp báo cáo bị thu hồi.

Các diễn biến trong quá khứ không đảm bảo kết quả trong tương lai, không đại diện hoặc bảo đảm, công khai hay ngụ ý, cho diễn biến tương lai của bất kỳ mã chứng khoán nào đề cập trong bản báo cáo này. Giá của các mã chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo và lợi nhuận từ các mã chứng khoán đó có thể được dao động và/hoặc bị ảnh hưởng trái chiều bởi những yếu tố thị trường hay tỷ giá và nhà đầu tư phải ý thức được rõ ràng về khả năng thua lỗ khi đầu tư vào những mã chứng khoán đó, bao gồm cả những khoản lạm vào vốn đầu tư ban đầu. Hơn nữa, các chứng khoán được đề cập trong bản báo cáo có thể không có tính thanh khoản cao, hoặc giá cả bị biến động lớn, hay có những rủi ro cộng hưởng và đặc biệt gắn với các mã chứng khoán và việc đầu tư vào thị trường mới nổi và/hoặc thị trường nước ngoài khiến tăng tính rủi ro cũng như không phù hợp cho tất cả các nhà đầu tư. VPBS không chịu trách nhiệm về bất kỳ thiệt hại nào phát sinh từ việc sử dụng hoặc dựa vào các thông tin trong bản báo cáo này.

Các mã chứng khoán trong bản báo cáo có thể không phù hợp với tất cả các nhà đầu tư, và nội dung của bản báo cáo không đề cập đến các nhu cầu đầu tư, mục tiêu và điều kiện tài chính của bất kỳ nhà đầu tư cụ thể nào. Nhà đầu tư không nên chỉ dựa trên những khuyến nghị đầu tư, nếu có, tại bản báo cáo này để thay thế cho những đánh giá độc lập trong việc đưa ra các quyết định đầu tư của chính mình và, trước khi thực hiện đầu tư bất kỳ mã chứng khoán nào nêu trong báo cáo này, nhà đầu tư nên liên hệ với những cố vấn đầu tư của họ để thảo luận về trường hợp cụ thể của mình.

VPBS và những đơn vị thành viên, nhân viên, giám đốc và nhân sự của VPBS trên toàn thế giới, tùy từng thời điểm, có quyền cam kết mua hoặc cam kết bán, mua hoặc bán các mã chứng khoán thuộc sở hữu của (những) tổ chức phát hành được đề cập trong bản báo cáo này cho chính mình; được quyền tham gia vào bất kỳ giao dịch nào khác liên quan đến những mã chứng khoán đó; được quyền thu phí môi giới hoặc những khoản hoa hồng khác; được quyền thiết lập thị trường giao dịch cho các công cụ tài chính của (những) tổ chức phát hành đó; được quyền trở thành nhà tư vấn hoặc bên vay/cho vay đối với (những) tổ chức phát hành đó; hay nói cách khác là luôn tồn tại những xung đột tiềm ẩn về lợi ích trong bất kỳ khuyến nghị và thông tin, quan điểm có liên quan nào được nêu trong bản báo cáo này.

Bất kỳ việc sao chép hoặc phân phối một phần hoặc toàn bộ báo cáo nghiên cứu này mà không được sự cho phép của VPBS đều bị cấm.

Nếu báo cáo nghiên cứu này được phân phối bằng phương tiện điện tử, như e-mail, thì không thể đảm bảo rằng phương thức truyền thông này sẽ an toàn hoặc không mắc những lỗi như thông tin có thể bị chặn, bị hỏng, bị mất, bị phá hủy, đến muộn, không đầy đủ hay có chứa virus. Do đó, nếu báo cáo cung cấp địa chỉ trang web, hoặc chứa các liên kết đến trang web thứ ba, VPBS không xem xét lại và không chịu trách nhiệm cho bất cứ nội dung nào trong những trang web đó. Địa chỉ web và hoặc các liên kết chỉ được cung cấp để thuận tiện cho người đọc, và nội dung của các trang web của bên thứ ba không được đưa vào báo cáo dưới bất kỳ hình thức nào. Người đọc có thể tùy chọn truy cập vào địa chỉ trang web hoặc sử dụng những liên kết đó và chịu hoàn toàn rủi ro.

Hội sở Hà Nội

362 Phố Huế

Quận Hai Bà Trưng, Hà Nội

T - +84 (0) 4 3974 3655

F - +84 (0) 4 3974 3656

Chi nhánh Hồ Chí Minh

76 Lê Lai

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

T - +84 (0) 8 3823 8608

F - +84 (0) 8 3823 8609

Chi nhánh Đà Nẵng

112 Phan Châu Trinh,

Quận Hải Châu, Đà Nẵng

T - +84 (0) 511 356 5419

F - +84 (0) 511 356 5418