



## CTCP KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM (PGS – HNX)

### 2015 - Nhiều thách thức

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	+/- qoq	Q3-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	1.961,9	1.927,0	2%	1.815,1	8%
Lợi nhuận sau thuế	56,7	48,8	16%	53,5	6%
EBIT	101,7	73,8	38%	87,6	16%
Tỷ suất EBIT	5,2%	3,8%	136bps	4,8%	36bps

Nguồn: PGS, RongViet Securities

- KQKD quý 3/2014 cải thiện nhẹ
- Diễn biến đi xuống của giá LPG sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của mảng LPG
- Giá khí CNG đầu vào dự kiến được điều chỉnh tăng ~8% trong năm 2015
- Triển vọng năm 2015: nhiều thách thức

**Quan điểm và Định Giá:** Trong lần cập nhật này, chúng tôi bổ sung thêm phương pháp định giá dựa trên dòng tiền đối với cổ phiếu PGS, giá mục tiêu tính theo phương pháp DCF là 39.100 đồng/cp. Kết hợp với phương pháp P/E, chúng tôi cho rằng giá hợp lý đối với cổ phiếu PGS là 37.800 đồng/cp, cao hơn 9% giá đóng cửa ngày 24/11/2014. Với nhiều thách thức phải vượt qua trong các năm tới, chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP trong DÀI HẠN đối với cổ phiếu PGS.

Đầu năm 2015, công ty dự kiến sẽ chia cổ phiếu với tỷ lệ 3:1, thông tin này có thể ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá yếu tố này sẽ không tác động đến hiệu quả kinh doanh của Công ty. Thay vào đó, những nỗ lực để kiểm soát chi phí và gia tăng sản lượng là rất cần thiết để giảm thiểu mức độ rủi ro đến từ (1) biến động giá LPG thế giới và (2) tăng giá khí CNG đầu vào.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	9M/FY14	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	6.374,9	6.902,0	5.591,7	7.171,6	7.122,9
% tăng trưởng	10,6%	8,3%	15,6%	3,9%	-0,7%
Lợi nhuận sau thuế	151,3	179,0	133,4	165,3	154,0
% tăng trưởng	-36,6%	18,3%	-11,4%	-7,7%	-6,9%
Tỷ suất LNST (%)	2,4%	2,6%	2,4%	2,3%	2,2%
ROA (%)	4,9%	6,0%		5,5%	5,3%
ROE (%)	19,5%	20,8%		17,2%	14,6%
EPS (VND)	3.981	4.711		4.350	4.052
EPS đ/chính (VND)	1.403	4.711		4.350	4.052
Giá trị sổ sách (VND)	21.325	24.040		26.445	28.670
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.200	1.500		2.000	2.000
P/E (x)	4,3	6,0		8,0*	9,0*
P/BV (x)	0,8	1,2		1,3*	1,2*

Nguồn: PGS, RongViet Securities, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 24/11/2014

## TRUNG LẬP

Giá thị trường (VND)	34.700
Giá mục tiêu (VND)	37.800
Thời gian đầu tư	Dài hạn

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	1.345
SLCP DLH (cp)	38.000.000
Beta	1,55
Free Float (%)	55,3
Giá cao nhất 52 tuần	42.400
Giá thấp nhất 52 tuần	23.900
KLGD bình quân 20 phiên	589.559



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PGS	-2,5	38,8	82,6
Dầu khí	-17,0	58,9	N/A
HN-30 Index	0,6	44,3	N/A
HNX Index	2,7	35,8	43,9

### Cổ đông lớn (%)

Tổng công ty Khí Việt Nam	35,26
Halley Sicav-Halley Asian Property	9,46
Ngân hàng Đại Á	4,56
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	27,29

### Trần Thị Hà My

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348

my.tth@vdsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q3-2014 và Lũy kế 9T năm 2014**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q3-FY14	Q2-FY14	qoq (%)	Q3-FY13	yoy (%)	9T-FY14	yoy (%)
Doanh thu	1.961,9	1.927,0	1,8%	1.815,1	8,1%	5.591,7	15,6%
Lợi nhuận gộp	320,1	287,5	11,3%	297,0	7,8%	869,0	1,8%
Chi phí bán hàng và quản lý	223,4	219,0	2,0%	212,3	5,2%	655,0	12,4%
Thu nhập HĐKD	96,7	68,5	41,2%	84,7	14,2%	214,0	-3,9%
EBITDA	170,7	143,0	19,4%	164,3	3,9%	439,6	-14,3%
EBIT	101,7	73,8	37,9%	87,6	16,1%	230,0	-17,4%
Chi phí tài chính	7,4	9,1	-18,4%	13,4	-44,3%	26,4	-62,4%
- Chi phí lãi vay	7,3	8,8	-16,7%	9,4	-22,2%	25,9	-42,9%
Khấu hao	-69,0	-69,2	-0,3%	-76,6	-10,0%	-209,6	-10,8%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)	0,5	0,0	1306,8%	0,5	2,5%		
Lợi nhuận trước thuế	94,4	64,9	45,3%	78,2	20,7%	204,1	-12,4%
Lợi nhuận sau thuế	56,7	48,8	16,1%	53,5	6,0%	133,4	-11,4%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	56,2	48,8	15,3%	53,0	6,1%	133,4	

Nguồn: BCTC PGS, RongViet Securities

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q3-2014**

Chỉ tiêu	Q3-FY13	Q2-FY13	+/- (qoq)	Q3-FY12	+/-yoy
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	16,3%	14,9%	140bps	16,4%	-5bps
EBITDA/Doanh thu	8,7%	7,4%	128bps	9,0%	-35bps
EBIT /Doanh thu	5,2%	3,8%	136bps	4,8%	36bps
TS lợi nhuận ròng	2,9%	2,5%	36bps	2,9%	-6bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	2,9%	2,5%	34bps	2,9%	-5bps
<b>Hiệu quả hoạt động (x) (*)</b>					
-Hàng tồn kho	40,5	33,3	7,2	59,0	-18,5
-Khoản phải thu	9,8	10,1	-0,3	10,5	-0,7
-Khoản phải trả	4,4	4,7	-0,3	5,6	-1,2
<b>Đòn bẩy (x)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	2,0	2,3	-0,3	2,1	-0,1

Nguồn: RongViet Securities, (\*) Thường niên hóa.

### Kết quả kinh doanh quý 3/2014 cải thiện nhẹ

Kết quả kinh doanh quý 3/2014 phần nào cải thiện sự suy giảm về lợi nhuận trong nửa đầu năm của Công ty. Cụ thể, PGS ghi nhận 1.962 tỷ đồng doanh thu (tương đương quý trước và tăng trưởng 8,1% so với cùng kỳ), trong khi đó, lợi nhuận đạt 56,7 tỷ đồng (tăng 16,1% so với quý trước và cao hơn 6% cùng kỳ năm 2013). Đáng chú ý, biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 15,12% trong nửa đầu năm lên 16,32% trong quý vừa qua.

Lũy kế từ đầu năm đến nay, các mảng kinh doanh của Công ty đều cho thấy sự gia tăng khá về sản lượng. Trong đó, sản lượng LPG đạt 209.000 tấn, tăng khoảng 10% so với cùng kỳ; sản lượng CNG đạt 117 triệu m<sup>3</sup> và tăng 12,5% so với cùng kỳ. Tuy nhiên, biên lãi gộp của từng mảng lại thụt lùi so với trước do: (1) xu hướng đi xuống gần như liên tục của giá LPG từ đầu năm đến nay; (2) giá khí đầu vào bị điều chỉnh tăng 5% trong quý 1/2014. Bên cạnh đó, dù tiết giảm được chi phí lãi vay song chi phí quản lý của doanh nghiệp tăng rất mạnh (+37,5%) khiến cho lợi nhuận lũy kế đến cuối tháng 9/2014 chỉ đạt

133,38 tỷ đồng và giảm 17,8% so với cùng kỳ. Theo chia sẻ của PGS, do Công ty vừa tiến hành mua lại nhà máy bình khí và công ty con VT-Gas nên chi phí quản lý bị đội lên và ảnh hưởng đến hiệu quả của kinh doanh.

Trong Q4/2014, giá LPG bình quân dự kiến sẽ giảm sâu hơn về mức 650 USD/tấn (-18% so với quý 3) trong khi đó hoạt động kinh doanh của mảng CNG nhiều khả năng sẽ duy trì ổn định. Ngoài ra, công ty cũng sẽ tiếp tục được hoàn thuế thêm khoảng 6 tỷ đồng, điều này góp phần cải thiện kết quả lợi nhuận của Công ty. Tính chung cả năm 2014, chúng tôi ước tính doanh thu của Công ty đạt 7.171 tỷ đồng (+3,9% so với năm trước), đồng thời LNST dành cho cổ đông công ty mẹ ước đạt 165 tỷ đồng (giảm 7,6% so với năm 2013).

**Bảng 3: Dự phóng KQKD Q4-FY14**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q4-FY14	+/- (qoq)	+/- (yoy)
Doanh thu	1.580	-19,5%	-24,8%
LN gộp	233	-27%	-9,5%
EBIT	42,3	-56%	0,1%
LNST	31,9	-43,6%	14,6%

*Nguồn: PGS, RongViet Securities*

**Diễn biến đi xuống của giá LPG sẽ ảnh hưởng đến hiệu quả kinh doanh của mảng LPG**

Khác với kỳ vọng của chúng tôi vào đầu năm, chu kỳ giảm giá của giá LPG kéo dài hơn dự kiến và mặc dù đã bước vào mùa Đông nhưng giá LPG thế giới (CP) vẫn tiếp tục rớt sâu về mức 605 USD/tấn vào đầu tháng 11/2014, đây đồng thời cũng là mức thấp nhất kể từ tháng 7/2012. Với vai trò là đơn vị kinh doanh và phân phối khí LPG và có thị phần lớn nhất (~30% tại khu vực phía Nam), biến động giá đầu vào liên tục đi xuống và kéo dài ảnh hưởng khá tiêu cực đến tỷ suất sinh lợi của mảng LPG của PGS. Theo ước tính của chúng tôi, biên lãi gộp của mảng này trong năm 2014 giảm chỉ còn khoảng 9,3%, thấp hơn mức 10,9% trong năm 2013. Dù vậy, PGS vẫn là một công ty có hoạt động kinh doanh LPG hiệu quả nhất so với các công ty khác cùng lĩnh vực với lợi thế về thị phần, thương hiệu và kênh phân phối.

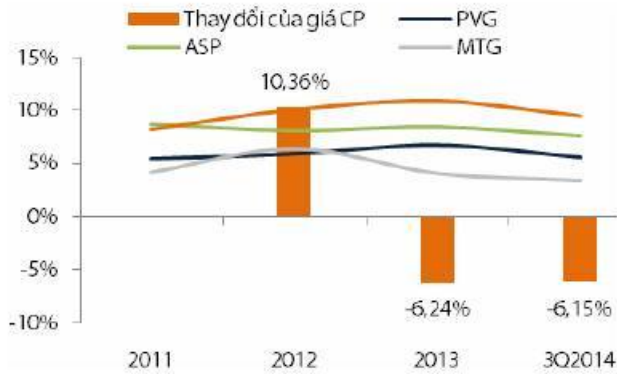
Triển vọng mảng kinh doanh LPG của PGS được chúng tôi đánh giá dựa trên hai tiêu chí chính:

(1) Khả năng tăng trưởng sản lượng: Theo PV Gas, tốc độ tăng trưởng tiêu thụ LPG bình quân trong giai đoạn 2004-2013 khoảng 6% với cơ cấu tiêu dùng chủ yếu đến từ các hộ công nghiệp và dân cư. Trong năm 2013-2014, tăng trưởng sản lượng LPG của PGS khá sát với mức tăng trưởng GDP (~5,43%). Vì vậy, chúng tôi duy trì giả định tăng trưởng sản lượng tiêu thụ LPG của Công ty theo dự báo tăng trưởng của nền kinh tế trong giai đoạn 2015-2018 với mức tăng bình quân ~6%.

(2) Xu hướng giá LPG thế giới: Đặc biệt theo sát diễn biến đi xuống nhanh và mạnh của giá dầu thô trong thời gian gần đây, chúng tôi nhận thấy giá LPG có mối tương quan mạnh với sự thay đổi của giá dầu thô. Theo tìm hiểu của chúng tôi, 74% sự thay đổi của giá propane bị ảnh hưởng bởi giá dầu thô, trong khi đó 90% sự thay đổi của giá butan bị ảnh hưởng bởi giá dầu\*. Gần đây nhất, Cơ quan thông tin năng lượng Mỹ (EIA) đã hạ dự báo giá dầu trong năm 2015 về mức 77,75 USD/thùng đối với dầu WTI và 83,42 USD/thùng đối với dầu Brent. Tính đến hiện tại, giá dầu đã giảm về thấp hơn dự báo trên, như vậy, kịch bản tích cực nhất là giá dầu thô sẽ ổn định trong năm sau. Tiêu cực hơn, nếu giá dầu tiếp tục giảm sẽ ảnh hưởng không nhỏ đến triển vọng kinh doanh mảng LPG của PGS.

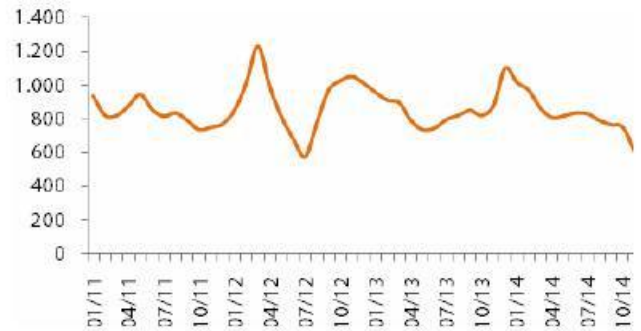
\* Nguồn: SSRN, *Shale Gas and the Relationship between the U.S. Natural Gas, Liquefied Petroleum Gases and Oil Markets*, 07/2013

**Hình: So sánh biên lãi gộp mảng LPG của các công ty**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Hình: Diễn biến giá CP**

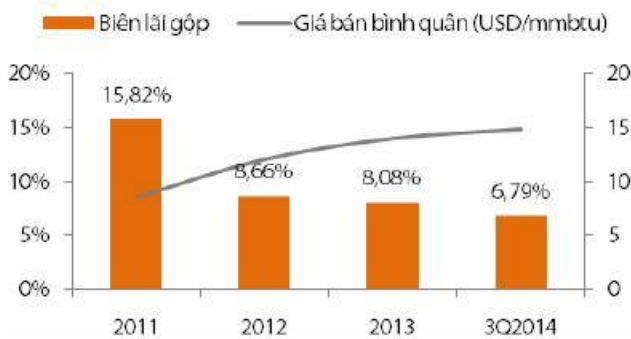


Nguồn: Aramco

**Giá khí đầu vào dự kiến được điều chỉnh tăng ~8% trong năm 2015**

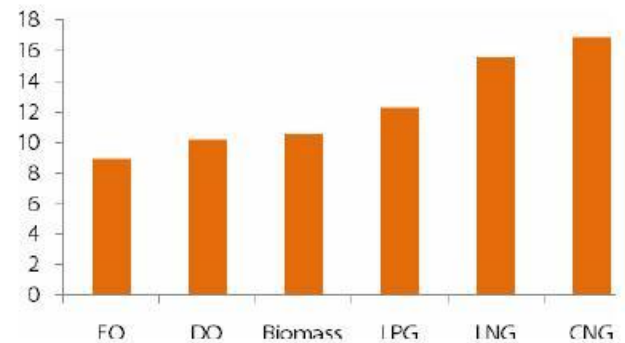
Bên cạnh hoạt động của mảng LPG, mảng CNG là mảng cốt lõi thứ hai của PGS, tuy nhiên, trong thời gian gần đây mảng kinh doanh này đang phải đối mặt với một số khó khăn. Trong lần cập nhật trước, chúng tôi đã đề cập đến rủi ro mất khách hàng lớn của PGS mẹ do sự cạnh tranh của nhiên liệu thay thế là biomass. Trong lần cập nhật này, chúng tôi đề cập nhiều hơn đến rủi ro tương chừng đã cũ nhưng luôn mới đối với Công ty là rủi ro tăng giá khí đầu vào. Giá khí đầu vào đối với PGS được quyết định dựa trên hai yếu tố chính: (1) mức độ cạnh tranh với nhiên liệu thay thế; (2) lộ trình tiếp cận giá khí thế giới. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, kể từ năm 2016, giá bán CNG cho khu vực công nghiệp sẽ được tính theo giá bán của mỏ Thiên Ứng (bể Nam Côn Sơn) ~12 USD/mmbtu, cao hơn 40% so với giá khí đầu vào hiện nay. Nếu thực hiện theo lộ trình, giá khí đầu vào trong năm tới có thể sẽ phải tăng tối đa ~20%. Tuy nhiên, xét trong bối cảnh giá nhiên liệu giảm khá mạnh trong thời gian gần đây, PGS sẽ chỉ bị điều chỉnh tăng giá khí đầu vào khoảng 8% cho cả năm 2015.

**Hình: Mức tăng giá bình quân và biên LNG của PGD**



Nguồn: PGD, RongViet Research tổng hợp

**Hình: So sánh giá các loại nhiên liệu (USD/mmbtu)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Xét vị thế mặc cả của Công ty đối với giá đầu ra, chúng tôi nhận thấy khả năng chuyển chi phí cho khách hàng hiện tại tương đối khó khăn. Thứ nhất, khách hàng CNG của PGS mẹ và công ty con (CNG) hiện đang hướng dẫn về các doanh nghiệp thép và VLXD. Do đặc thù thị trường VLXD phụ thuộc khá lớn và thị trường bất động sản, với tình hình hiện nay, năm 2015 sẽ chưa có nhiều lạc quan đối với triển vọng của ngành nói chung. Thứ hai, sự cạnh tranh của các nhiên liệu thay thế (xem bảng) khiến cho không chỉ hoạt động mở rộng mạng lưới khách hàng khó khăn mà Công ty còn phải duy trì mối quan hệ với các khách hàng hiện tại. Công ty cho biết trong năm 2014 đã mở thêm hướng đi mới thông qua kênh phân phối trung gian với sản lượng khí ước tính khoảng 1,8 triệu m<sup>3</sup>/năm. Đây là điều đáng mừng

cho doanh nghiệp song cũng hàm ý cơ hội tiếp cận những khách hàng lớn trong mảng CNG đang ngày càng thu hẹp. Như vậy, các yếu tố trên tổng hòa lại sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến biên lợi nhuận của PGS, tương tự trường hợp PGD đang phải đối diện trong thời gian qua.

**Bảng 4: So sánh tính chất các loại nhiên liệu**

	Nhiệt trị	Thành phần độc hại	Mức tiêu hao (kg/h)	Thành phần chính
Dầu DO	11.000	S: 0,05-0,25%	360	Hỗn hợp HiđroCarbon
Dầu FO	9.500	S: 2-3,5%	417	
Than đá	5.500-7.800	S: 0,5-0,8%	660	C, H <sub>2</sub> , S
Gỗ	1.400-4.200		1.240	Hỗn hợp
LPG	11.300-12.000 26.000 (kcal/m <sup>3</sup> )	S: thấp	336	C <sub>3</sub> H <sub>8</sub> ; C <sub>4</sub> H <sub>10</sub>
<b>CNG</b>	<b>13.400</b>	<b>H<sub>2</sub>S: 0-3%</b>	<b>304</b>	<b>CH<sub>4</sub>: 70-92%</b>
Biomass	1.140-1.760 (kcal/m <sup>3</sup> )	S: thấp <0,08%	2.640	CO; H <sub>2</sub>
Điện	1kWh = 860 Kcal		4.250	
Củ trấu	3.600-4.200	S: thấp <0,08%	990	Hỗn hợp

*Nguồn: khiihoa*

#### **Triển vọng HĐKD năm 2015: nhiều thách thức**

Từ những phân tích phía trên, chúng tôi cho rằng năm 2015 sẽ tiếp tục là năm PGS phải đối phó với nhiều thách thức: (1) Rủi ro biến động giá LPG; (2) Rủi ro tăng giá khí đầu vào; (3) Khó khăn trong việc chuyển chi phí sang người mua và mở rộng khách hàng trong mảng CNG (4) Từ năm 2015, PGS mẹ sẽ không còn được hưởng thuế suất ưu đãi đối với mảng CNG. Trong năm sau, công suất của công ty con (CNG) sẽ tăng lên 80 triệu m<sup>3</sup> nhằm phục vụ cho nhu cầu của một số khách hàng mới, do đó, chi phí khấu hao cũng sẽ tăng nhẹ so với năm 2014.

Chúng tôi xây dựng kịch bản cơ sở cho năm 2015 gồm (1) Giá LPG giảm 10% so với bình quân năm 2014; (2) Giá khí CNG đầu vào tăng khoảng 8% từ đầu năm; (3) Công ty không thể chuyển chi phí tăng giá khí đầu vào cho khách hàng mảng CNG. Theo đó, doanh thu năm 2015 ước đạt 7.122 tỷ đồng và LNST dành cho cổ đông công ty mẹ đạt 154 tỷ đồng, tương đương EPS dự phóng là 4.052 đồng/cp.

#### **Quan điểm và Định giá**

Trong lần cập nhật này, chúng tôi bổ sung thêm phương pháp định giá dựa trên dòng tiền đối với cổ phiếu PGS, giá mục tiêu tính theo phương pháp DCF là 39.100 đồng/cp. Kết hợp với phương pháp P/E, chúng tôi cho rằng giá hợp lý đối với cổ phiếu PGS là 37.800 đồng/cp, cao hơn 9% giá đóng cửa ngày 24/11/2014. Với nhiều thách thức phải vượt qua trong các năm tới, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TRUNG LẬP** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu PGS.

Đầu năm 2015, công ty dự kiến sẽ chia cổ phiếu với tỷ lệ 3:1, thông tin này có thể ảnh hưởng đến biến động giá cổ phiếu trong ngắn hạn. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá yếu tố này sẽ không tác động đến hiệu quả kinh doanh của Công ty. Thay vào đó, những nỗ lực để kiểm soát chi phí và gia tăng sản lượng là rất cần thiết để giảm thiểu mức độ rủi ro đến từ (1) biến động giá LPG thế giới và (2) tăng giá khí CNG đầu vào.

**Bảng 5: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng trước		Dự phóng sau điều chỉnh	
	FY2013E	FY2014E	FY2013E	FY2014E
Tăng trưởng doanh thu (%)	-	-	3,9	-0,7
Tăng trưởng sản lượng LPG (%)	-	-	5,0	6,2
Tăng trưởng sản lượng CNG (%)	-	-	6,0	6,5
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	-	-	15,4	14,8
Tỷ suất EBIT (%)	-	-	4,0	4,0

*Nguồn: RongViet Securities ước tính*

Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2012A	2013A	2014E	2015F
Doanh thu thuần	6.374,9	6.902,0	7.171,6	7.122,9
Giá vốn	5.390,9	5.806,0	6.069,3	6.066,3
<b>Lãi gộp</b>	<b>984,1</b>	<b>1.096,0</b>	<b>1.102,3</b>	<b>1.056,6</b>
Chi phí bán hàng	509,0	623,2	652,3	641,1
Chi phí quản lý	133,5	169,1	193,6	178,1
Thu nhập từ HĐTC	40,3	34,8	19,6	22,8
Chi phí tài chính	145,4	81,0	29,9	12,9
Lợi nhuận khác	18,4	20,5	11,2	22,6
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>255,1</b>	<b>278,1</b>	<b>257,2</b>	<b>269,9</b>
Thuế TNDN	43,3	40,4	30,3	51,3
Lợi ích cổ đông thiểu số	60,5	58,6	61,6	64,7
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>151,3</b>	<b>179,0</b>	<b>165,3</b>	<b>154,0</b>
EBIT	<b>372,6</b>	<b>339,0</b>	<b>286,6</b>	<b>281,6</b>
EBITDA	635,7	655,5	564,6	560,9

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	443,0	593,8	724,4	660,9
Đầu tư tài chính ngắn hạn	68,9	68,1	0,1	0,1
Các khoản phải thu	529,0	818,6	815,8	810,3
Tồn kho	123,5	204,1	151,7	151,7
Tài sản ngắn hạn khác	25,3	54,7	70,8	74,3
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>1.189,8</b>	<b>1.739,4</b>	<b>1.762,8</b>	<b>1.697,3</b>
Tài sản cố định hữu hình	839,9	657,6	608,3	522,3
Tài sản cố định vô hình	33,7	33,2	33,5	32,8
Xây dựng cơ bản dở dang	29,1	39,7	40,0	40,0
Bất động sản đầu tư	0,8	0,0	0,0	0,0
Đầu tư tài chính dài hạn	93,8	0,0	0,0	0,0
Tài sản dài hạn khác	716,4	587,4	535,5	507,2
Lợi thế thương mại	17,9	12,4	30,9	30,9
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>1.731,5</b>	<b>1.330,3</b>	<b>1.217,3</b>	<b>1.102,2</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>2.921,3</b>	<b>3.069,7</b>	<b>2.980,1</b>	<b>2.799,5</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	840,7	1.134,5	1.200,8	1.200,2
Khoản phải trả ngắn hạn khác	104,9	103,0	154,2	138,9
Vay và nợ ngắn hạn	451,3	388,8	215,1	71,2
Vay và nợ dài hạn	324,8	148,4	88,7	13,3
Khoản phải trả dài hạn khác	166,7	133,7	113,2	101,9
<b>Tổng nợ</b>	<b>1.888,4</b>	<b>1.908,5</b>	<b>1.772,0</b>	<b>1.525,5</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>810,4</b>	<b>913,5</b>	<b>1.023,9</b>	<b>1.127,5</b>
Vốn đầu tư của CSH	380,0	380,0	380,0	380,0
Lợi nhuận giữ lại	165,6	166,4	178,8	186,5
Các quỹ	218,6	321,0	419,0	514,9
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>810,4</b>	<b>913,5</b>	<b>1.023,9</b>	<b>1.108,2</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	222,6	247,7	184,1	165,7
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>2.921,3</b>	<b>3.069,7</b>	<b>2.980,1</b>	<b>2.799,5</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIẾN TỆ</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>
LNTT	255,1	278,1	257,2	269,9
Khấu hao	263,1	316,6	278,0	279,3
<i>Các điều chỉnh</i>	<i>107,1</i>	<i>-61,5</i>	<i>29,8</i>	<i>-11,1</i>
Thay đổi vốn lưu động	-347,1	-6,8	76,4	-88,1
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>278,1</b>	<b>526,3</b>	<b>641,4</b>	<b>450,0</b>
Thay đổi TSCĐ	-106,6	-105,7	-217,7	-139,7
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	20,2	16,1	3,9	-22,3
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	45,8	28,1	17,7	20,5
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-40,6</b>	<b>-61,5</b>	<b>-196,2</b>	<b>-141,5</b>
Nhận/trả lại vốn góp	0,0	10,7	0,0	0,0
Vay mới/trả nợ vay	-205,0	-238,8	-233,4	-219,3
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ và chi khác từ LNGL	-175,8	-86,0	-81,2	-152,7
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-380,7</b>	<b>-314,1</b>	<b>-314,6</b>	<b>-372,0</b>
Tiền thuần trong kỳ	-143,2	150,8	130,6	-63,5
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>586,3</b>	<b>443,0</b>	<b>593,8</b>	<b>724,4</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>443,0</b>	<b>593,8</b>	<b>724,4</b>	<b>660,9</b>

Đvt:

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013A	2014E	2015F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	10,6	8,3	3,9	-0,7
Lợi nhuận HKKD	-26,7	-11,1	-15,6	-7,4
EBITDA	-10,0	3,1	-13,9	-0,7
EBIT	-27,7	-9,0	-15,4	-1,8
Lợi nhuận sau thuế	-36,6	18,3	-7,7	-6,9
Tổng tài sản	-10,8	5,1	-2,9	-6,1
Vốn chủ sở hữu	9,9	12,7	12,1	8,2
Tốc độ tăng trưởng nội tại	13,7	14,2	11,2	9,1
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	15,4	15,9	15,4	14,8
LN HKKD / Doanh thu	5,4	4,4	3,6	3,3
EBITDA/ Doanh thu	10,0	9,5	7,9	7,9
EBIT/ Doanh thu	5,8	4,9	4,0	4,0
LNST/ Doanh thu	2,4	2,6	2,3	2,2
ROA	4,9	6,0	5,5	5,3
ROIC or RONA	22,9	22,8	20,1	20,1
ROE	19,5	20,8	17,1	14,4
<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay kh. phải thu	11,0	10,2	8,8	8,8
Vòng quay hàng tồn kho	54,2	35,4	34,1	40,0
Vòng quay khoản phải trả	5,1	5,3	4,7	4,5
<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	0,9	1,1	1,1	1,2
Nhanh	0,8	0,9	1,0	1,1
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	233,0	208,9	173,1	137,7
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	55,7	42,6	21,0	6,4
Vay dài hạn/ Vốn CSH	40,1	16,2	8,7	1,2

## 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 Rộng 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, 2014.**