

**MCK: PGS (HNX)**

**BẢN CẬP NHẬT LẦN 1**

**CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM**

**NẮM GIỮ**

**TRUNG HẠN**

**GAS**

**ĐỊNH GIÁ**

**27.680**

**Chuyên viên: Võ Hoàng Chương**

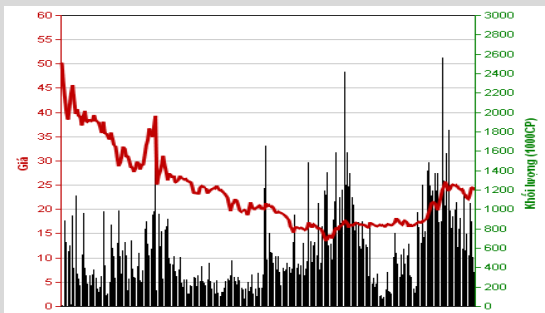
**Email: chuong.vh@vdsc.com.vn**

**ĐT: 08 6299 2006 – Ext 314**

**Chỉ tiêu cơ bản**

Giá (21/10/2011)	23.300
Giá cao nhất (52 tuần)	29.100
Giá thấp nhất (52 tuần)	13.600
Số CP đang lưu hành	38.000.000
KLGDBQ/phiên (10 phiên gần nhất)	390,920
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	885,4
Trailing P/E 2010(x)	3,9
Forward P/E 2011(x)	3,6
P/BV (BV 30/06/11) (x)	1,3

**Đồ thị giá 52 tuần gần nhất**



Nguồn: HNX

**Các chỉ tiêu tài chính cơ bản**

Đv: tỷ đồng	2010	6T/2011	2011P	2011(F)
DT	3.705,5	2.640,3	4.100,0	5.339,0
LNTT	312,1	233,3	180,1	403,8
LNST	225,7	143,6	-	243,2
VĐL	158,8	380,0	-	380,0
VCSH	350,6	701,0	-	759,9
TTS	2.485,6	2.904,4	-	2.750,9
ROE	64,4%	-	-	32,0%
ROA	9,1%	-	-	8,8%
EPS (VNĐ)	14.555	4.278	-	6.399
GTSS (VNĐ)	22.087	18.447	-	19.999
Tỷ lệ cổ tức	30%	-	15%	25%

Nguồn: PGS, Rong Viet Securities ước tính

Báo cáo này là bản cập nhật "Báo cáo phân tích PGS, Rong Viet Securities phát hành ngày 08/12/2010". So với báo cáo được công bố vào tháng 12/2010, doanh thu và lợi nhuận năm 2010 của PGS lần lượt cao hơn 18% và 10% so với mức dự phóng của chúng tôi do sản lượng tiêu thụ LPG và CNG cao hơn dự kiến. Trong báo cáo này, chúng tôi đánh giá một số điểm thay đổi chính trong hoạt động của PGS và dự báo kết quả kinh doanh trong tương lai.

Sản phẩm CNG đang và sẽ tiếp tục tạo ra phần lớn lợi nhuận cho PGS trong vài năm tới. Tuy nhiên, biên lợi nhuận nhiều khả năng sẽ suy giảm do PVGas tăng giá đầu vào. Mặc dù vậy, sự gia tăng trong sản lượng tiêu thụ vẫn giúp cho lợi nhuận của PGS gia tăng. Trên cơ sở những dự phóng và ước tính thận trọng, người phân tích định giá cổ phiếu PGS vào khoảng 27.680 đồng/cp (tương đương mức vốn hóa 1.051,8 tỷ đồng), cao hơn gần 18,8% so với giá tham nhiều ngày 21/10/2011. Với mức giá hiện tại, người phân tích chỉ đưa ra khuyến nghị **Nắm Giữ** trong **Trung Hạn** đối với cổ phiếu này. Tuy nhiên, nhà đầu tư có thể cân nhắc tỷ suất sinh lợi kỳ vọng và diễn biến của thị trường để đưa ra quyết định phù hợp với mình.

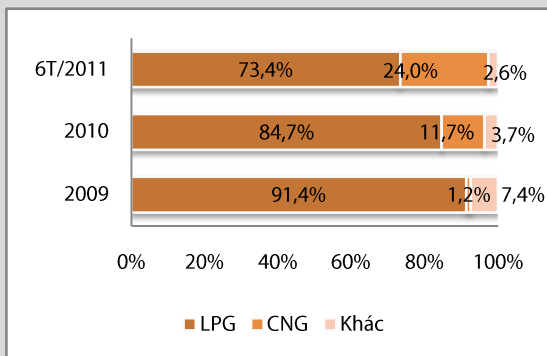
**PGS có vị thế rất vững chắc trên thị trường gas trong nước.** PGS hiện đang chiếm thị phần LPG lớn nhất ở miền Nam (khoảng 33%) và gần như không có đối thủ trong sản phẩm mới CNG. Ngoài ra, Công ty còn có lợi thế về nguồn nguyên liệu đầu vào so với các công ty khác nhờ là thành viên của PVGas.

**Sản phẩm CNG có tiềm năng tăng trưởng khá tốt.** Bên cạnh đẩy mạnh tiêu thụ ở các khách hàng trong lĩnh vực công nghiệp, PGS cũng đang chủ trương thâm nhập vào lĩnh vực dân dụng như phát triển đội ngũ xe taxi và xe bus chạy bằng CNG. Với lợi thế về giá so với các loại nhiên liệu khác, triển vọng tăng trưởng của sản phẩm này là khá tốt.

**Kết quả kinh doanh năm 2011 được dự báo vẫn ở mức khả quan dù không có khoản lợi nhuận bất thường như năm 2010.** Lũy kế 6 tháng, mặc dù lãi vay và chi phí khấu hao tăng mạnh, PGS vẫn đạt kết quả kinh doanh tốt với doanh thu đạt 2.640,3 tỷ và LNST đạt 143,6 tỷ. Dự kiến cả năm 2011, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PGS lần lượt là 5.339,0 tỷ và 246,3 tỷ.

**Tuy nhiên, giá khí đầu vào tăng sẽ ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh.** PGS sẽ khó duy trì tỷ suất lãi gộp cao như hiện tại trong các năm tiếp theo do chủ trương của PVGas là tiếp tục tăng giá bán khí đầu vào. Trong khi đó, PGS sẽ khó chuyển toàn bộ phần tăng giá này sang khách hàng nhằm giữ chân khách hàng hiện tại và phát triển thị trường. Do đó, tỷ suất lãi gộp nhiều khả năng sẽ suy giảm trong các năm sau nên nếu PGS không gia tăng được sản lượng tiêu thụ thì lợi nhuận có nguy cơ bị sụt giảm.

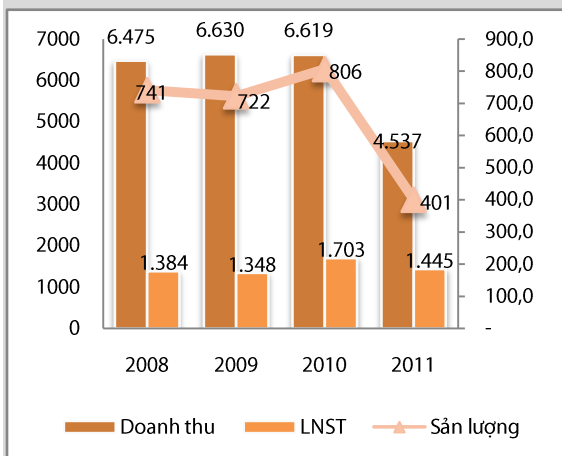
**Cơ cấu doanh thu qua các năm:**



Nguồn: PGS và Rong Viet Securities ước tính

**Doanh thu và LNST qua các năm:**

Dvt: tỷ đồng



Nguồn: BCTC PGS

**PHÂN TÍCH – DỰ PHÓNG**

Doanh thu và lợi nhuận của PGS chủ yếu đến từ kinh doanh sản phẩm khí hóa lỏng (LPG) và khí nén thiên nhiên (CNG). Trong năm 2008 và 2009, PGS chỉ có tốc độ tăng trưởng vừa phải nhưng trong năm 2010, doanh thu và lợi nhuận của Công ty có sự tăng trưởng ấn tượng. Nguyên nhân là do sản lượng LPG tiêu thụ tăng hơn 50% so với năm trước và Công ty bắt đầu đẩy mạnh kinh doanh sản phẩm CNG có lợi nhuận biên cao hơn. Ngoài ra, PGS có được lợi nhuận hơn 146 tỷ từ việc bán cổ phiếu PGD. Mặc dù vậy, nếu không tính đến khoản lợi nhuận bất thường này, lợi nhuận từ hoạt động chính của PGS năm 2010 vẫn tăng trưởng hơn 2,5 lần so với năm 2009.

**Doanh thu**

Kết thúc quý 2, doanh thu của PGS là 2.640,3 tỷ, hoàn thành 64,4% kế hoạch và tăng 77,3% so với cùng kỳ. Nguyên nhân là do sản lượng tiêu thụ CNG đạt 51,3 triệu m3, gần tương đương sản lượng của cả năm 2010 (sản lượng LPG không có sự cải thiện đáng kể và đạt 115.553 tấn). Bên cạnh đó, giá bán bình quân của LPG và CNG cũng lần lượt tăng 27,4% và 58% so với năm trước. Ngoài ra, sản lượng tiêu thụ của các sản phẩm xăng dầu nhớt không có sự gia tăng đáng kể nhưng nhờ giá bán tăng nên doanh thu từ mảng sản phẩm này cũng được cải thiện.

**Dự phóng doanh thu**

**Sản phẩm LPG**

Năm 2011, PGS tiếp tục đẩy mạnh tiêu thụ sản phẩm CNG trong khi áp lực cạnh tranh đối với sản phẩm LPG là khá lớn. Do đó, cùng với sản lượng tiêu thụ trong 6 tháng đầu năm đạt 115.553 tấn, chúng tôi dự phóng sản lượng LPG của cả năm nay vào khoảng 235.000 tấn, sụt giảm nhẹ so với năm trước. Mục tiêu của Công ty là đến năm 2015 sẽ chiếm 50% thị phần LPG miền Nam (hiện tại là 33%). Theo ước tính của người phân tích, PGS phải có tốc độ tăng trưởng sản lượng ít nhất là 20% trong mỗi năm còn lại để đạt được mục tiêu này. Mặc dù chiến lược mua lại các công ty nhỏ hơn để mở rộng hệ thống phân phối và các dự án kho chứa LPG Dung Quất và Gò Dầu đã hoàn thành sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng của mảng LPG trong tương lai nhưng PGS khó có thể đạt được tốc độ tăng trưởng cao như vậy trong bối cảnh mức độ cạnh tranh ngày càng gay gắt. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ LPG có thể đạt mức tăng trưởng 12%/năm trong các năm còn lại.

Trong 6 tháng đầu năm, giá bán LPG bình quân vào khoảng 16.925 đồng/kg. Mặc dù nhu cầu khí đốt trong các tháng cuối năm gia tăng do vào mùa lạnh ở các nước phương Tây nhưng diễn biến không thuận lợi của nền kinh tế thế giới cũng làm giảm đi nhu cầu khí đốt. Do đó, người phân tích dự phóng giá LPG bình quân trong thời gian còn lại của năm sẽ không khác biệt nhiều so với 6 tháng đầu năm. Đối với PGS, chúng tôi dự phóng giá bán bình quân LPG trong năm nay là 17.011 đồng/kg. Trong các năm tiếp theo, BMI nhận định giá khí thế giới sẽ giảm nhẹ trong năm 2012 và 2013, sau đó sẽ duy trì ổn định trong hai năm 2014 và 2015. Trên cơ sở này và các yếu tố khác như lạm phát và tỷ giá, người phân tích dự báo giá bán LPG bình quân trong các năm tiếp theo như trong bảng bên dưới.

*Sản phẩm CNG*

CNG đang là sản phẩm chiến lược và đang được PGS tập trung phát triển nên chỉ với 6 tháng, doanh thu từ CNG đã đạt 586,5 tỷ, cao hơn doanh thu từ sản phẩm này của cả năm 2010. Trong năm nay, PGS đặt kế hoạch tiêu thụ 105,6 m<sup>3</sup> khí CNG và trong 6 tháng đầu năm, Công ty đã hoàn thành 48,6% kế hoạch này. Về triển vọng trong 6 tháng còn lại, PGS sẽ mất đi các khách hàng Hoàng Gia và Hyosung Vina với tổng giá trị tiêu thụ hàng năm khoảng 18 – 19 triệu m<sup>3</sup> do đường ống dẫn khí của PGD đã kéo tới nhà máy của các công ty này. Tuy nhiên, PGS cũng đã tìm được các khách hàng mới thay thế như Caesar, Giang Tây, Hiệp Phú và Kinh Minh. Trên quan điểm thận trọng, chúng tôi dự phóng sản lượng tiêu thụ CNG năm 2011 đạt 97,4 triệu m<sup>3</sup>, tăng 75,2% so với năm trước. Trong các năm tiếp theo, sản phẩm này vẫn sẽ tiếp tục có tốc độ tăng trưởng ấn tượng nhờ lợi thế về giá. Dựa trên kế hoạch tiêu thụ của PGS, chúng tôi đưa ra dự phóng sản lượng tiêu thụ CNG trong các năm sau như trong bản tổng hợp dự phóng bên dưới.

Giá tiêu thụ bình quân của CNG trong 6 tháng đầu năm vào khoảng 11.436 đồng/m<sup>3</sup> (gần tương đương 13,7 USD/MMBTU). Tương tự như LPG, giá tiêu thụ bình quân của CNG trong hai quý còn lại của năm được dự phóng cũng không khác biệt nhiều so với hai quý đầu năm. Ngoài ra, trong các năm sau, giá của CNG cũng biến động tương tự như LPG.

*Các hoạt động khác*

Bên cạnh các sản phẩm gas, PGS cũng đã tham gia vào kinh doanh xăng dầu nhớt và các hoạt động khác. Trong năm 2010, doanh thu từ mảng này chiếm khoảng 3,7% tổng doanh thu của PGS. Với sự gia tăng mạnh mẽ của CNG trong 6 tháng đầu năm, tỷ trọng trong doanh thu của các hoạt động khác chỉ còn 2,3% và đây cũng là tỉ lệ chúng tôi dự phóng cho cả năm 2011. Trong các năm sau, doanh thu từ hoạt động khác có tỷ lệ khoảng 1,5% trong cơ cấu doanh thu.

Dự phóng doanh thu	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
<b>Khoản mục</b>						
Sản lượng LPG (nghìn tấn)	238,7	235,0	263,2	294,8	330,2	369,8
Giá bán LPG bình quân (đồng/kg)	13.284	17.011	17.907	18.543	19.655	20.835
Sản lượng CNG (triệu m <sup>3</sup> )	55,6	97,4	140,0	170,0	195,0	220,0
Giá bán CNG bình quân (đồng/m <sup>3</sup> )	7.876	12.506	13.165	13.859	14.589	15.358
<b>Doanh thu</b>						
Doanh thu LPG (tỷ đồng)	3.170,4	3.997,5	4.713,2	5.466,1	6.489,4	7.704,2
Doanh thu CNG (tỷ đồng)	437,9	1.218,7	1.843,1	2.356,0	2.844,8	3.378,7
Doanh thu khác (tỷ đồng)	136,9	122,8	99,8	119,1	142,1	168,8
<b>Doanh thu (tỷ đồng)</b>	<b>3.705,5</b>	<b>5.339,0</b>	<b>6.656,1</b>	<b>7.941,2</b>	<b>9.476,4</b>	<b>11.251,7</b>

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

**Khả năng sinh lời và hiệu quả hoạt động:**

Chỉ số	2008	2009	2010	6T/2011
Lãi gộp/DT	4,7%	7,3%	10,8%	17,2%
Lãi hoạt động/DT	0,0%	1,5%	4,3%	10,0%
LNST/DT	1,8%	2,0%	6,1%	5,4%
ROE	18,3%	20,6%	64,4%	-
ROA	3,6%	3,2%	9,1%	-

Nguồn: BCTC PGS và Rong Viet Securities tổng hợp

**Chỉ số sinh lợi một số công ty trong ngành năm 2010:**

Công ty	ROE	ROA
ASP	2,3%	0,5%
MTG	0,9%	0,5%
PCG	3,9%	2,4%
PGC	9,1%	4,1%
PGD	30,2%	22,2%
PVG	11,1%	2,7%

Nguồn: Stox

**Dự phóng tỷ suất lãi gộp:**

	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
LPG	7,5%	7,0%	7,4%	7,2%	7,5%
CNG	47,0%	40,9%	34,0%	27,7%	20,1%
Khác	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Lãi gộp	16,4%	16,3%	15,0%	13,3%	11,2%

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

**Khả năng sinh lợi**

Lũy kế 6 tháng năm 2011, mặc dù chi phí khấu hao tăng mạnh do hai kho chứa LPG Dung Quất và Gò Dầu đã hoàn thành nhưng tỷ suất lãi gộp của PGS vẫn duy trì xu hướng tăng và đạt 17,2% trong khi cùng kỳ năm trước chỉ đạt 6,1% và cả năm đạt 10,8%. Nguyên nhân chính cho sự cải thiện này là nhờ sản phẩm CNG có tỷ suất lãi gộp cao (gần 48%) được chú trọng phát triển. Trong khi đó, sản phẩm LPG có tỷ suất lãi gộp khoảng 7,6% đang có sự tăng trưởng chậm lại.

Mặt khác, chỉ số chi phí bán hàng và chi phí quản lý trên doanh thu lần lượt là 5,4% và 1,9%, đều tăng so với cùng kỳ là 3,8% và 0,7%. Do đó, chỉ số lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh trên doanh thu tăng từ 4,3% lên 10,0%. Về các hoạt động tài chính, chi phí tài chính tăng thêm gần 49 tỷ (chủ yếu là lãi vay) so với cùng kỳ cũng làm giảm đi phần nào sự cải thiện trong hiệu quả hoạt động của Công ty. Mặt khác, việc nâng tỷ lệ sở hữu tại công ty con CNG Việt Nam lên hơn 60% cũng làm cải thiện hiệu quả hoạt động của Công ty khi hợp nhất.

Tuy nhiên, chỉ số LNST/DT trong 6T/2011 lại thấp hơn trong năm 2010 do khoản lợi nhuận từ việc bán cổ phiếu PGD. Nếu không xét đến khoản lợi nhuận bất thường này thì chỉ số LNST/DT năm 2010 chỉ đạt 3,1%.

**Dự phóng khả năng sinh lợi**

*Tỷ suất lãi gộp*

Dựa vào kết quả hoạt động của quý 2 cùng với một số ước tính của chúng tôi, tỷ suất lãi gộp của sản phẩm CNG được ước đoán vào khoảng 48,1%. Với giả định tỷ suất lãi gộp của các hoạt động khác vào khoảng 2%, người phân tích ước tính tỷ suất lãi gộp của sản phẩm LPG là 7,6%. Trên cơ sở dự báo biến động giá khí trong thời gian còn lại của năm và sự gia tăng trong chi phí khấu hao do các dự án đầu tư được hoàn thành, chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi gộp của các mảng trong năm 2011 như trong bảng bên cạnh.

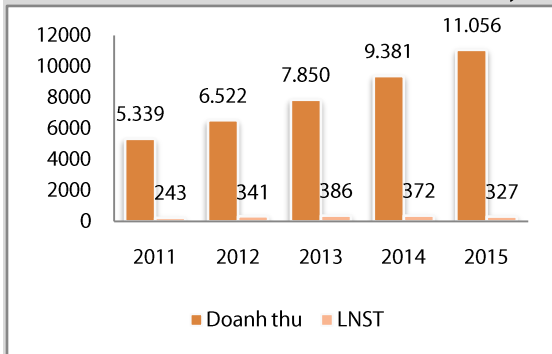
Trong các năm sau, đối với sản phẩm LPG, do là sản phẩm có nhu cầu tiêu thụ ổn định trong khi giá LPG bình quân được dự báo không biến động quá mạnh nên chúng tôi cho rằng tỷ suất lãi gộp sẽ biến động xung quanh mức 7,5%. Đối với sản phẩm CNG, tỷ suất lãi gộp sẽ phụ thuộc rất nhiều vào giá đầu vào do PVGas đưa ra. Theo quan điểm của người phân tích, PGS sẽ khó duy trì tỷ suất lãi gộp cao như hiện tại trong các năm tiếp theo do chủ trương của PVGas là tiếp tục tăng giá bán khí đầu vào. Trong khi đó, PGS sẽ khó chuyển toàn bộ phần tăng giá này sang khách hàng nhằm giữ chân khách hàng hiện tại và phát triển thị trường. Vì vậy, sau khi cân nhắc kế hoạch tăng giá khí của PVGas và dự báo về tỷ giá cũng như lạm phát, chúng tôi dự phóng tỷ suất lãi gộp của mảng này sẽ giảm liên tục qua các năm. Đối với mảng hoạt động khác, người phân tích vẫn giữ nguyên mức tỷ suất lãi gộp 2%. Tuy nhiên, mảng này chỉ có tỷ trọng nhỏ và không ảnh hưởng đáng kể đến việc định giá Công ty.

*Lợi nhuận*

Tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu của PGS biến động trong khoảng 4% - 5% trong các năm gần đây nhưng trong 6 tháng đầu năm nay, tỷ lệ này tăng lên 5,4% nên chúng tôi dự phóng tỷ lệ này sẽ giữ nguyên cho cả năm nay. Trong các năm tiếp theo, tỷ lệ chi phí bán hàng trên doanh thu sẽ giảm dần do doanh thu tăng trưởng tốt trong thời gian tới.

**Dự phóng doanh thu và lợi nhuận:**

Đvt: tỷ đồng



Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

**Cấu trúc tài chính:**

Cấu trúc tài sản	2008	2009	2010	6T/2011
Tiền/TTS	4,2%	13,6%	14,1%	11,7%
Phải thu/TTS	29,1%	31,7%	23,0%	22,3%
HTK/TTS	1,4%	6,1%	5,4%	7,0%
TSCĐ/TTS	11,5%	23,2%	34,5%	36,5%
Cấu trúc vốn				
Nợ ngắn hạn/TTS	35,5%	64,9%	54,3%	46,1%
Tổng nợ/TTS	80,0%	84,3%	77,3%	69,0%
Vay ngắn hạn/TTS	0,0%	2,4%	11,6%	9,5%
Vay dài hạn/TTS	18,3%	14,4%	17,7%	18,1%

Nguồn: BCTC PGS và Rong Viet Securities tổng hợp

**P/E của các công ty trong ngành:**

Mã CK	Vốn hóa	P/E
MTG	52,8	7,9
PCG	94,4	10,4
ASP	121,0	34,0
PGC	230,8	12,7
PVG	354,8	2,4
PGD	1.510,1	4,6
<b>Bình quân</b>		<b>4,8</b>

Nguồn: Stox

Tỷ lệ chi phí quản lý trên doanh thu đang có xu hướng tăng lên trong các năm gần đây và đạt khoảng 1,9% trong 2 quý đầu năm 2011. Tương tự như chi phí bán hàng, chúng tôi giữ nguyên tỉ lệ này cho cả năm nay và giảm dần trong các năm tiếp theo.

Doanh thu từ hoạt động tài chính của PGS chủ yếu đến từ lãi tiền gửi còn chi phí tài chính đến từ lãi vay và lỗ tỷ giá. Với khoản tiền và tương đương tiền gần 350 tỷ vào đầu năm, các dự án đầu tư và triển vọng lợi nhuận trong năm, người phân tích dự phóng lãi tiền gửi năm nay là 33,9 tỷ. Dựa trên lãi vay và các khoản nợ ngắn hạn và dài hạn phát sinh đến quý 2, chi phí lãi vay năm nay được ước tính khoảng 107 tỷ. Như vậy, lỗ từ hoạt động tài chính năm 2011 vào khoảng 90 tỷ. Trong các năm sau, doanh thu và chi phí tài chính được ước tính dựa trên lượng tiền đầu kỳ, nợ vay và lãi suất áp dụng.

Ngoài ra, khoản lợi ích của cổ đông thiểu số được ước tính bằng cách dự phóng lợi nhuận của hai công ty con là CNG Việt Nam và VT-Gas. Sau khi dự phóng chi tiết các khoản mục trong kết quả kinh doanh, người phân tích ước tính lợi nhuận sau thuế của CNG Việt Nam vào khoảng 225,5 tỷ trong năm 2011. Như vậy, CNG Việt Nam đóng góp gần 45% vào lợi nhuận ròng của cổ đông công ty mẹ trong năm nay. Tương tự, trong các năm tiếp theo, công ty con này vẫn nguồn đóng góp quan trọng vào lợi nhuận của PGS. Trong khi đó, VT-Gas chỉ đóng góp khá khiêm tốn vào lợi nhuận của cổ đông công ty mẹ.

Dựa trên những dự phóng trên, doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PGS trong năm 2011 lần lượt là 5.339 tỷ và 243,2 tỷ, tương đương mức EPS là 6.399 đồng/cp.

**Cấu trúc tài chính**

Nhìn chung, cấu trúc tài chính của PGS khi kết thúc quý 2 không có nhiều khác biệt so với đầu năm. Tuy nhiên, có một vài điểm cần lưu ý là trong hai quý đầu năm, PGS đã phát hành thêm cổ phiếu nên hầu hết các chỉ số nợ đã có sự sụt giảm so với lúc đầu năm. Mặc dù vậy, nợ vay dài hạn của Công ty lại tăng từ 439 tỷ lên 525,6 tỷ để đầu tư vào các dự án CNG, kho chứa Dung Quất và Gò Dầu. Do đó, chỉ số vay dài hạn/TTS lại tăng nhẹ.

**Dự phóng cấu trúc tài chính**

Về đầu tư vào tài sản cố định, trong năm 2011 và 2012, PGS sẽ đầu tư vào các dự án phát triển sản phẩm CNG với tổng vốn đầu tư hơn 200 tỷ/năm. Người phân tích dự phóng tài sản đầu tư thêm trong hai năm này lần lượt là 253 tỷ và 229 tỷ. PGS được dự phóng sẽ tiếp tục đầu tư khoảng 185 tỷ trong năm 2013 và 150 tỷ/năm trong hai năm tiếp theo.

Với lượng tiền mặt hiện có và triển vọng lợi nhuận trong tương lai, PGS có khả năng trả bớt các khoản nợ hiện có, đặc biệt là nợ ngắn hạn. Do đó, chỉ số tổng nợ trên tổng tài sản sẽ giảm dần và đạt khoảng 64,3% trong năm 2015. Hàng tồn kho, các khoản phải thu và phải trả được dự báo tăng trưởng tương xứng với tốc độ tăng trưởng doanh thu.

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp P/E và FCFF để định giá PGS. Trong đó, hệ số P/E được ước tính từ trung bình ngành gas (4,8). Trong phương pháp FCFF, chi phí sử dụng vốn đến hết năm 2015 được ước tính là 21,6%. Sau năm 2015, chi phí sử dụng vốn và tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF được dự báo là 19,8% và 4%.



**Bảng dự phóng dòng tiền**

Dự phóng dòng tiền (tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>243,2</b>	<b>341,3</b>	<b>386,1</b>	<b>372,0</b>	<b>327,4</b>
+ Khấu hao	76,5	92,9	104,0	112,9	122,1
+ Chi phí lãi vay ròng sau thuế	65,2	54,8	35,8	14,8	-1,3
<b>Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động</b>	<b>384,8</b>	<b>488,9</b>	<b>525,8</b>	<b>499,7</b>	<b>448,2</b>
Thay đổi vốn lưu động	-26,6	-20,4	33,4	57,6	46,5
Chi phí đầu tư thuần	-213,5	-221,4	-183,2	-148,0	-144,5
<b>DÒNG TIỀN TẠO RA CHO CÔNG TY</b>	<b>144,7</b>	<b>247,1</b>	<b>376,0</b>	<b>409,3</b>	<b>350,2</b>

Nguồn: Rong Viet Securities ước tính

Chúng tôi chỉ áp dụng một tỷ trọng thấp 20% đối với phương pháp P/E do phương pháp này chỉ thể hiện giá trị của Công ty trong ngắn hạn chứ không phải giá trị hợp lý trong trung và dài hạn.

**Bảng tổng hợp định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	26.922	80%	21.537
P/E	30.716	20%	6.143
<b>Giá bình quân</b>		<b>100%</b>	<b>27.680</b>

**THÔNG TIN TỔNG QUAN****CÔNG TY**

Công ty Cp Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam (PGS) được thành lập từ Xí nghiệp Kinh doanh các sản phẩm Khí miền Nam trực thuộc Tổng Công ty Khí (PVGas) và bộ phận kinh doanh khí hóa lỏng của Công ty Thương mại Dầu khí, bắt đầu đi vào hoạt động từ ngày 28/03/2000. Hiện tại, phần vốn Nhà nước tại Công ty do PVGas nắm giữ, chiếm 35,26% vốn điều lệ.

**Hoạt động kinh doanh****Sản phẩm – Năng lực sản xuất**

PGS cung cấp ra thị trường các sản phẩm chính như: Gas (khí hóa lỏng LPG); khí nén thiên nhiên (CNG); xăng, dầu nhớt... Trong đó, LPG là sản phẩm chủ lực của PGS từ khi thành lập cho đến nay. Tuy nhiên, trong vòng một năm trở lại đây, Công ty đang tập trung đẩy mạnh phát triển sản phẩm mới CNG có tỷ suất lợi nhuận cao hơn nhiều.

Sản lượng tiêu thụ LPG của PGS tăng trưởng liên tục, từ mức 120.000 tấn trong năm 2008, đến năm 2010 sản lượng tiêu thụ tăng lên 238.667 tấn. Bên cạnh đó, sản phẩm mới CNG cũng đạt được mức tiêu thụ tốt trong năm 2010 (55,6 triệu m3) và hứa hẹn sẽ tiếp tục tăng trưởng mạnh trong các năm tiếp theo nhờ có độ sạch và giá thành rẻ hơn DO, FO, LPG và xăng. Hiện nay, chỉ có 2 công ty cung cấp khí CNG là công ty PGS và công ty con của PGS là CNG Việt Nam. Công suất tối đa của mỗi công ty là 70 triệu m3/năm và công suất sử dụng hiện tại là hơn 70%.

**CTCP KINH DOANH KHÍ HÓA LỎNG MIỀN NAM**

Lầu 4, Tòa nhà Petro Vietnam, số 1 – 5 Lê Duẩn, P.

Bến Nghé, Q. 1, Tp. Hồ Chí Minh

ĐT: (84.8) 39100324 - 39100108

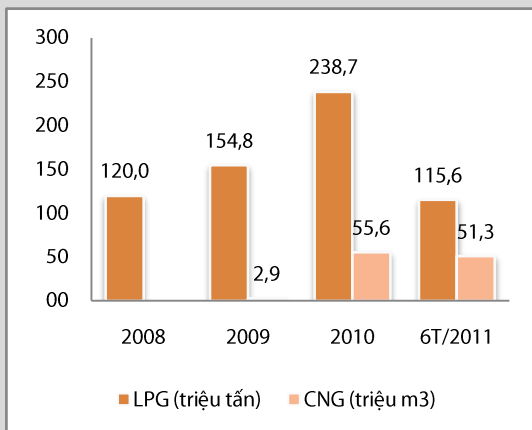
Fax: (84.8) 39100097 – 39100325

Website: [www.southerngas.com.vn](http://www.southerngas.com.vn)

**Quản trị - Điều hành**

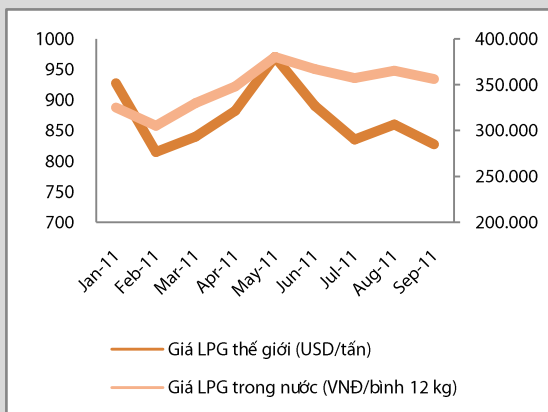
- Nguyễn Sỹ Thắng, CT. HĐQT
- Đoàn Văn Nhuộm, TV.HĐQT – TGD
- Vũ Quý Hiệu, TV.HĐQT – PTGD
- Hà Anh Tuấn, TV.HĐQT – PTGD
- Nguyễn Minh Ngọc, TV.HĐQT
- Trần Văn Nghi, PTGD

**Sản lượng LPG và CNG qua các năm:**



Nguồn: PGS

**Diễn biến giá khí LPG:**



Nguồn: Aramco và các công ty gas

**Chi phí**

Chi phí đầu vào của PGS chủ yếu là chi phí mua khí hóa lỏng LPG và khí nén CNG. Nguồn cung cấp LPG đầu vào chủ yếu từ nhà máy lọc dầu Dung Quất với giá ưu đãi, thấp hơn giá nhập khẩu khoảng 2%. Trong thời gian gần đây, giá LPG thế giới biến động phức tạp với những diễn biến lên xuống thất thường làm cho giá gas trong nước cũng không ổn định.

Nguồn cung cấp khí CNG đầu vào từ PVGas thông qua ống dẫn khí của PGD đến các trạm nén tại các khu công nghiệp. PGS nén khí này vào các xe bồn và đưa đến nơi tiêu thụ nằm xa đường ống của PGD. Giá khí đầu vào hiện nay của PGS khoảng 6,2 USD/MMBTU, bằng giá đầu vào của PGD cộng thêm 0,6 USD/MMBTU là chi phí đường ống. Trong khi đó, giá bán ra hiện tại là khá cao (14 USD/MMBTU) nên tạo ra lợi nhuận đáng kể cho Công ty.

**Thị trường tiêu thụ và vị thế của công ty**

PGS là một trong những công ty kinh doanh khí hóa lỏng hàng đầu ở Việt Nam, có thị phần tại miền Nam cao nhất (khoảng 33%) trong các công ty kinh doanh gas. Hiện nay, có khoảng 7 công ty kinh doanh gas ở miền Nam trong đó đối thủ cạnh tranh chính của PGS là Petrolimex Gas và Sài Gòn Gas.

Mạng lưới kinh doanh LPG của PGS có ở khắp miền Nam với thị trường chủ đạo là Tp. HCM và miền Đông Nam Bộ. Hiện nay, giá bán gas của các công ty kinh doanh gas không có sự chênh lệch nhiều mà cạnh tranh chủ yếu dựa trên dịch vụ. PGS có được lợi thế hơn các công ty kinh doanh Gas khác nhờ là thành viên của PVGas nên có nguồn cung cấp gas ổn định từ Nhà máy lọc dầu Dung Quất.

Đối với sản phẩm CNG, hiện tại đối thủ lớn nhất của PGS trong mảng này có lẽ là PGD. Tuy nhiên, có thể thấy là hai công ty này hỗ trợ lẫn nhau hơn là trực tiếp cạnh tranh. PGS sẽ cung cấp sản phẩm đến các khách hàng mà đường ống của PGD chưa kéo tới hoặc việc kéo đường ống mang lại giá trị kinh tế không cao. Mặc dù vậy, trong năm nay, PGS đã mất đi một số khách hàng do đường ống của PGD đã kết nối với nhà máy của các khách hàng này như Hyosung và Hoàng Gia.

**Tiềm năng tăng trưởng**

Đối với PGS, động lực chủ yếu cho sự tăng trưởng hiện nay là sản phẩm CNG với ưu đãi về giá đầu vào. Trong tương lai, nhiều khả năng sự ưu đãi này sẽ giảm bớt nên PGS buộc phải gia tăng sản lượng để tiếp tục gia tăng lợi nhuận. Bên cạnh đẩy mạnh tiêu thụ ở các khách hàng trong lĩnh vực công nghiệp, PGS cũng đang chủ trương thâm nhập vào lĩnh vực dân dụng như phát triển đội ngũ xe taxi và xe bus chạy bằng CNG. Với lợi thế về giá so với các loại nhiên liệu khác, triển vọng tăng trưởng của sản phẩm này là khá tốt.

Đối với sản phẩm LPG, với các dự án kho chứa LPG Dung Quất và Gò Dầu đã hoàn thành sẽ thúc đẩy sự tăng trưởng của mảng này trong tương lai. Bên cạnh đó, chiến lược mua lại các công ty nhỏ hơn để mở rộng hệ thống phân phối sẽ giúp cho PGS gia tăng thị phần. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng của mảng LPG nhiều khả năng sẽ không được cao như trong quá khứ do áp lực cạnh tranh và tốc độ tăng trưởng của ngành được dự báo vào khoảng 8-10%.

**Rủi ro**

Rủi ro lớn nhất đối với PGS là biến động giá đầu vào (cả LPG và CNG), PGS hoạt động thương mại thuần túy nên hiệu quả kinh doanh khó có thể được dự báo từ quá khứ.

Tiếp theo có thể nói đến rủi ro về khách hàng, do biến động giá dầu và giá khí tăng cao khiến cho nhiều khách hàng lớn sử dụng LPG trong sản xuất chuyển sang các nhiên liệu rẻ khác như: dầu, than.. làm giảm sản lượng cung cấp LPG của Công ty.

Bên cạnh sự cạnh tranh ngày càng tăng của những cơ sở sang chiết Gas trái phép thì PGS gặp cạnh tranh từ các hãng gas lớn đã khấu hao xong bình gas, thiết bị như Petrolimex và Sài Gòn Petro.

**Chỉ tiêu tài chính một số công ty tiêu biểu**

Mã CK	Market Cap 21/10/11 (tỷ VND)	DT 2010 (tỷ VND)	LNST 2010 (tỷ VND)	EPS 4 quý (VND/cp)	BV 30/06/11 (VND/cp)	Trailing P/E (x)	P/BV 30/06/11 (x)	6T/2011			
								Doanh thu (tỷ VND)	%KH	LNST (tỷ VND)	% KH
PCG	94,4	339,4	8,2	479	11.092	10,4	0,5	294,0	57,0%	2,0	19,4%
PGC	230,8	2.412,0	50,4	528	15.866	12,7	0,4	1.385,4	63,5%	8,6	42,5%
PVG	354,8	2.754,9	35,9	5.337	14.369	2,4	0,9	1.898,0	68,2%	123,3	83,0%
PGS	885,4	3.705,5	274,7	12.487	18.447	1,9	1,3	2.682,0	65,4%	142,2	105,3%
PGD	1.510,1	2.123,4	216,9	7.626	19.242	4,6	1,8	1.517,7	48,1%	179,2	138,9%

*Nguồn: Stox, Rong Viet Securities tổng hợp*



# BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY

Ngày 24/10/2011



## PHỤ LỤC

Đvt: tỷ đồng

KQ HĐKD	2008	2009	2010	2011E
Doanh thu thuần	1.713,0	1.978,9	3.705,5	5.339,0
Giá vốn	1.632,5	1.834,9	3.304,9	4.463,9
<b>Lãi gộp</b>	<b>80,5</b>	<b>144,0</b>	<b>400,6</b>	<b>875,0</b>
Chi phí bán hàng	68,5	101,6	177,9	288,3
Chi phí quản lý	11,2	12,4	62,1	101,4
<b>Lợi nhuận từ HĐKD</b>	<b>0,7</b>	<b>30,0</b>	<b>160,6</b>	<b>485,3</b>
Lợi nhuận từ HĐTC	45,2	16,6	137,9	(90,1)
Lợi nhuận khác	(13,3)	(3,3)	13,5	8,6
<b>EBIT</b>	<b>44,9</b>	<b>56,0</b>	<b>344,3</b>	<b>511,0</b>
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>32,7</b>	<b>43,4</b>	<b>312,1</b>	<b>403,8</b>
Thuế TNDN	2,6	3,4	37,4	45,6
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	49,0	115,0
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>30,1</b>	<b>40,0</b>	<b>225,7</b>	<b>243,2</b>

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2008	2009	2010	2011E
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	-	15,5%	87,3%	44,1%
Lợi nhuận HĐKD	-	3987,7%	435,1%	202,2%
EBIT	-	24,9%	514,8%	48,4%
Lợi nhuận trước thuế	-	32,8%	619,2%	29,4%
Lợi nhuận sau thuế	-	32,8%	464,6%	7,7%
Tổng tài sản	-	49,3%	101,8%	10,7%
Vốn chủ sở hữu	-	17,6%	81,1%	116,7%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	18,3%	20,6%	78,3%	28,7%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	4,7%	7,3%	10,8%	16,4%
LN HĐKD / Doanh thu	0,0%	1,5%	4,3%	9,1%
EBIT/ Doanh thu	2,6%	2,8%	9,3%	9,6%
LNNT/ Doanh thu	1,9%	2,2%	8,4%	7,6%
LNST/ Doanh thu	1,8%	2,0%	6,1%	4,6%
ROA	3,6%	3,2%	9,1%	8,8%
ROIC or RONA	5,7%	9,3%	19,9%	16,9%
ROE	18,3%	20,6%	64,4%	32,0%

<b>Hiệu quả hoạt động</b>				
Vòng quay khoản phải thu	7,1	5,1	6,5	9,1
Vòng quay hàng tồn kho	144,5	24,3	24,4	24,4
Vòng quay khoản phải trả	5,6	2,4	3,1	4,0
Vòng quay TSCĐ	18,1	6,9	4,3	5,5
Vòng quay Tổng tài sản	2,1	1,6	1,5	1,9

<b>Khả năng thanh toán</b>				
Hiện hành	1,7	0,8	0,9	0,9
Nhanh	1,7	5,4	4,5	3,8
Tiền mặt	0,8	0,2	0,3	0,2

<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	401,2%	536,2%	548,1%	262,0%
Tổng nợ / Tổng tài sản	80,0%	84,3%	77,3%	72,4%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	0,2%	15,5%	82,3%	28,1%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	91,6%	91,5%	125,2%	69,2%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2008	2009	2010	2011
Tiền	34,3	167,3	350,0	292,7
Đầu tư tài chính ngắn hạn	193,1	-	71,1	83,1
Các khoản phải thu	240,2	390,2	571,9	587,3
Tồn kho	11,3	75,6	135,2	183,0
Tài sản ngắn hạn khác	20,7	38,8	55,9	60,8
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>499,5</b>	<b>672,0</b>	<b>1.184,1</b>	<b>1.206,9</b>
Tài sản cố định hữu hình	82,8	273,3	783,7	887,6
Nguyên giá	105,8	306,7	933,7	1.174,6
Khấu hao	(22,9)	(33,4)	(150,0)	(287,0)
Tài sản cố định vô hình	10,6	11,5	19,2	18,9
Nguyên giá	10,8	11,7	20,5	20,5
Khấu hao	(0,2)	(0,2)	(1,3)	(1,6)
Xây dựng cơ bản dở dang	15,4	28,2	55,8	44,5
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-
Đầu tư tài chính dài hạn	73,0	108,2	64,9	134,7
Tài sản dài hạn khác	142,2	137,5	317,3	390,3
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>325,2</b>	<b>559,7</b>	<b>1.301,4</b>	<b>1.544,0</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>824,8</b>	<b>1.231,7</b>	<b>2.485,6</b>	<b>2.750,9</b>

<b>Các khoản phải trả ngắn hạn</b>	<b>293,0</b>	<b>800,0</b>	<b>1.349,4</b>	<b>1.315,8</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	257,9	574,0	909,3	995,5
Khoản phải trả ngắn hạn khác	34,9	196,0	151,5	106,8
Vay và nợ ngắn hạn	0,3	30,0	288,5	213,6
<b>Các khoản phải trong dài hạn</b>	<b>367,2</b>	<b>238,1</b>	<b>572,5</b>	<b>675,2</b>
Vay và nợ dài hạn	150,7	177,1	439,0	525,6
Khoản phải trả dài hạn khác	216,5	61,0	133,5	149,5
<b>Tổng nợ</b>	<b>660,2</b>	<b>1.038,1</b>	<b>1.921,9</b>	<b>1.991,0</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>163,5</b>	<b>192,2</b>	<b>350,6</b>	<b>759,9</b>
Vốn đầu tư của CSH	150,0	150,0	158,8	380,0
Thặng dư vốn	-	-	2,5	46,2
Cổ phiếu ngân quỹ	-	-	-	-
Lợi nhuận giữ lại	7,4	30,3	72,2	166,9
Quỹ đầu tư và phát triển	4,1	8,1	104,2	138,0
Quỹ dự phòng tài chính	2,0	3,9	13,0	28,8
Khác	-	-	-	-
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>164,6</b>	<b>193,6</b>	<b>350,6</b>	<b>759,9</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	213,1	-
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>824,8</b>	<b>1.231,7</b>	<b>2.485,6</b>	<b>2.750,9</b>

<b>CHỈ SỐ CƠ BẢN</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>
SLCPDLH cuối năm (triệu cp)	15,0	15,0	15,9	38,0
Giá trị thị trường cuối năm	6.700	15.000	26.200	
Lãi cơ bản trên cổ phiếu (VND)	2.006	2.665	14.555	6.399
Giá trị sổ sách (VND)	10.901	12.816	22.087	19.999
Cổ tức (tiền mặt) VND	1.450	1.850	3.010	2.500
P/E (x)	3,3	5,6	1,8	-
P/B (x)	0,6	1,2	1,2	-
Dividend Yield (%)	21,6%	12,3%	11,5%	-

**LỊCH SỬ PHÂN TÍCH**

Ngày phát hành	Loại báo cáo	Khuyến nghị	Giá tại ngày phát hành	Giá định giá
08/12/2010	Lần đầu	Nắm giữ	26.900	27.000

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH CÔNG TY**

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 cáo 'MUA': khi giá trị hợp lý được xác định cao hơn giá thị trường 25% - 30%.
- Khuyến cáo 'BÁN': khi giá trị hợp lý được xác định thấp hơn giá thị trường.
- Khuyến cáo 'NẮM GIỮ': là khuyến cáo trung lập, nhà đầu tư đang sở hữu cổ phiếu có thể tiếp tục nắm giữ hoặc xem xét bán chốt lời; nhà đầu tư chưa sở hữu cổ phiếu thì không mua hoặc xem xét chuẩn bị mua.
- Khung thời gian đầu tư: Các khuyến cáo Dài hạn, Trung hạn, Ngắn hạn tương ứng với khoảng thời gian lần lượt là trên 1 năm, từ 3 tháng đến 1 năm, và dưới 3 tháng.

**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 Sài Gòn**

147-149 Võ Văn Tần – Quận 3 – TP.HCM

**Chi nhánh Đà Nẵng**

48 Trần Phú – TP. Đà Nẵng

**Chi nhánh Hà Nội**

74 Bà Triệu – Quận Hoàn Kiếm – Hà Nội

**Chi nhánh Cần Thơ**

8 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**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, 2011.**