

GIỚI THIỆU CÔNG TY NIÊM YẾT- CÔNG TY CỔ PHẦN CNG VIỆT NAM

Ngành : Thiết bị, Dịch vụ và phân phối dầu Khí

Cập nhật ngày : 23/11/2011

Trần Thị Thủy Tiên, Chuyên viên phân tích

Email: tienttt@fpts.com.vn

Ngô Kinh Luân, Chuyên viên phân tích

Email: luannk@fpts.com.vn

Khối phân tích và tư vấn đầu tư

CTCP Chứng Khoán FPT – FPTS

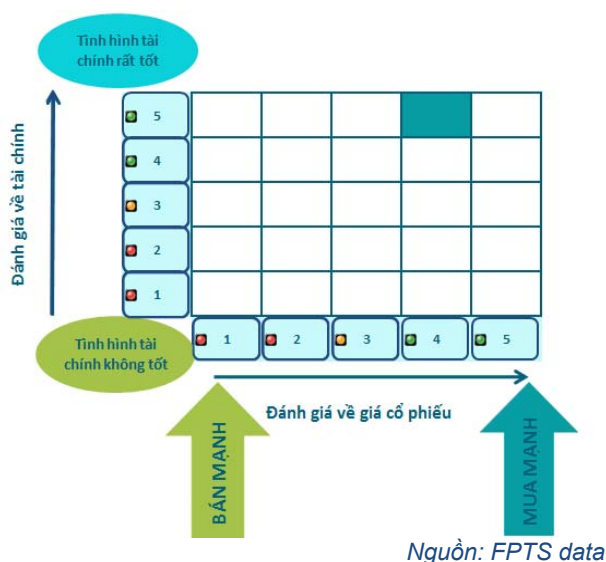
www.fpts.com.vn

Giá chào sàn: 29.000 VND

Giá mục tiêu: 33.500 VND

Khuyến nghị: MUA

Ma trận định giá:



Thông tin giao dịch:

Chỉ tiêu	2011F	
Cổ phiếu lưu hành	20.312.038 cp	
Vốn điều lệ	203,12 tỷ đồng	
Tổng tài sản	673,54 tỷ đồng	
Vay nợ	154,64 tỷ đồng	
Định giá	2011F	2012F
Book value	21.940	22.200
EPS	12.465	9.922(*)
P/BV	1,43	1,5
P/E	3,77	4,00

(*) tính dựa trên vốn điều lệ hiện tại

Chìa khóa thành công hướng đến nguồn nhiên liệu sạch

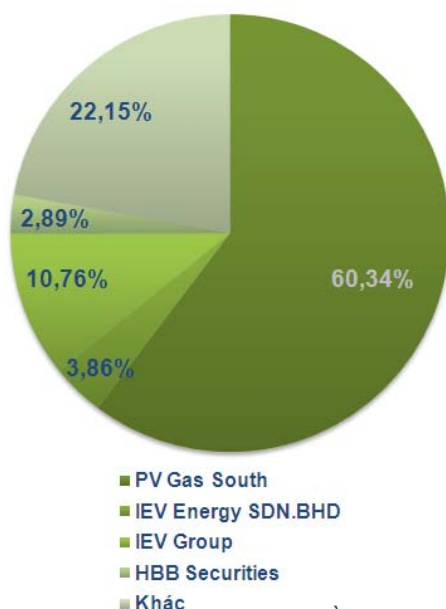
“CNG VIETNAM là khởi nguồn tiên phong trong việc phổ biến sản phẩm CNG tại Việt Nam với thị phần gần 50% toàn thị trường. CNG-Compressed Natural Gas là khí thiên nhiên được nén dưới áp suất cao (200-250 bar), với chi phí thấp, là nhiên liệu sạch thay thế cho DO, FO, LPG được dùng cho sản xuất, giao thông, công nghiệp,...Hiện nay, CTCP CNG VIET NAM đã và đang cung cấp cho hơn 18 khách hàng tổ chức, phục vụ nhiều ngành nghề khác nhau trên địa bàn Vũng Tàu và các tỉnh lân cận như Đồng Nai, Bình Dương và TP.HCM...CNG VIETNAM đang sở hữu, điều hành nhà máy sản xuất Khí CNG Phú Mỹ với công suất 70 triệu m³ mỗi năm với khả năng mở rộng lên 100 triệu m³ CNG vào năm 2015 và hiện đang triển khai đầu tư một nhà máy tại CNG Nhơn Trạch với công suất thiết kế 50 triệu m³/năm”.

• CNG vừa đưa ra kết quả kinh doanh 3Q2011 và định hướng năm 2012F

Kết quả 9 tháng 2011, doanh thu đạt gần 517 tỷ đồng tăng trưởng 190% so với cùng kỳ, đạt 79% kế hoạch năm 2011, theo đó lợi nhuận trước thuế tăng 240% so với cùng kỳ năm ngoái tương ứng đạt 200 tỷ. Trong năm 2012F, CNG VIETNAM phấn đấu đạt doanh thu tăng trưởng 35% và đem về lợi nhuận trước thuế ước tính đạt trên 230 tỷ.

Dự phóng	2011F	2012F
Doanh thu (Tỷ đồng)	696,45	930,28
LNTT (Tỷ đồng)	220,82	223,93
LNST (Tỷ đồng)	198,74	201,54
Cổ tức	25%	30%

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



Nguồn: CNG VIETNAM



Lịch sử phát triển

2007	Thành lập CTCP CNG Việt Nam Vốn điều lệ 19,2 tỷ đồng
2008	Nhà máy CNG đầu tiên tại Việt Nam hoạt động tại Phú Mỹ với công suất 30 triệu m ³ /năm
2010	Nâng công suất lên 70 triệu m ³ Vốn điều lệ đạt 162,5 tỷ đồng
2011	Niêm yết sàn HOSE, ngày 23/11/2011 Mã GD: CNG Vốn điều lệ 203,12 tỷ đồng

• Chiến lược đầu tư trong thời gian tới là mở rộng thị trường

CNG VIETNAM sẽ mở rộng đầu tư sang các vùng lân cận như Nhà máy CNG Nhơn Trạch – Đồng Nai, Nhà máy CNG/ LNG Hiệp Phước – TP.HCM và tiếp tục mở rộng Nhà máy CNG Phú Mỹ với mục tiêu đạt 100 triệu m³ Khí CNG đến 2015. Hiện nay, nhà máy CNG Phú Mỹ chỉ đáp ứng được 70 triệu m³/năm trong khi đó nhu cầu sử dụng mặt hàng này còn rất lớn, việc mở rộng sản xuất sẽ phát huy hơn nữa thế mạnh sẵn có của CNG VIETNAM là đơn vị tiên phong trong lĩnh vực nhiên liệu sạch.

• EPS dự phóng: 2011F tăng 50% so với năm 2010, các năm 2012 đến 2015 trung bình EPS quanh mức 10.000 vnd/cp tính trên vốn điều lệ hiện nay

Kể từ khi Dự án CNG Việt Nam phát huy hiệu quả kinh doanh năm từ 2009 đến nay, EPS luôn đạt mức cao. Chúng tôi dự phóng trong 2 năm kế tiếp 2012-2013, nếu tính cả việc tăng vốn mỗi năm thì việc pha loãng cổ phiếu có thể làm EPS sẽ dao động quanh mức 5.000 - 8.000 vnd/cp giai đoạn 2014 - 2015 .

• Tối đa hóa lợi ích cho cổ đông

Hàng năm, CNG VIETNAM có mức tỷ suất sinh lợi ROE là 35%, mức cổ tức trung bình là 30%. Nhìn chung, mức cổ tức của CNG VIETNAM ở mức cao so với trung bình TTCK Việt Nam nói chung và ngành phân phối Khí, Gas nói riêng (cổ tức trung bình ngành là khoảng 16%). Theo số liệu kế hoạch FPTTS tính toán cho năm tài chính 2011, nhiều công ty niêm yết trong tình hình khó khăn hiện nay có mức chia cổ tức thấp hoặc không chia cổ tức.

Diễn biến giao dịch chỉ số ngành Dầu Khí so với VNINDEX



Tỷ lệ chia cổ tức

Mã cổ phiếu	Tỷ lệ cổ tức 2011
APP	18%
COM	15%
PGC	5%
PGS	23%
PLC	15%
PMS	10%
PVG	15%
SFC	16%
PGD	23%
Trung bình	16%

Nguồn: FPTs data

• Tình hình tài chính lành mạnh

Với cơ cấu nợ an toàn, hàng năm tỷ lệ vay nợ tương đối thấp, trung bình chiếm khoảng 40% trên Nguồn vốn chủ sở hữu nên CNG VIETNAM đã và đang chủ động được nguồn lực tài chính trong việc thực hiện các Dự Án hiện nay và trong tương lai (CNG VIETNAM có nguồn tiền mặt dồi dào tính đến thời điểm Q3.2011 là hơn 131 tỷ đồng) trong khi đó hiệu quả hoạt động và hiệu quả quản lý luôn duy trì ở mức cao đã giúp cho lợi nhuận ròng lũy kế tăng nhanh qua mỗi năm tài chính.

• Định giá: rẻ hơn những gì chúng ta nghĩ

Giá chào sàn của CNG VIETNAM ở ước số P/E thấp hơn nhiều so với lịch sử hoạt động kinh doanh trong thời gian qua tương ứng giao dịch tại mức P/E hấp dẫn 2,24X 2011F như chúng tôi sẽ trình bày chi tiết ở bên dưới. **Mức giá mục tiêu của chúng tôi ở mức thận trọng là khoảng 33.500 vnd/cp dựa trên phương pháp định giá theo DCF và một số phương pháp khác, so sánh với giá chào sàn là 29.000 vnd/cp, chúng tôi cho rằng mức giá này đang được chiết khấu ở mức 15,51% so với định giá của chúng tôi.**

Một số chỉ tiêu tài chính quan trọng(*)

Chỉ tiêu	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	125	203	257	317	367	417
Tổng tài sản (tỷ đồng)	360	674	1.116	1.308	1.532	1.677
Doanh thu (tỷ đồng)	285,41	696,45	930,28	1.065,35	1.284,00	1.373,88
Tăng trưởng	277%	144%	34%	15%	21%	7%
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	105,31	198,74	201,54	197,13	217,26	203,81
Book value (đồng)	18.654	21.940	22.183	21.203	21.234	20.576
ROAE	68,73%	58,55%	39,68%	31,74%	29,94%	24,90%
ROAA	39,48%	38,47%	22,52%	16,26%	15,30%	12,70%
Tỷ lệ cổ tức	40%	25%	30%	30%	30%	30%

(*) Kết quả kinh doanh năm 2011F – 2015F là con số dự phóng của chúng tôi dựa trên kết quả trong quá khứ và dữ liệu thu nhập từ CNG VIETNAM - Nguồn: CNG VIETNAM và FPTs data

TIÊU ĐIỂM ĐẦU TƯ

❖ Điểm chính về hoạt động kinh doanh

Khu vực nạp khí CNG

Hoạt động kinh doanh chính

Hoạt động chính của Công ty là sản xuất và chiết nạp Khí thiên nhiên **CNG**, **LNG¹** và **LPG¹** và các dịch vụ khác liên quan đến hoạt động CNG, LNG và LPG. **Hiện nay, doanh thu chủ yếu đến từ việc kinh doanh Khí nén CNG.**

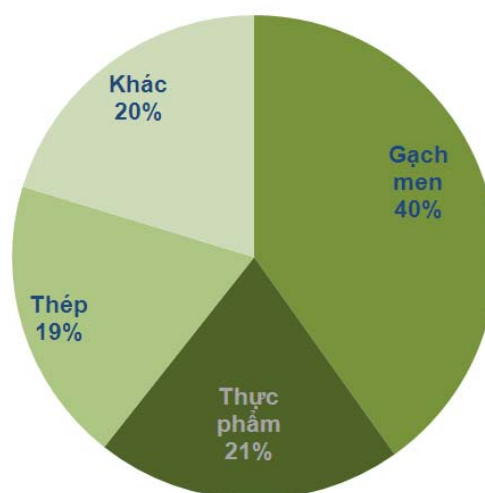


Phân khúc khách hàng

Định hướng qui hoạch **Nhà máy CNG Phú Mỹ** cấp Khí cho các khách hàng thuộc **khu vực Bà Rịa – Vũng Tàu**. **Nhà máy CNG Nhơn Trạch** cấp Khí cho khách hàng thuộc **khu vực Đồng Nai, TP.HCM, Bình Dương**. Trong các giai đoạn tiếp theo, **Nhà máy CNG Hiệp Phước, Long An** sẽ bổ sung cung cấp Khí cho khách hàng **khu vực TP.HCM và lân cận**.

CNG VIETNAM tập trung cung cấp CNG cho các khách hàng tiêu thụ là **các hộ công nghiệp có khoảng cách vận chuyển từ Nhà máy của CNG VIETNAM đến nơi tiêu thụ hợp lý (dưới 200 km)**. Chính sách phân phối của CNG VIETNAM rất linh hoạt, tùy thuộc vào đặc điểm và yêu cầu nhận Khí của khách hàng, phương tiện vận chuyển bồn có thể di chuyển vào những khu vực có địa hình phức tạp.

Cơ cấu khách hàng



Nguồn: CNG VIETNAM

Năng lực sản xuất chính của CNG

Nhà máy sản xuất CNG đầu tiên của CNG VIETNAM đặt tại KCN Phú Mỹ I, huyện Tân Thành, tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu với **công suất thiết kế ban đầu là 30 triệu m³ Khí/năm đã đưa vào vận hành từ 03/09/2008**. **Đến nay mở rộng lên thành 70 triệu m³ Khí/năm và đang chạy được khoảng 80% công suất thiết kế**. Nhà máy đang từng bước phát triển mở rộng nhằm đáp ứng nhu cầu của khách hàng theo từng giai đoạn và **đạt mục tiêu nâng công suất lên 100 triệu m³ Khí/năm vào năm 2015**.

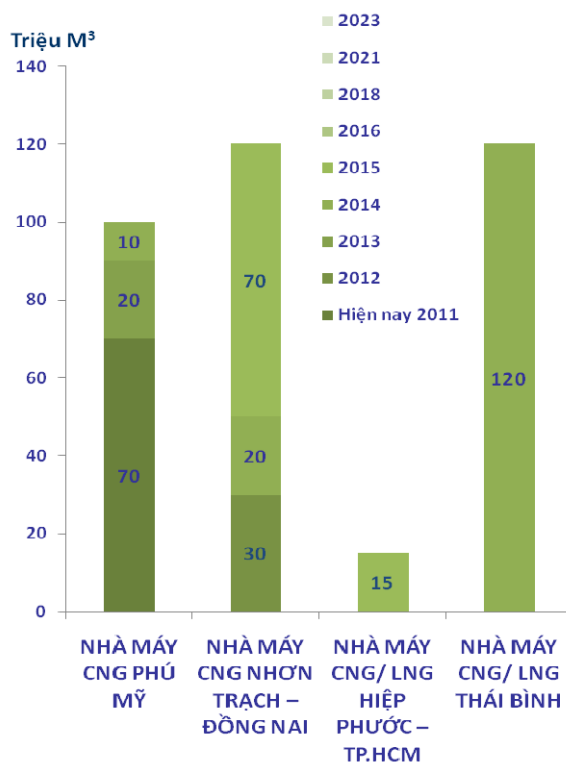
² LNG là Khí thiên nhiên dạng Khí lỏng.

³ LPG là Khí hóa lỏng (Gas).

Danh mục	Thời gian đầu tư	Công suất	Tiến độ
NHÀ MÁY CNG PHÚ MỸ	2009 - 2012	Công suất tối đa 100 triệu m ³ Khí/năm vào cuối năm 2014 .	<ul style="list-style-type: none"> - Đã hoàn thành giai đoạn 1 với công suất 70 triệu m³ Khí/năm - Tiếp tục nâng công suất nhà máy lên 100 triệu m³ Khí/năm vào cuối năm 2014. - Hoàn thành lập dự án đầu tư vào năm 2010 - Hoàn thành đầu tư Giai đoạn 1 – Công suất 30 triệu m³ Khí/năm vào năm 2012
NHÀ MÁY CNG NHƠN TRẠCH – ĐỒNG NAI	2010 – 2015	Công suất tối đa 120 triệu m ³ Khí/năm vào cuối năm 2015 .	<ul style="list-style-type: none"> - Hoàn thành đầu tư Giai đoạn 2 – Công suất 20 triệu m³ Khí/năm vào năm 2014 - Hoàn thành đầu tư Giai đoạn 3 – Công suất 70 triệu m³ Khí/năm vào năm 2015
NHÀ MÁY CNG/ LNG HIỆP PHƯỚC – TP.HCM	2013 – 2015	Công suất tối đa 255 triệu m ³ Khí/năm vào cuối năm 2023 .	<ul style="list-style-type: none"> - Hoàn thành lập dự án đầu tư vào năm 2012 - Hoàn thành đầu tư Giai đoạn 1 – Công suất 15 triệu m³ Khí/năm vào năm 2015
NHÀ MÁY CNG/LNG THÁI BÌNH	2013 - 2015	Công suất tối đa 120 triệu m ³ /năm vào cuối năm 2015	Đang trong giai đoạn lập kế hoạch đầu tư

Nguồn: Bản cáo bạch

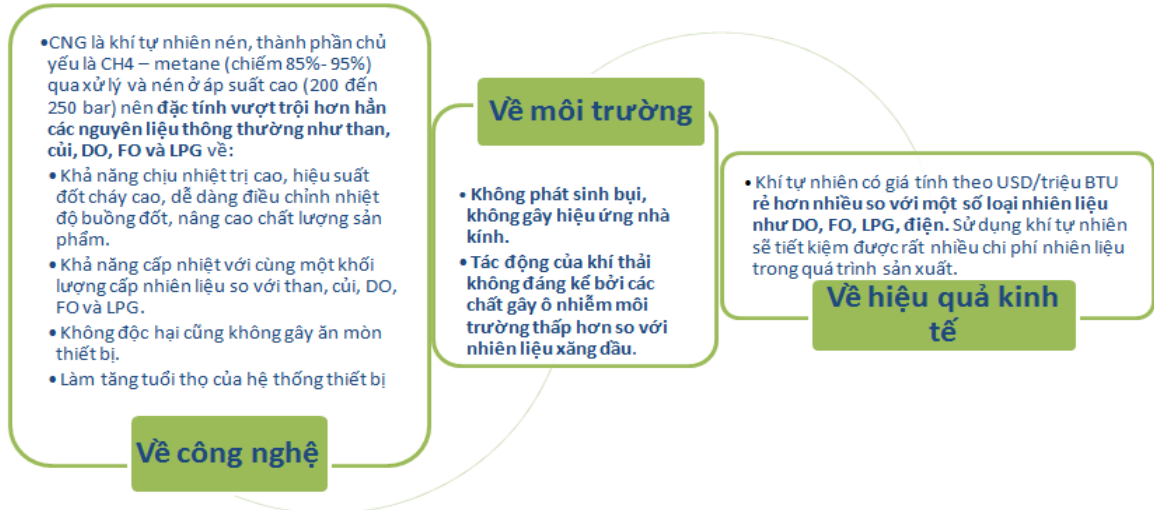
Công suất thiết kế các nhà máy qua các năm



Nguồn: CNG VIETNAM và FPTS data

❖ Lợi thế ngành

Giải pháp Công Nghệ Sạch

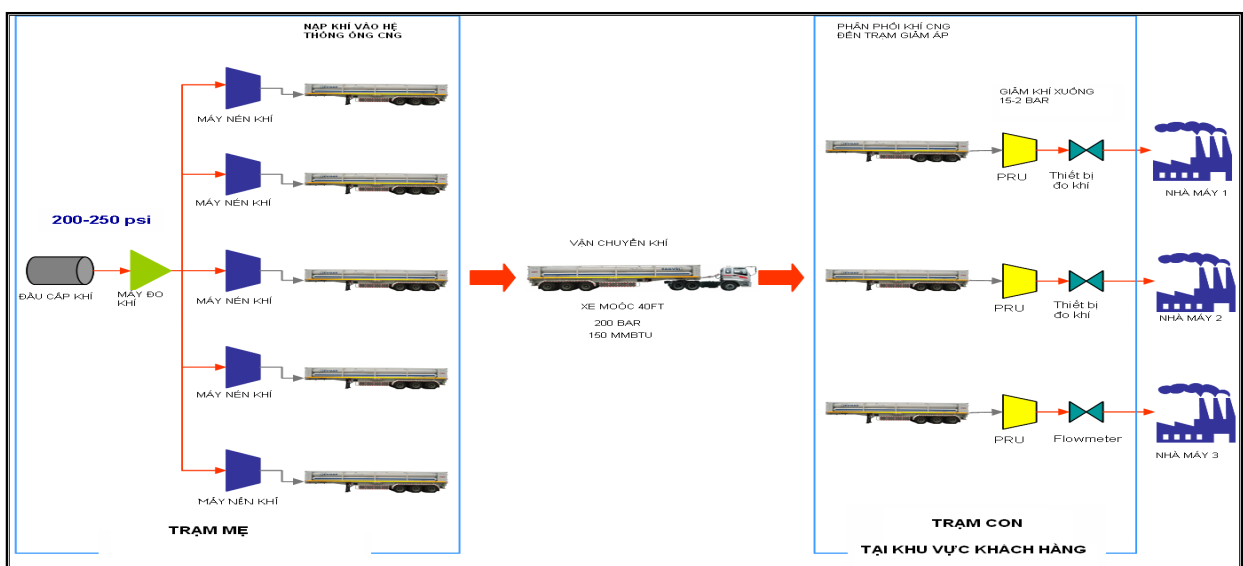


Nguồn: FPTs data

❖ Quy trình sản xuất

Nhà cung cấp Khí đầu vào của CNG VIETNAM là Công ty cổ phần Phân phối Khí thấp áp dầu Khí Việt Nam (PVGas D). Đây là công ty duy nhất được phép cung cấp Khí đường ống và trực thuộc PVGas. Hợp đồng giữa nhà cung cấp và CNG VIETNAM đảm bảo tính ổn định về sản lượng Khí cung cấp.

Dây chuyền cung cấp Khí tại CNG



Nguồn: CNG VIETNAM

❖ Cơ sở vật chất

Công nghệ tiên tiến nhất nhập khẩu từ các nước Công nghiệp phát triển G – 7

Hệ thống máy nén



Hệ thống chiết nạp



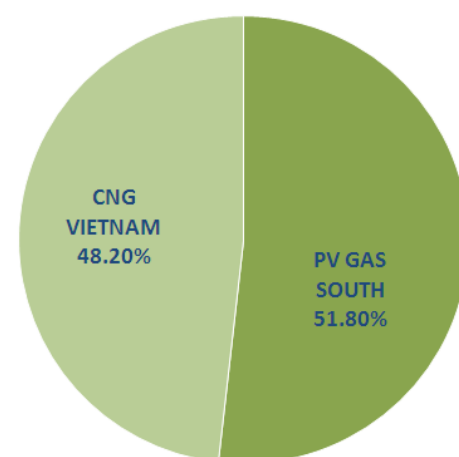
Phương tiện vận chuyển



❖ Đối thủ cạnh tranh

Hiện nay chỉ có PV GAS SOUTH vừa là cổ đông, vừa là đối thủ cạnh tranh chính của CNG VIETNAM. Mỗi công ty vào một phân khúc thị trường, PV GAS SOUTH (PGS) chọn phân khúc cung cấp nhiên liệu CNG cho các khách hàng lớn tại các KCN tại TP.HCM và phương tiện vận chuyển công cộng như xe Buýt, còn CNG VIETNAM chọn phân khúc khách hàng tại các **KCN Phú Mỹ, Nhơn Trạch, Bình Dương, Biên Hòa, trong đó tại KCN Hiệp Phước (TP.HCM) sẽ triển khai đầu tư vào nhiên liệu LNG** nên sự cạnh tranh là tích cực, hỗ trợ và hợp tác.

Thị phần



Nguồn: Bản cáo bạch CNG

❖ Rủi ro

- Do đặc tính kỹ thuật của CNG nên việc cung cấp CNG chỉ có hiệu quả ở trong khu vực có bán kính dưới 200km kể từ nguồn cung cấp.
- Việc khách hàng chấp nhận sử dụng Khí CNG như một nguồn nhiên liệu thay thế cho DO, FO, LPG, than... hiện nay đòi hỏi thời gian tiếp xúc, đàm phán thường kéo dài, thời gian đầu tư trang bị máy móc để phù hợp với Khí CNG sẽ tốn kém và tiến độ đầu tư sẽ kéo dài trong nhiều tháng. Điều này có thể làm chậm việc tiêu thụ Khí CNG như kế hoạch dự kiến.
- CNG luôn chịu ảnh hưởng một cách trực tiếp từ các hoạt động thăm dò, khai thác dầu Khí trong nước, đặc biệt phụ thuộc vào nguồn cung Khí của PVGas và việc tính toán chi phí vận chuyển Khí bằng đường ống của PVGAS D. Bất cứ một sự biến động nào về nguồn Khí đều có tác động tới giá Khí đầu vào của CNG.
- Trữ lượng CNG tại VIETNAM không lớn nên trong lộ trình phát triển Ngành Khí sẽ nhập khẩu LNG... Do vậy, có thể giá vốn các mặt hàng Khí trong tương lai của Ngành Khí nói chung và CNG VIETNAM nói riêng sẽ cao hơn hiện nay vì cộng thêm chi phí nhập khẩu.

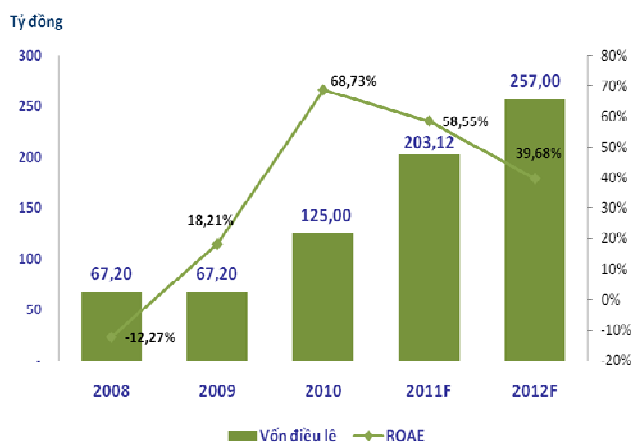
❖ Quan điểm đầu tư

Chúng tôi lựa chọn cổ phiếu CNG VIETNAM như một tâm điểm đầu tư vào cổ phiếu trong ngành Dầu Khí trong năm nay bởi những lý do sau:

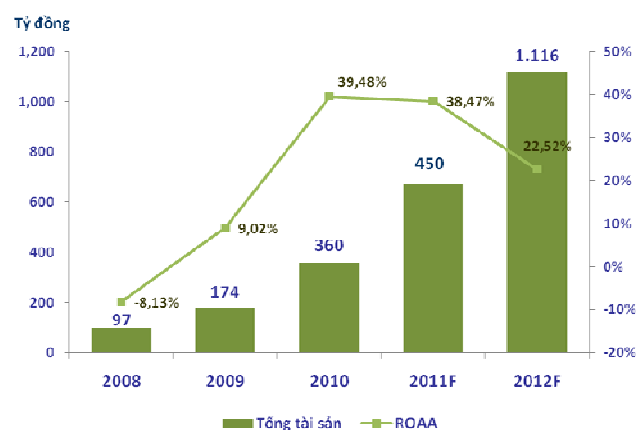


Chúng tôi cho rằng hoạt động kinh doanh của CNG VIETNAM sẽ tiếp tục tăng trưởng trong thời gian tới bởi sự gia tăng sản lượng cung cấp từ 50 triệu m³ hiện nay lên 100 triệu m³ năm 2015 và tăng hơn gấp đôi sản lượng vào năm 2020 là 230 triệu m³, trong khi nhu cầu tiêu thụ nói chung luôn vượt sản lượng cung cấp.

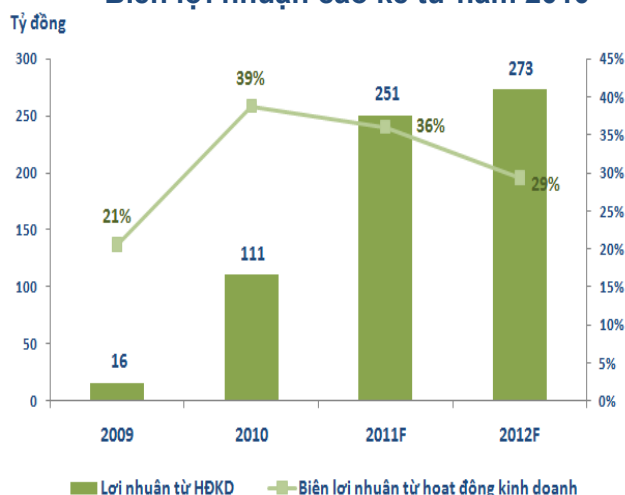
Chất lượng tăng trưởng Vốn điều lệ



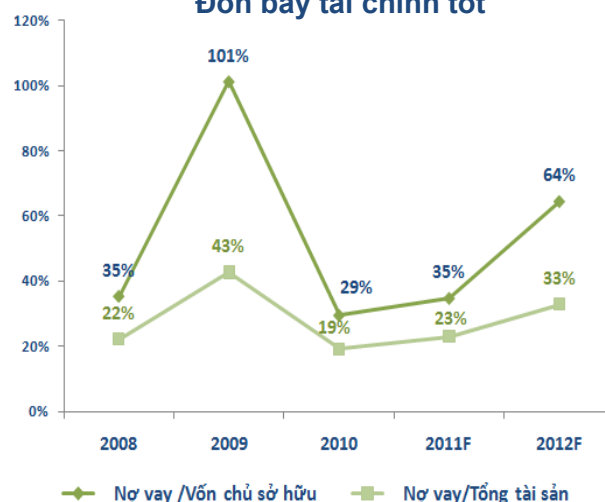
Chất lượng tăng trưởng tài sản



Biên lợi nhuận cao kể từ năm 2010

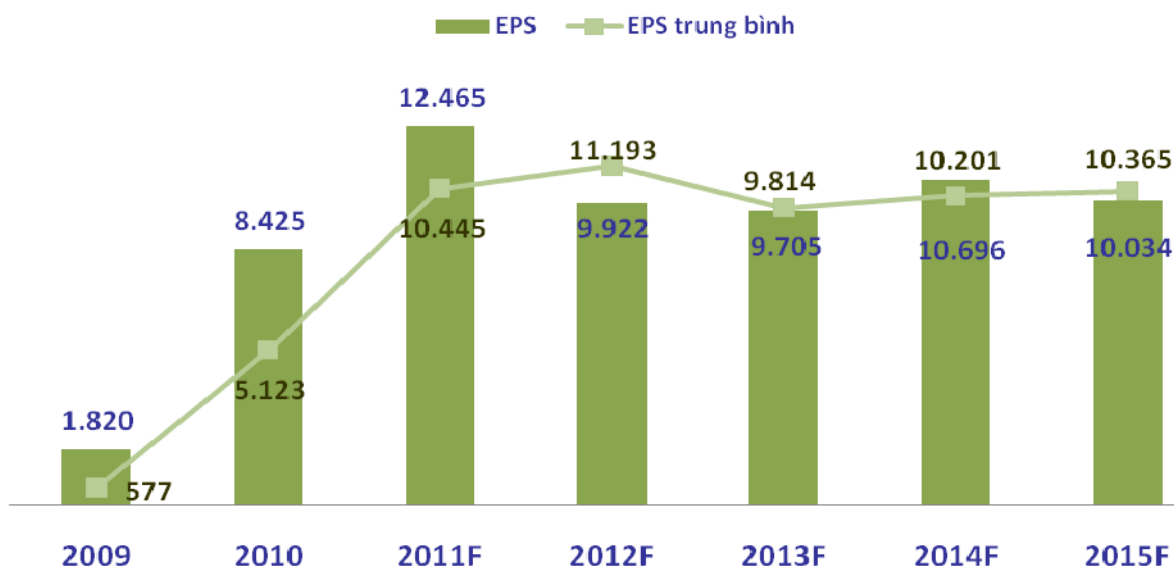


Đòn bẩy tài chính tốt



EPS trung bình qua các năm(*)

Nguồn: CNG Việt Nam



(*) EPS 2012F – 2015F được tính trên vốn điều lệ hiện nay 203,12 tỷ đồng của CNG VIETNAM

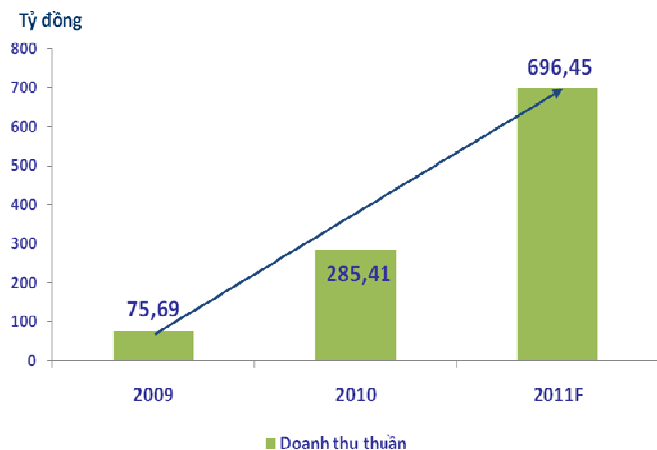
❖ Kết quả hoạt động qua các năm

Năm 2010 là năm CNG VIETNAM đạt kết quả hoạt động ấn tượng sau 2 năm kể từ khi nhà máy đi vào hoạt động năm 2008. Công ty đã tiến hành ký kết được nhiều hợp đồng cung cấp CNG so với năm 2009, các khách hàng đã bắt đầu sử dụng Khí CNG thay thế cho các loại nhiên liệu truyền thống như dầu DO, FO và Khí hóa lỏng LPG, do đó sản lượng sản xuất năm 2010 đạt 26,37 triệu m³ Khí, tăng 17,17 triệu m³ Khí so với năm 2009 góp phần tạo doanh thu tăng đột biến với tỷ lệ 277,09%.

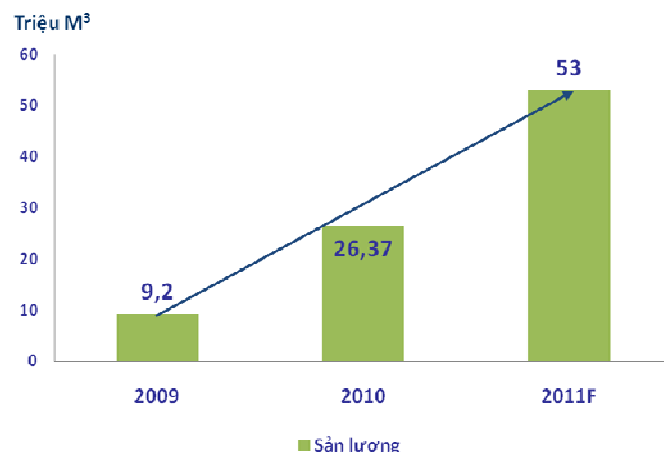
Doanh thu tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2010 và dự kiến cho cả năm 2011F nhờ việc mở rộng nhà máy CNG Phú Mỹ

Tốc độ tăng trưởng sản lượng bình quân 19%/năm, trong đó: giai đoạn 2010 – 2011 tăng 67%/năm, giai đoạn 2012 – 2015 tăng 16%/năm.

Doanh thu qua các năm



Sản lượng qua các năm



Định hướng cơ cấu vay của CNG

Năm (Tỷ đồng)	Nhu cầu vốn	Vốn chủ sở hữu (40%)	Vốn vay (60%)
2012	235	94	141
2013	150	60	90
2014	125	50	75
2015	125	50	75
Tổng nhu cầu vốn	635	254	381

Nguồn: CNG VIETNAM

▪ DỰ PHÓNG KẾT QUẢ KINH DOANH

Kết quả kinh doanh dự phóng 2011F – 2015F

Dự phóng KQKD (Triệu đồng)	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Doanh thu thuần	285.408	696.450	930.280	1.065.350	1.284.000	1.373.880
Giá vốn	153.935	389.911	582.584	703.131	873.120	961.716
Lợi nhuận gộp	131.473	306.539	347.696	362.219	410.880	412.164
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	46%	44%	37%	34%	32%	30%
GVHB (%)	54%	56%	63%	66%	68%	70%
Lợi nhuận trước thuế từ HĐKD	110.647	250.823	273.273	276.991	308.160	302.254
Lợi nhuận trước thuế	105.702	220.823	223.934	219.032	241.405	226.461
Thuế thu nhập doanh nghiệp	-	22.082	22.393	21.903	24.141	22.646
Thuế suất (%)	0,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Chi phí thuế TNDN hoãn lại	392					
Lợi nhuận sau thuế	105.310	198.741	201.540	197.129	217.265	203.814
Tỷ lệ cổ tức		25%	30%	30%	30%	30%

Nguồn: FPT S dự phóng

Chúng tôi dự phóng với các lập luận sau:

❖ Doanh thu

Theo dự báo của Viện nghiên cứu chiến lược, tổng nhu cầu năng lượng của Việt Nam sẽ đạt khoảng 65 - 72 triệu tấn dầu quy chuẩn (TOE) năm 2015 và 97 - 123 triệu TOE năm 2025. Về cơ cấu sử dụng, việc tiêu thụ các nguyên liệu sạch nhằm giảm thiểu tác động đến môi trường như Khí đốt, LPG... sẽ gia tăng nhanh chóng.

Nhu cầu tiêu thụ Khí

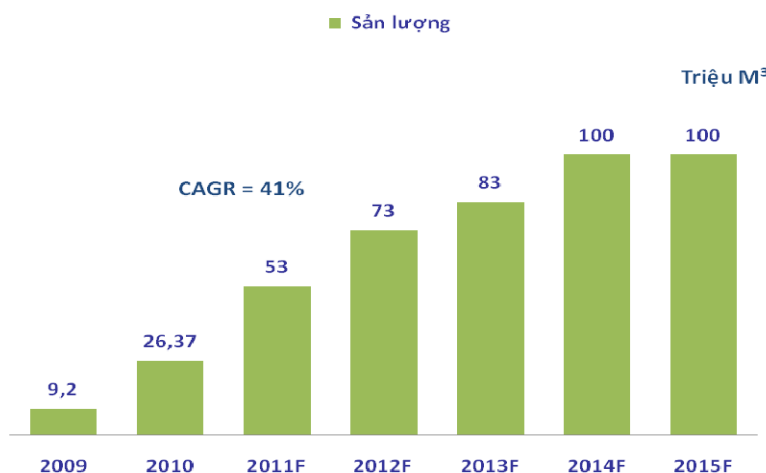
Dự phóng		Diễn giải
Tăng trưởng 2011 - 2015	Tùy mỗi năm	Nguồn cung Khí trong nước hiện khoảng 9 tỉ m ³ /năm, trong khi đó, nhu cầu tiêu thụ đã lên đến gần 10,8 tỉ m ³ /năm. Dự báo đến năm 2015, nhu cầu sử dụng Khí của Việt Nam sẽ tăng lên khoảng 13 tỉ m ³ /năm, đến năm 2025 là 17 tỉ m ³ /năm. Như vậy, nhu cầu nhập khẩu Khí đốt Việt Nam phải đạt ít nhất 20% năm.
Tăng trưởng sau 2015	$CAGR = (17/10,8)^{(1/15)} - 1 = 3\%$	

Nguồn: FPTs data thu thập

- **Giá bán:** Hiện nay, giá bán của CNG VIETNAM trung bình là 16 USD/ MMBTU, cao hơn mức giá trung bình trên thế giới. Dự phóng của chúng tôi dựa trên Natural Gas Futures trên sàn giao dịch cmegroup.com và tỷ lệ chênh lệch giữa giá bán tại Việt Nam với giá trên sàn giao dịch cmegroup.com.

- **Sản lượng:** Công suất Nhà máy CNG Phú Mỹ hiện tại là 70 triệu m³. Hiện nay, hầu như công suất nhà máy CNG hiện tại đang sử dụng đạt 80 - 90% công suất do nguồn khách hàng đầu ra luôn ổn định, vì vậy theo giả định của chúng tôi ở mức vừa phải, các nhà máy mới khi đi vào hoạt động sẽ đạt 75-80% công suất thiết kế. Ngoài ra năm 2014, CNG VIETNAM sẽ tiến hành nhập khẩu LNG vì vậy thận trọng chúng tôi ước tính sản lượng sản xuất CNG năm 2015 sẽ ít dao động so với 2014, đạt quanh mức 100 triệu m³.

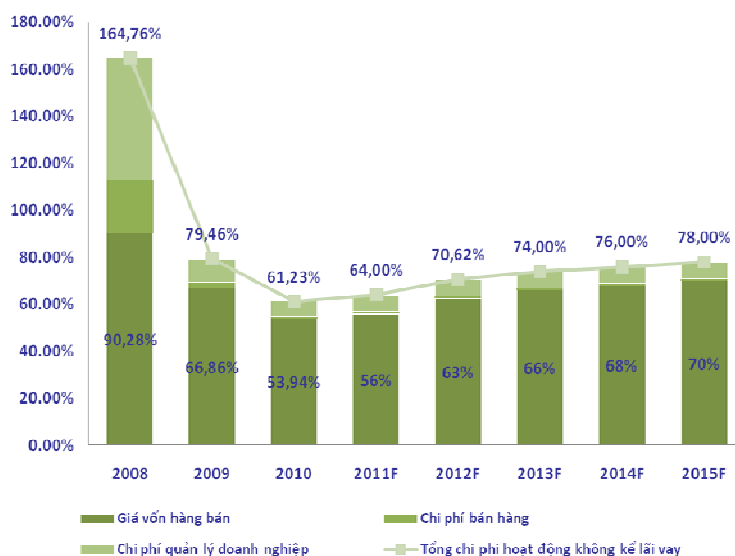
Sản lượng tiêu thụ dự phóng qua các năm



❖ Chi phí

Chỉ tiêu dự phóng (Triệu đồng)	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Giá vốn	153.935	389.911	582.584	703.131	873.120	961.716
% doanh thu thuần	54%	56%	63%	66%	68%	70%
Chi phí quảng cáo và bán hàng	2.782	6.965	9.303	10.654	12.840	13.739
% doanh thu thuần	0,97%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Chi phí quản lý	18.044	48.752	65.120	74.575	89.880	96.172
% doanh thu thuần	6,32%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%	7,00%

Dự phóng cơ cấu chi phí hoạt động qua các năm của CNG VIETNAM



- Giá vốn hàng bán

Khí đầu vào chiếm tỷ trọng khoảng **69% trong giá vốn hàng bán** của Công ty, 31% còn lại là chi phí thuê đường ống từ PV Gas D, vận chuyển, khấu hao,...Hiện nay, giá Khí đầu vào của Công ty đang được hưởng ưu đãi từ **Khí mua của PVGas và phí thuê đường ống vận chuyển của PVGas D** nên mức giá vẫn còn **khá cạnh tranh**, giá Khí được đàm phán hàng năm và giá Khí năm 2011 là **6,2 USD/MMBTU** (tăng 28% so với năm 2010). Theo kế hoạch năm 2014, **PVGas sẽ bắt đầu nhập Khí** nên giá Khí sẽ từng bước được điều chỉnh để tiệm cận với giá thị trường. Giá nhập khẩu LNG thế giới hiện đang đứng ở mức khoảng 14,5 USD/MMBTU tính cả chi phí vận chuyển, trong khi giá bán trong nước các sản phẩm Khí chỉ dao động khoảng 6 - 16 USD/MMBTU tùy vào đối tượng khách hàng. Do đó, tỷ suất lợi nhuận khi phân phối LNG sẽ không hấp dẫn vì giá nhập khẩu LNG cao và dễ biến động hơn so với giá trong nước. **Do đó giá vốn trong tương lai gần sẽ cao hơn hiện nay và biên lợi nhuận sẽ nhỏ hơn hiện nay, theo dự phóng của chúng tôi trong 5 năm gần nhất biên lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 44% hiện nay về khoảng 30% năm 2015F.**

- Chi phí bán hàng, quản lý doanh nghiệp và chi phí khác

Chúng tôi lấy **tham chiếu của các năm tài chính trước và trung bình của các mức chi phí này phù hợp** hoàn cảnh kinh doanh của doanh nghiệp trong từng giai đoạn thị trường.

❖ **Thuế TNDN:**

Chỉ tiêu	2007	2008	2009	2010	2011 - 2016	2017	Sau 2017
Thuế suất thuế TNDN	20%	20%	Miễn thuế		10%	20%	25%

Nguồn: Bản cáo bạch CNG

Công ty có nghĩa vụ phải nộp thuế thu nhập doanh nghiệp hàng năm theo tỷ lệ **20%** tính trên thu nhập chịu thuế từ hoạt động sản xuất và kinh doanh nhiên liệu trong vòng **10 năm** kể từ khi đi vào hoạt động và theo tỷ lệ **25%** cho những năm tiếp theo. Ngoài ra, Công ty được miễn thuế thu nhập trong 02 năm kể từ năm đầu tiên **kinh doanh có lãi (2009)** và được giảm **50%** thuế suất áp dụng nêu trên cho **06 năm tiếp theo**.

▪ **ĐỊNH GIÁ**❖ **DCF**

Chúng tôi đã sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (DCF), đây là phương pháp định giá đáng tin cậy để xác định giá trị hợp lý của CNG VIETNAM.

Cơ sở định giá ban đầu

- Chúng tôi dự báo dòng tiền chi tiết FY11 để dự báo FY15 căn cứ vào sản lượng có thể tiêu thụ trong từng năm và giá bán từng năm.
- Chúng tôi đã giả định chi phí vốn cổ phần là 17,5%, xem xét khi thực hiện các dự án.
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng từ 2011F đến 2015F sẽ tùy thuộc vào sản lượng tiêu thụ mỗi năm mà CNG VIETNAM cung cấp ra thị trường và sau năm 2015F trung bình là 3% như phần dự báo doanh thu đã trình bày.

Phương thức tính toán

Định giá	2011F
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFF (5 năm)	425.927
WACC	14,32%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn	3.0%
Giá trị công ty ròng	1.591.337
Số cổ phiếu hiện hành	20.312.038
Giá mỗi cổ phiếu theo FCFF	78.344
Giá trị hiện tại của dòng tiền FCFE (5 năm)	568.987
Chi phí vốn CSH	17,5%
Tăng trưởng doanh số dài hạn	3,0%
Giá trị vốn chủ sở hữu	1.322.055
Số cổ phiếu hiện hành	20.312.038
Giá mỗi cổ phiếu theo FCFE	65.087

Như vậy theo phương pháp FCFF và FCFE giá cổ phiếu của CNG VIETNAM là 78.300 vnd/cp và 65.100 vnd/cp.

Nguồn: FPTIS dự phóng

Dự phóng dòng tiền 2011F – 2015F

Dự phóng dòng tiền (Đvt: triệu đồng)	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Lợi nhuận sau thuế	105.310	198.741	201.540	197.129	217.265	203.814
Dòng tiền trước thay đổi vốn lưu động	125.696	263.650	280.209	307.088	350.140	357.325
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	15.111	(27.600)	256.919	59.192	169.393	223.523
Chi phí lãi vay sau thuế	-	(25.200)	(42.606)	(50.363)	(58.279)	(66.414)
Vay mới/(trả nợ vay)	(5.530)	85.965	212.934	61.072	75.663	44.968
Dòng tiền tạo ra cho chủ sở hữu (FCFE)	9.580	33.165	427.247	69.901	186.778	202.077

Nguồn: FPTIS dự phóng

❖ Phương pháp so sánh P/E; P/B:

So với các công ty cùng ngành phân phối Khí, CNG khá hấp dẫn về giá trị vì EPS 2011F - 2012F đạt ở mức cao, trung bình từ 8.000 vnd/cp đến 12.000 vnd/cp. CNG là một nhân tố đóng vai trò lớn đến nhu cầu khách hàng dùng CNG hiện nay tại khu vực các **KCN Phú Mỹ, Nhơn Trạch**.

Bảng chỉ tiêu so sánh với các công ty trong ngành

Mã ck	Tên công ty	Giá giao dịch TB	Vốn hóa thị trường (Tỷ đồng)	EPS	P/E	BV	P/B
PGS	CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Nam	23.000	874	12.435	1,84	18.820	1,22
PGD	CTCP Phân phối Khí Thấp áp	35.000	1.502	7.640	4,61	19.240	1,83
PVG	CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng miền Bắc	12.300	341	5.338	2,34	14.370	0,86
PGC	CTCP Gas Petrolimex	6.400	220	840	7,98	15.900	0,42
Trung bình theo trọng số		19.175	1.084	-	3,77	-	1,43
CNG	Công ty cổ phần CNG VIETNAM	29.000	589	12.465	3,77	21.940	1,43

Nguồn: FPTIS dự phóng

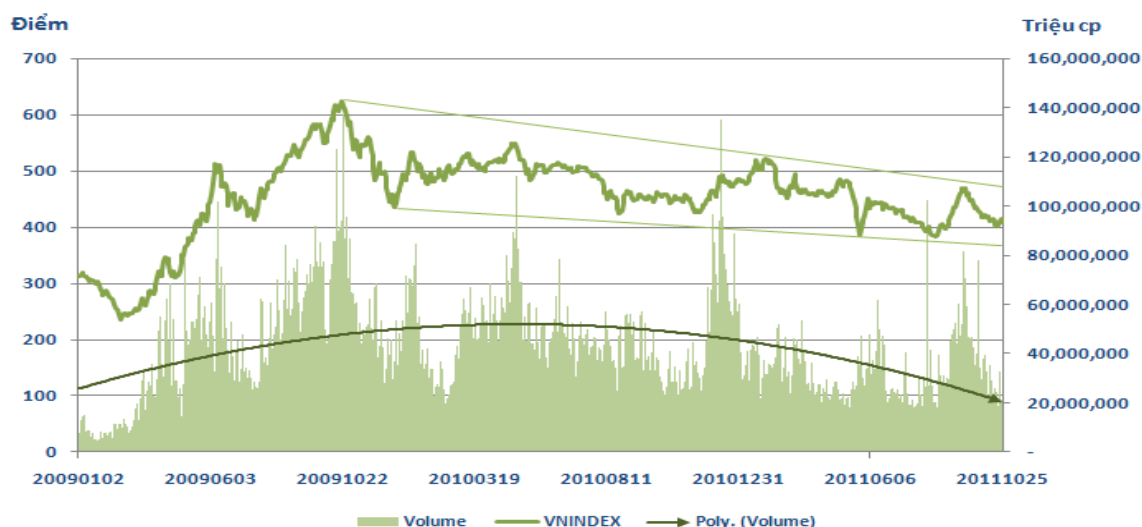
Chúng tôi tiến hành định giá CNG gồm cả 2 mô hình so sánh và chiết khấu dòng tiền, tùy vào mức độ tin cậy của từng phương pháp để cho tỷ trọng thích hợp.

Phương pháp/mô hình	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
FCFF	78.345	35%	27.421
FCFE	65.087	35%	22.781
P/E	46.992	15%	7.049
P/BV	31.374	15%	4.706
Giá bình quân		100%	62.000

Nguồn: FPTIS dự phóng

Từ mô hình định giá theo cơ bản, chúng tôi còn tiến hành định giá dựa trên quan điểm về mặt thị trường trong giao dịch cổ phiếu. Trong thời gian gần đây, nền kinh tế gặp nhiều khó khăn đã làm ảnh hưởng đến TTCK nói chung và từng cổ phiếu niêm yết nói riêng. Các cổ phiếu mặc dù có kết quả kinh doanh tốt nhưng cũng không nằm ngoài xu hướng chung của thị trường là suy giảm lẫn về khối lượng giao dịch và giá giao dịch vì vậy việc chiết khấu giá cổ phiếu theo biến động về tình hình chung của TTCK là việc làm cần thiết để giảm thiểu rủi ro trong định giá và đầu tư khi mà giá trị nhiều cổ phiếu sẽ trở nên rẻ hơn khi TTCK khó khăn như trong giai đoạn hiện nay.

Biểu đồ diễn biến giao dịch sàn HOSE và xu hướng thanh khoản



Nguồn: FPTs data

Tiếp theo, chúng tôi lựa chọn phân tích mức độ biến động của Công ty PGD - Công ty cung cấp Khí tự nhiên lớn nhất đang niêm yết hiện nay làm cơ sở để xác định biến động giá cho CNG VIETNAM vì:

- PGD là cổ phiếu có đặc điểm ngành gần sát với CNG VIETNAM nên diễn biến giá sẽ bám sát với diễn biến của các công ty trong ngành trong đó có CNG VIETNAM
- PGD là đơn vị duy nhất được phép cung cấp Khí đường ống cho các hộ công nghiệp và là thành viên của Tổng Công ty Khí Việt Nam (PVGas)
- PGD là đơn vị đầu mối cho nguồn cung đầu vào của CNG VIETNAM

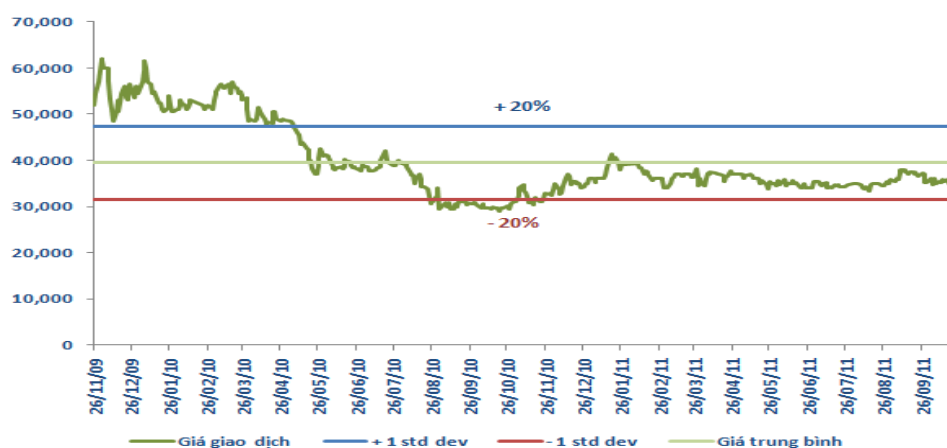
Khối lượng giao dịch PGD trung bình qua các năm

Năm	Khối lượng giao dịch trung bình	Trung vị	+/- % so với Trung vị
2011	98.246	183.030	- 46%
2010	183.030		
2009	345.650		

Nguồn: FPTs data

Thanh khoản thị trường trong 3 năm gần đây có sự sụt giảm mạnh, điều này thể hiện sự hưng phấn vào sự tăng giá cổ phiếu của thị trường đã giảm theo từng năm. Chúng tôi, lấy giá trị trung vị về khối lượng giao dịch để làm cơ sở cho việc so sánh, các cổ phiếu có cơ bản tốt nhưng thanh khoản giảm thì động lực tăng giá cũng sẽ bị ảnh hưởng. **Do vậy, chúng tôi chiết khấu 46% giá CNG VIETNAM so với mức định giá theo cơ bản để phù hợp với diễn biến thị trường chứng khoán trong giai đoạn khó khăn như hiện nay. Như vậy mức giá sẽ là: $62.000 \times (1 - 46\%) = 33.500 \text{ vnd/cp}$.**

Diễn biến giá PGD qua các năm



Nguồn: FPTs data

Từ các kết quả giao dịch trên của PGD cho thấy giá cổ phiếu trong thời gian gần đây biến động trong khoảng +/- 20%. Đây là cơ sở để chúng tôi đưa ra các kịch bản biến động giá cho CNG VIETNAM. Tất nhiên thị trường có thể có phản ứng tốt hơn hoặc xấu hơn so với biến động giá mà FPTs đưa ra, điều này hoàn phụ thuộc vào cung, cầu và tâm lý thị trường từng giai đoạn mà chúng tôi không xét đến.

❖ Kết luận chung

Giá trị hợp lý theo chúng tôi của CNG sẽ dao động quanh mức 33.500 với biên độ +/-20%.

Các kịch bản giá của CNG VIETNAM theo nhận định của FPTs

Các kịch bản	Giá	+/-%
Mức giá cao	40.200	20%
Mức giá trung lập	33.500	-
Mức giá thấp	26.800	- 20%

Nguồn: FPTs data

▪ PHỤ LỤC

❖ Ban quản trị

Hội đồng quản trị và Ban Giám đốc của CNG VIETNAM đều là những người giàu kinh nghiệm và tâm huyết, đặc biệt là hai nhà quản lý đứng đầu là ông Vũ Tuấn Ngọc (Chủ tịch) và ông Đặng Văn Vĩnh (Tổng giám đốc). Hầu hết các cán bộ của CNG VIETNAM đều xuất thân là CBCNV Dầu Khí, đặc biệt một số lãnh đạo cấp cao đều do PVGas cử sang.

Việc quản lý, điều hành vừa chặt chẽ vừa linh hoạt đã giúp CNG VIETNAM trong một thời gian ngắn đã có những bước tăng trưởng vượt bậc. Chúng tôi tin rằng điều này sẽ tạo niềm tin cho các nhà đầu tư tin tưởng vào cách tiếp cận quản lý chuyên nghiệp, hướng tới sự tăng trưởng bền vững trong tương lai của CNG VIETNAM.

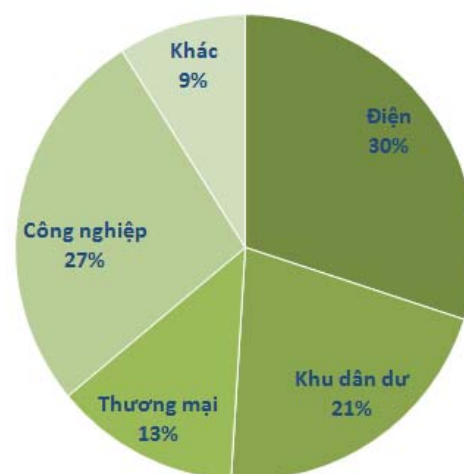
Ban quản trị	Chức vụ
Ông Vũ Tuấn Ngọc	Chủ tịch Hội đồng quản trị
Ông Đặng Văn Vĩnh	Tổng Giám đốc
Bà Lê Thị Thu Giang	Kế toán trưởng
Ông Ngô An Hòa	Trưởng Ban kiểm soát

Nguồn: CNG VIET NAM

▪ TỔNG QUAN VỀ KHÍ CNG

Trước tình hình ngày một phát triển như hiện nay của thế giới cùng với việc kêu gọi toàn cầu bảo vệ môi trường sống và bầu Khí quyển, việc lựa chọn nguồn nhiên liệu trong mọi hoạt động của thế giới được xem là một vấn đề đáng quan tâm. Từ thực tế trên, rất nhiều nguồn năng lượng mới được phát hiện và đưa vào sử dụng trong đó có Khí thiên nhiên. Đây được xem là một nguồn nhiên liệu sạch với ít chất thải và sản sinh rất nhiều năng lượng trong quá trình sử dụng. Ngày nay nhu cầu sử dụng Khí thiên nhiên trên toàn cầu là rất lớn, tập trung ở các nước phát triển như Mỹ, Nga, Brazil và các nước Châu Âu. **Hiện nay 2 nguồn năng lượng từ Khí thiên nhiên được sử dụng nhiều nhất đó là CNG (dạng Khí nén) và LNG (dạng lỏng).**

Cơ cấu tiêu thụ sản phẩm Khí toàn cầu



Nguồn: IEA

1. CNG là gì?

CNG viết tắt của Compressed Natural Gas, CNG là Khí thiên nhiên nén, thành phần chủ yếu là CH_4 - methane (chiếm 85%- 95%) được lấy từ những mỏ Khí thiên nhiên, mỏ dầu (Khí đồng hành) hoặc Khí nhà máy (thu được trong quá trình sản xuất của các nhà máy lọc dầu), qua xử lý và nén ở áp suất cao (200 đến 250 bar) để tồn trữ vào bồn chuyên dụng và vận chuyển tới các hộ tiêu thụ là các nhà máy có sử dụng nhiệt năng, các khu chung cư.

Tại Việt Nam, CNG được lấy từ nguồn Khí thấp áp do PVGAS D trực tiếp phân phối, sau khi qua xử lý và nén ở áp suất cao để tồn trữ vào bồn chuyên dụng.

2. Lợi ích từ CNG

Về công nghệ:

Khí tự nhiên không độc hại cũng không gây ăn mòn thiết bị. Sử dụng Khí tự nhiên làm tăng tuổi thọ của hệ thống thiết bị: Nhiên liệu sạch nên không có muội than đóng trên các bề mặt làm việc của thiết bị, giảm đáng kể chi phí bảo dưỡng sửa chữa.

Về lượng Khí thải

Thành phần chính trong Khí thải của quá trình đốt Khí tự nhiên chủ yếu là H_2O và CO_2 và một tỷ lệ không đáng kể các chất gây ô nhiễm môi trường là CO, NOx, HC, SOx và muội than. Hàm lượng khói thải gần như bằng không, hàm lượng CO_2 , CO, Hydrocarbon thấp hơn so với nhiên liệu xăng dầu.

Khí thải (g/100 km)	CO_2	UHC	CO	NOx	SOx	PM
Petrol	22.000	85	634	78	8,3	1,1
Diesel	21.000	21	106	108	21	12,5
LPG	18.200	18	168	37	0,38	0,29
CNG	16.275	5,6	22,2	25,8	0,15	0,29

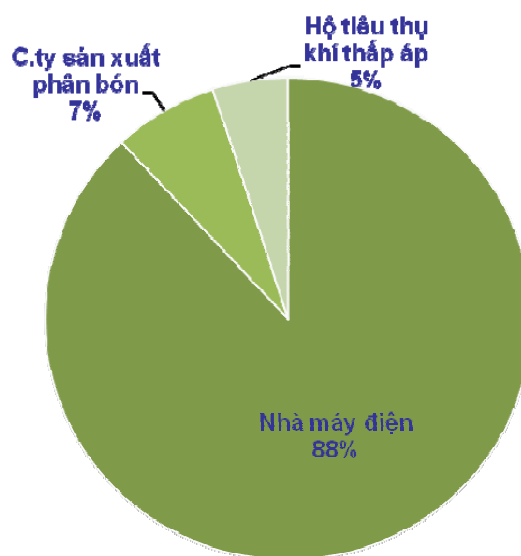
Nguồn: US Energy Department, Mahanagar Gas Ltd

Về hiệu quả kinh tế

So với các nguyên liệu khác từ sản phẩm dầu Khí: Diesel, Xăng, dầu thô thì Khí thiên nhiên được xem là có giá thành thấp nhất hiện nay.

Theo khảo sát cho thấy biến động giá nguyên liệu Khí thiên nhiên trong 5 năm qua cao nhất ở mức 0,45

Cơ cấu tiêu thụ sản phẩm Khí tại Việt Nam

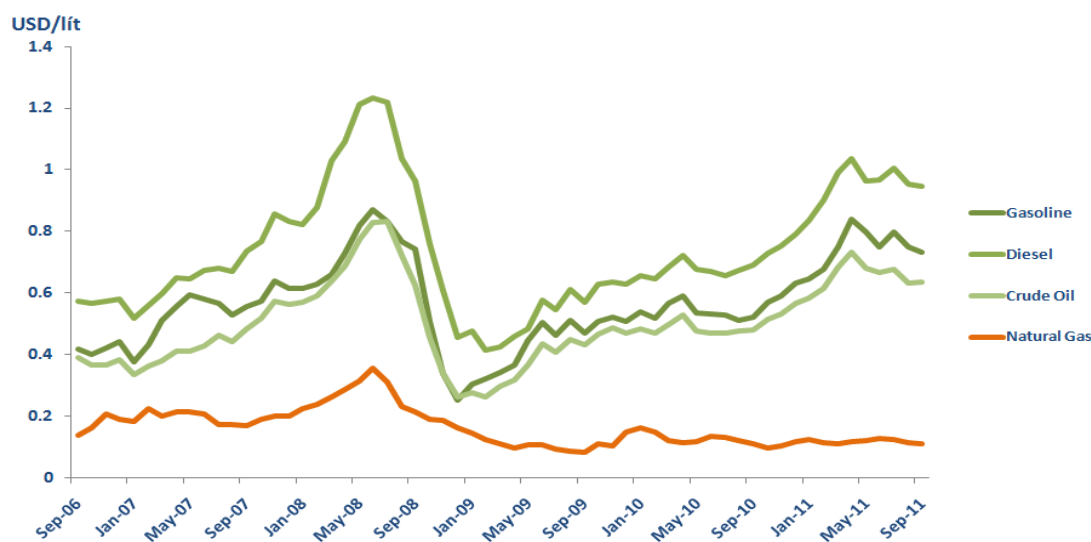


Nguồn: PVGas

USD/m³ và thấp nhất vào khoảng 0,1 USD/ m³.

Hiện nay giá bán lẻ 1 kg CNG (tương đương 1,8 lít CNG) tại Việt Nam là 23.800 đồng. So với xăng nếu dùng Khí CNG sẽ tiết kiệm được 32-35% chi phí.

Biến động giá các nhiên liệu trên thế giới 5 năm qua



Nguồn: BP, IANGV, FPTTS tổng hợp

❖ Thế giới dùng Khí thiên nhiên - Natural Gas

Trong 1 thập kỷ qua, lượng cung Khí thiên nhiên trên toàn cầu đã tăng 3%, trong đó riêng năm 2010 đã tăng hơn 7% so với 2009. Đây là mức tăng cao nhất trong hơn 20 năm qua.

Nhu cầu trên thế giới về Khí thiên nhiên cũng tăng mạnh trên 7,4% (2010/2009) trong đó Mỹ được xem là nước có nhu cầu cao nhất hiện nay chiếm 21,7% toàn cầu. Nga đạt kỷ lục trong việc sản xuất Khí thiên nhiên trong năm 2010 với mức tăng 11,6% đạt mức 588,9 BCM (Billion cubic metres).

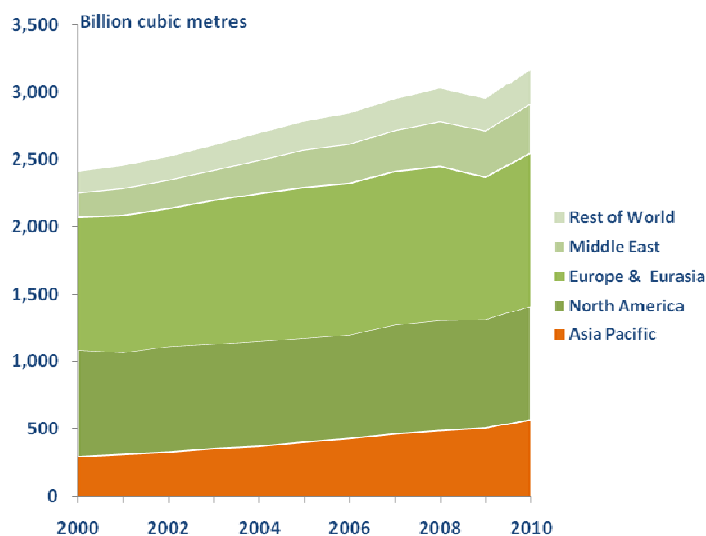
3 khu vực dẫn đầu thế giới về nhu cầu cũng như sản lượng sản xuất Khí thiên nhiên thuộc về Khu vực Châu Âu (33%), Bắc Mỹ (26%) và Châu Á Thái Bình Dương (15%).

Nhu cầu - Sản lượng Khí thiên nhiên toàn thế giới



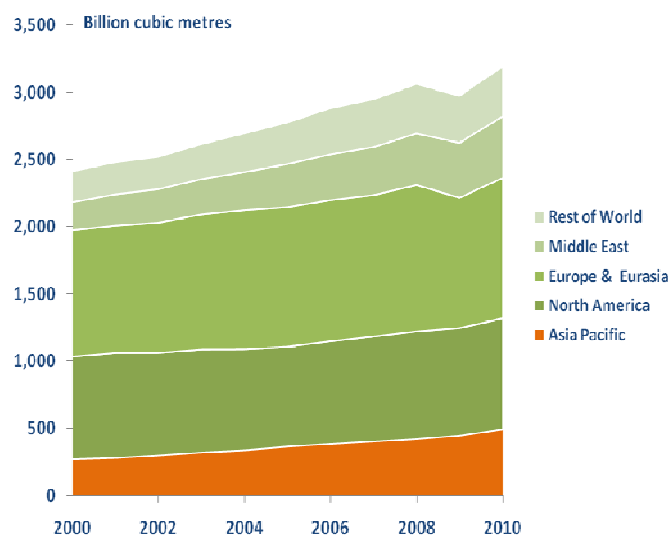
Nguồn: BP, IANGV, FPTTS tổng hợp

Sản lượng tiêu thụ theo khu vực



Nguồn: BP

Sản lượng sản xuất theo khu vực



Nguồn: BP

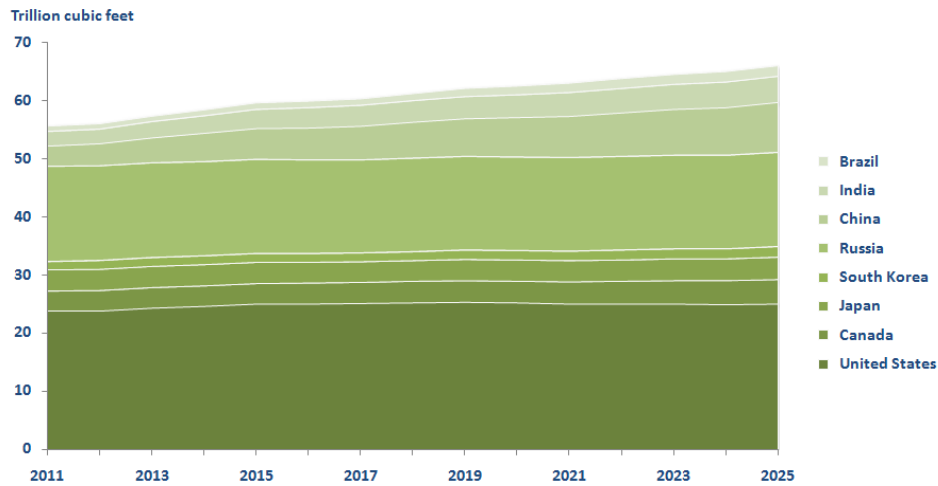
Theo dự báo của Tổ chức năng lượng thế giới IEA, nhu cầu trong 15 năm tới sẽ vẫn còn tăng cao. Trong đó khu vực các nước hợp tác phát triển Châu Mỹ chiếm cao nhất hơn 33,2 nghìn tỷ BTU. Khu vực Châu Phi và Trung - Nam Mỹ hiện nhu cầu vẫn ở mức thấp trung bình khoảng 5,5 nghìn tỷ BTU (Châu Phi) và 5,4 nghìn tỷ BTU (Trung và Nam Mỹ).

Tại Châu Mỹ, Mỹ được xem là nước có nhu cầu cao nhất với bình quân hơn 25 nghìn tỷ BTU/năm, tiếp đến là Nga (16,2 nghìn tỷ BTU), Trung Quốc (6,1 nghìn tỷ BTU) và Nhật Bản với Canada cùng mức 3,7 nghìn tỷ BTU.

Dự báo trong thời gian sắp tới nhu cầu Khí thiên nhiên sẽ phân bổ vào 3 nhóm ngành chính là Nhà máy Điện, Khu Công nghiệp và Xây dựng.

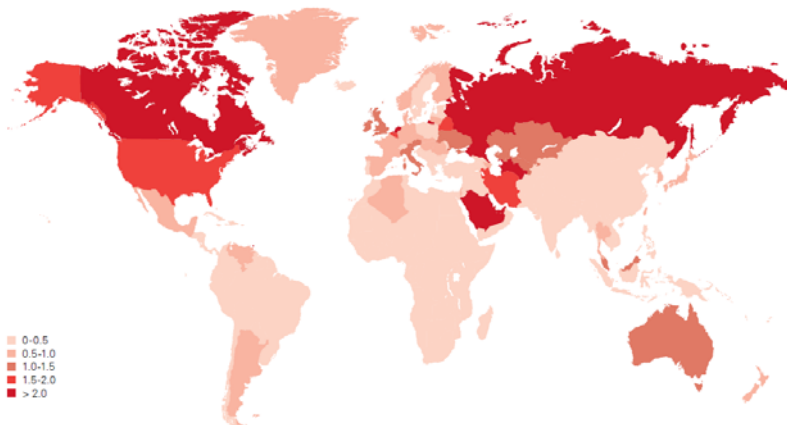
Với việc hướng đến nhiên liệu sạch, không gây hại môi trường theo khảo sát trên toàn cầu 3 loại nhiên liệu được quan tâm nhiều nhất trong thời gian tới sẽ tập trung vào Than đá, Khí thiên nhiên và Khí Hydro.

Nhu cầu Khí thiên nhiên ở các nước



Nguồn: BP

Consumption per capita 2010
Tonnes oil equivalent



7,4%

Tốc độ tăng trưởng cao nhất về nhu cầu Khí thiên nhiên kể từ năm 1984 (giai đoạn 2009-2010)

15,4%

Tỷ lệ đóng góp trong tổng sản lượng sản xuất Khí thiên nhiên trên thế giới của khu vực Châu Á - Thái Bình Dương

Nguồn: BP, IANGV, FPTTS tổng hợp

❖ Tiềm năng tại Việt Nam

1. Nhu cầu sử dụng CNG tại Việt Nam

Sản phẩm CNG mới chỉ bắt đầu xuất hiện trên thị trường từ năm 2008 phục vụ nhu cầu sử dụng làm nhiên liệu cho các hộ công nghiệp thuộc các khu công nghiệp phía Nam.

Nhu cầu sử dụng Khí tại Việt Nam đã có sự tăng nhanh từ 2005 đến nay, tăng 25% từ 6,4 tỷ m³ lên 9,4 tỷ m³ cuối năm 2010. Hiện tổng sản lượng sản xuất của cả nước vào khoảng 8 tỷ m³/năm. Trong khi đó nhu cầu đã lên đến gần 10 tỷ m³/năm.

Hiện đầu mối phân phối Khí duy nhất tại Việt Nam là PV Gas. Và công ty PV Gas D được chọn là doanh nghiệp duy nhất phân phối Khí đến các khách hàng.

Trong nước hiện chỉ có 2 nhà máy sản xuất Khí CNG : nhà máy thứ nhất tại KCN Phú Mỹ của CNG Việt Nam với công suất thiết kế hiện tại đã lên đến 70 tr m³/năm, nhà máy thứ 2 đặt tại KCN Mỹ Xuân A thuộc PV Gas South với công suất đạt 57 tr m³/năm.

2. Tiềm năng và chủ trương phát triển Khí thiên nhiên tại Việt Nam

Khai thác và sử dụng hợp lý, hiệu quả, tiết kiệm nguồn tài nguyên dầu Khí trong nước để sử dụng lâu dài; đồng thời tích cực mở rộng hoạt động khai thác dầu Khí ở nước ngoài, phấn đấu khai thác Khí 6-17 tỷ m³/năm.

Xây dựng và vận hành an toàn hệ thống đường ống dẫn Khí quốc gia; sẵn sàng kết nối với đường ống dẫn Khí khu vực Đông Nam Á phục vụ cho nhu cầu xuất nhập khẩu Khí. Sản xuất 10-15% tổng sản lượng điện của cả nước.

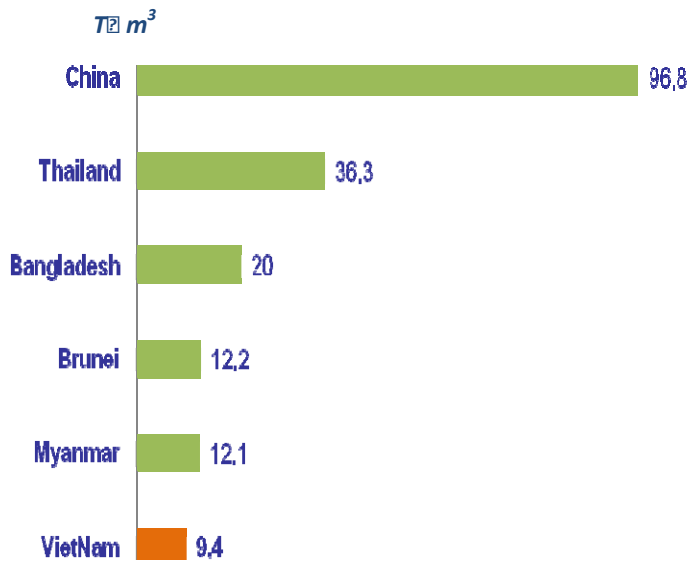
Ưu tiên phát triển, khai thác và sử dụng Khí thiên nhiên. Khuyến khích và ưu đãi cho các nhà đầu tư thăm dò và khai thác các mỏ Khí, đặc biệt là các mỏ Khí có trữ lượng giới hạn biên. Đa dạng hóa hình thức đầu tư, liên doanh xây dựng nhà máy điện chạy Khí để bán điện cho lưới điện quốc gia.

TÍNH TOÁN QUY ĐỔI GIỮA CNG VỚI CÁC NHIÊN LIỆU KHÁC

CNG	LPG	Diesel	Petrol
1 m ³ CNG = 0,7143 kg CNG	1,25 lít	0,83 lít	1,00 lít
1 m ³ CNG = 1,02857 kg FO	0,85285 kg	0,93032 kg	
1 kg CNG = 1,51 lít Petrol = 1,8 lít CNG			
1 Billion cubic metres (1 tỷ m ³ Khí)	= 35,3 billion cubic feet	= 36 nghìn tỷ BTU	
1 Billion cubic feet (1 tỷ feet khối Khí)	= 0,028 billion cubic metres	= 1,03 nghìn tỷ BTU	
1 m ³ CNG	= 0,03731 triệu BTU (MMBTU)		

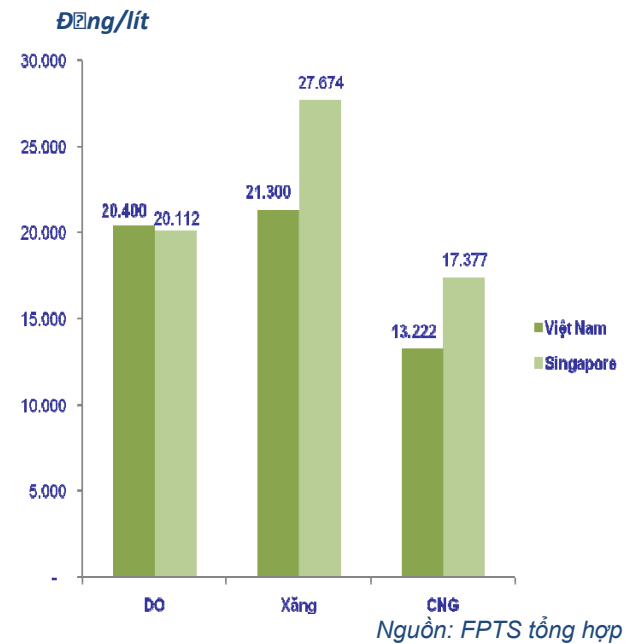
Nguồn: FPTS tổng hợp

Sản lượng cung cấp Khí tại các nước khu vực Châu Á



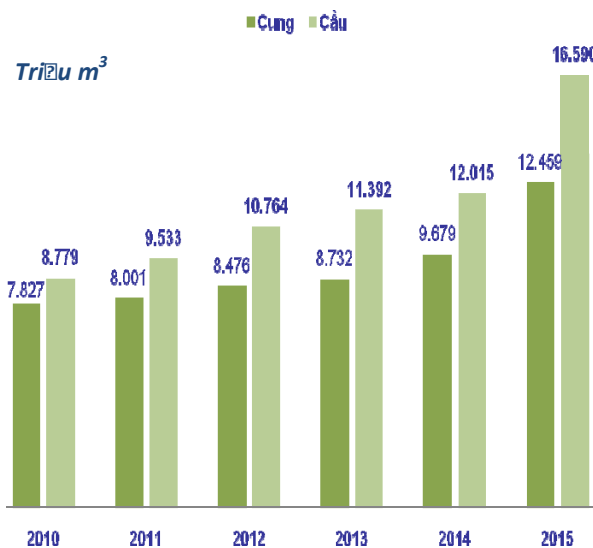
Nguồn: FPTS tổng hợp

Giá bán lẻ các mặt hàng tại Việt Nam so với tại Singapore



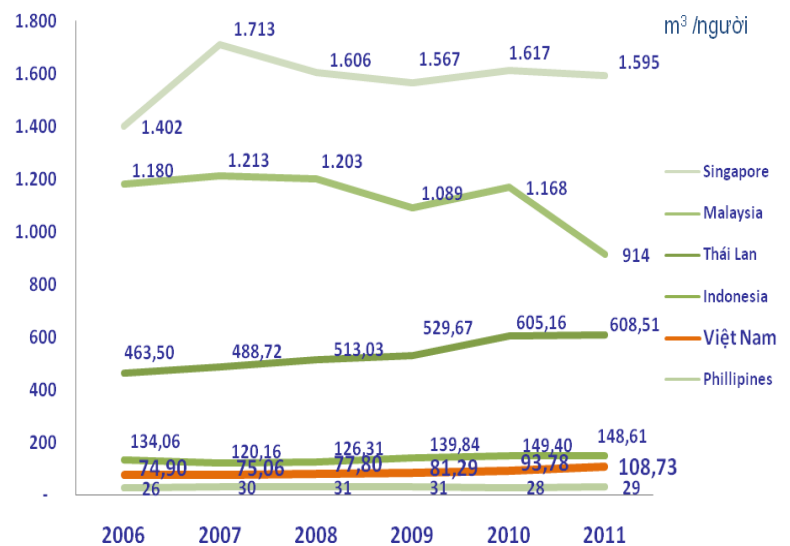
Nguồn: FPTS tổng hợp

Cung, cầu tiêu thụ Khí tại Việt Nam



Nguồn: PV Gas

Nhu cầu tiêu thụ bình quân đầu người tại các nước



Nguồn: BP, NationMaster, US Census Bureau

Diễn giải khuyến nghị :

Ma trận định giá: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên **2 mục tiêu chính về định giá Công ty về mặt tài chính và định giá công ty về mặt giá trị thị trường** với mức giá cao/thấp của giá cổ phiếu đang giao dịch trên thị trường so với giá đến giá mục tiêu.

▪ Đánh giá về mặt tài chính

Ma trận định giá theo phân lớp về mặt tài chính (cơ bản) đại diện cho sự đánh giá tổng thể của các nguyên tắc cơ bản của công ty được xếp loại khi so sánh với các cổ phần của Công ty khác. Cấp độ đánh giá tạo điều kiện dễ dàng so sánh theo các nguyên tắc cơ bản giữa các công ty, không phân biệt quy mô công ty hoặc ngành công nghiệp mà Công ty đang hoạt động kinh doanh. Các yếu tố xếp hạng dựa trên các quan điểm chính như sau:

- Triển vọng kinh doanh: dựa vào yếu tố triển vọng ngành công nghiệp và hiệu suất tài chính trong tương lai.
- Hiệu quả quản lý: Các yếu tố trong việc ghi nhận hiệu quả quản lý cũng như chiến lược kinh doanh của cấp quản lý.
- Quản trị Doanh nghiệp: Đánh giá đầy đủ cơ cấu quản trị doanh nghiệp và chỉ tiêu về mức độ công bố thông tin.

Các mức đánh giá dựa trên mức điểm từ mức cao nhất là 5 (nguyên tắc cơ bản rất tốt) đến mức 1 (nguyên tắc cơ bản rất xấu).

Đánh giá về tài chính	Diễn giải
5/5	Tình hình tài chính rất tốt
4/5	Tình hình tài chính tốt
3/5	Tình hình tài chính trung bình
2/5	Tình hình tài chính không tốt
1/5	Tình hình tài chính rất xấu

▪ Đánh giá về giá cổ phiếu

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng. **Các thang điểm từ mức 5 (mua mạnh với mức giá thị trường hiện tại) đến mức 1 (bán mạnh với mức giá thị trường hiện tại).**

Đánh giá về giá cổ phiếu	Diễn giải
5/5	Mua mạnh - Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 25%
4/5	Mua - Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 15%
3/5	Nắm giữ - Nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn giá thị trường 15%
2/5	Bán - Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 15%
1/5	Bán mạnh - Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 25%

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kì ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, chuyên viên phân tích và FPTTS không nắm giữ bất kì cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Trụ sở chính**

Tầng 2 – Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội Việt Nam
ĐT: (84,4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84,4) 3 773 9058

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Hồ Chí Minh**

31 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái
Bình, Tp, Hồ Chí Minh Việt Nam
ĐT: (84,8) 6 290 8686
Fax: (84,8) 6 291 0607

**Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT
Chi nhánh Tp, Đà Nẵng**

124 Nguyễn Thị Minh Khai – Quận Hải
Châu, Tp. Đà Nẵng Việt Nam
ĐT: (84,511) 3553 666
Fax: (84,511) 3553 888