

14/05/2012



Hoa Đình
Chuyên viên cao cấp
Hoa.dinh@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 140

Báo cáo lần đầu

Giá mục tiêu **47.300**
Tăng **31%**

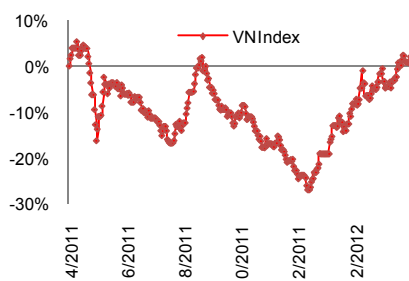
Xăng dầu

Các chỉ số chính

Giá niêm yết	36.000
Mức thấp nhất 52 tuần	N/A
Mức cao nhất 52 tuần	N/A
KLGD bình quân 30 ngày	N/A
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.895
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	68.220
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	3.272
TL sở hữu nước ngoài	N/A

Định giá	2011	2012F	2013F
EPS (cơ bản)	3.034	3.272	4.521
Tăng trưởng EPS	-13,6%	7,8%	38,2%
P/E (thị giá)	11,9	11,0	8,0
P/B (thị giá)	2,9	2,4	2,0
EV / EBITDA	7,6	6,3	5,6
ROE	25,5%	24,2%	27,2%
ROA	15,4%	15,5%	16,9%
ROIC	19,6%	19,0%	19,8%
Nợ/Vốn CSH	32,8%	22,4%	48,9%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối	N/A	N/A	N/A
Tương đối	N/A	N/A	N/A



Cơ cấu cổ đông

PetroVietnam	96,5%
Nhân viên	0,1%
Công đoàn	0,003%
Nhà đầu tư	3,2%

See important disclosure at the end of this document

www.vcsc.com.vn | VCSC<GO>

Nền tảng cho ngành năng lượng Việt Nam

PV Gas (GAS) tiến hành niêm yết toàn bộ 1.895 triệu cổ phiếu trên sàn HSX vào ngày 21/05/2012 và trở thành một trong ba mã có giá trị vốn hóa lớn nhất trong VNI. Là công ty niêm yết lớn nhất trong gia đình PVN, GAS là nhà cung cấp khí khô duy nhất trên thị trường nội địa, có thể cung cấp lượng khí đủ để sản xuất 45% sản lượng điện và 80% sản lượng đạm cho cả nước. Khoảng 3,2% cổ phiếu của GAS được IPO vào tháng 10/2010 và đây là số cổ phiếu dự kiến có thể giao dịch khi niêm yết. PVN vẫn nắm giữ 96,5% cổ phần của GAS.

Chúng tôi thực hiện báo cáo chi tiết lần đầu cho GAS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 47.300 đồng, cao hơn 31% so với giá niêm yết dự kiến là 36.000 đồng/cổ phiếu. Tại giá 36.000 đồng, cổ phiếu sẽ giao dịch với PER 11x dựa trên EPS 2012 là 3.272 đồng và PER 8x dựa trên EPS 2013 là 4.521 đồng. Tại giá mục tiêu của chúng tôi là 47.300 đồng, cổ phiếu sẽ giao dịch với PER 2012 là 14,5x và PER 2013 là 10,5x. Triển vọng lợi nhuận của GAS được hỗ trợ mạnh bởi nhu cầu khí tự nhiên rất lớn trong khi nguồn cung hạn chế, giá bán bình quân và sản lượng dự kiến tăng cùng với tỷ suất lợi nhuận gộp được nâng cao.

Nếu nhu cầu khí khô ổn định, GAS chỉ đáp ứng được 88% nhu cầu. Trong những năm gần đây, Việt Nam phải đối mặt với tình trạng thiếu điện nghiêm trọng, chủ yếu do phụ thuộc nhiều vào các nhà máy thủy điện với sản lượng thường giảm mạnh vào mùa khô. Vì vậy, Chính phủ đã chuyển hướng sang chú trọng vào các nhà máy điện sử dụng những nguồn năng lượng ổn định hơn như dầu, khí và than thay cho thủy điện. Dự kiến sẽ có thêm 8 nhà máy điện đi vào hoạt động trong vài năm tới. Các nhà máy điện tiêu thụ khoảng 83% sản lượng khí khô của GAS. Ước tính tổng nhu cầu khí trong giai đoạn 2012-2016 là 65 tỷ m³ trong khi nguồn cung chỉ đạt 57 tỷ m³ và thiếu hụt 8 tỷ m³. GAS chỉ có thể đáp ứng 88% tổng nhu cầu trong vòng 5 năm tới.

Giá bán khí khô tăng. Giá bán trung bình của khí khô dành cho hai đối tượng khách hàng chính là các nhà máy điện và đạm, tiêu thụ 83% và 10% sản lượng, được ấn định và dự kiến sẽ tăng. Giá bán trung bình cho các nhà máy điện trong năm 2012 là 4,99USD/MMBTU và sẽ tăng 4%/năm cho đến năm 2015 và 2% trong năm 2016 đối với sản lượng khí trên mức bao tiêu; giá bán trung bình cho các nhà máy đạm trong năm 2012 là 3,65USD/MMBTU và sẽ tăng 2%/năm cho đến năm 2015. Giá bán trung bình dành cho các hộ công nghiệp, tiêu thụ 7% sản lượng, hiện là 8USD/MMBTU vẫn chưa được ấn định nhưng chúng tôi dự báo sẽ tăng 20%/năm do chính sách định giá theo cơ chế thị trường đối với các khách hàng này. Chúng tôi dự báo tổng giá bán trung bình ở phân khúc khí khô sẽ tăng 8,6% trong năm 2012.

Sản lượng khí khô tăng. Tổng sản lượng khí sẽ tăng 4,4% trong năm 2012 với phần lớn nhu cầu gia tăng từ các hộ công nghiệp mà chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng 14,3%. Do chính sách định giá theo cơ chế thị trường đối với các hộ công nghiệp, PV Gas đạt tỷ suất lợi nhuận gộp khoảng 40% từ các khách hàng này so với tỷ lệ 15%-16% từ các nhà máy điện và đạm.

Tổng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ lợi nhuận từ khí khô tăng. Giá bán bình quân tăng cộng với sản lượng tăng, đặc biệt là đối với các hộ công nghiệp, sẽ giúp nâng tỷ suất lợi nhuận gộp của khí khô từ 15,1% lên 18,6% và đưa tỷ suất lợi nhuận gộp của cả công ty từ 15,2% lên 20%. Khí khô chiếm 56% tổng lợi nhuận gộp của GAS.

Tiêu điểm đầu tư

GAS: Nền tảng cho ngành năng lượng Việt Nam

PV Gas (GAS) sẽ niêm yết toàn bộ 1.895 triệu cổ phiếu trên sàn HSX vào ngày 21/05/2012 và trở thành một trong ba mã có giá trị vốn hóa lớn nhất trong VNI. Là công ty niêm yết lớn nhất trong gia đình PVN, GAS là nhà cung cấp khí khô duy nhất trên thị trường nội địa, có thể cung cấp lượng khí đủ để sản xuất 45% sản lượng điện và 80% sản lượng đạm cho cả nước. Khoảng 3,2% cổ phiếu của GAS được IPO vào tháng 10/2010 và đây là số cổ phiếu dự kiến có thể giao dịch khi niêm yết. PVN vẫn nắm giữ 96,5% cổ phần của GAS.

Chúng tôi thực hiện báo cáo chi tiết lần đầu cho GAS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 47.300 đồng, cao hơn 31% so với giá niêm yết dự kiến là 36.000 đồng/cổ phiếu. Tại giá 36.000 đồng, cổ phiếu sẽ giao dịch với PER 11x dựa trên EPS 2012 là 3.272 đồng và PER 8x dựa trên EPS 2013 là 4.521 đồng. Tại giá mục tiêu của chúng tôi 47.300 đồng, cổ phiếu sẽ giao dịch với PER 2012 là 14,5x và PER 2013 là 10,5x. Triển vọng lợi nhuận của GAS được hỗ trợ mạnh bởi nhu cầu khí tự nhiên rất lớn trong khi nguồn cung hạn chế, giá bán bình quân và sản lượng dự kiến tăng, và tỷ suất lợi nhuận gộp được nâng cao.

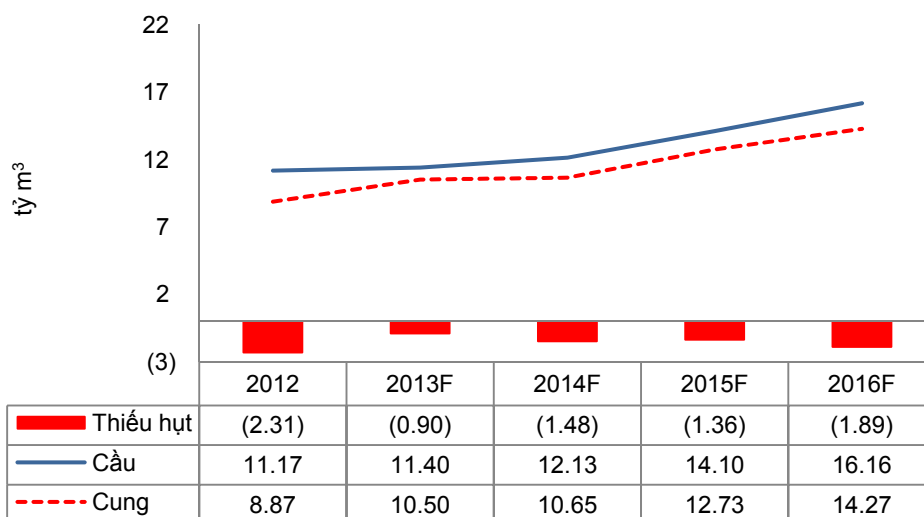
Trong khi nhu cầu khí tăng mạnh từ các nhà máy điện, GAS chỉ có thể đáp ứng 88% tổng nhu cầu.

Trong những năm gần đây, Việt Nam phải đối mặt với tình trạng thiếu điện nghiêm trọng, chủ yếu do quá phụ thuộc vào các nhà máy thủy điện với sản lượng thường giảm mạnh vào mùa khô. Vì vậy, Chính phủ đã chuyển hướng sang chú trọng vào các nhà máy điện sử dụng những nguồn năng lượng ổn định hơn như dầu, khí và than thay cho thủy điện. Dự kiến sẽ có thêm 8 nhà máy điện đi vào hoạt động trong vài năm tới. Các nhà máy điện tiêu thụ khoảng 83% sản lượng khí khô của GAS. Ước tính tổng nhu cầu khí trong giai đoạn 2012-2016 là 65 tỷ m³ trong khi nguồn cung chỉ đạt 57 tỷ m³ và thiếu hụt 8 tỷ m³. GAS chỉ có thể đáp ứng 88% tổng nhu cầu trong vòng 5 năm tới.

Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)

MUA

Hình 1: Thiếu hụt khí từ 2012 đến 2016



Nguồn: PV Gas

Hình 2: Cung cầu khí (tỷ m³) đối với các khách hàng chính từ 2012 đến 2016

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	Tổng
Đông Nam Bộ	8,55	8,70	9,17	10,29	10,95	47,67
NM điện	7,04	7,04	7,04	7,71	8,15	36,98
NM đạm	0,52	0,52	0,52	0,52	0,52	2,61
Hộ công nghiệp	0,99	1,14	1,61	2,06	2,29	8,08
Tây Nam Bộ	2,62	2,70	2,96	3,81	5,21	17,29
NM điện	2,07	2,15	2,41	3,12	4,39	14,13
NM đạm	0,55	0,55	0,55	0,55	0,55	2,75
Hộ công nghiệp	-	-	-	0,14	0,27	0,41
Tổng nhu cầu	11,17	11,40	12,13	14,10	16,16	64,96
NM điện	7,50	8,63	8,71	10,53	11,98	47,35
NM đạm	0,74	1,17	1,17	1,33	1,33	5,75
Hộ công nghiệp	0,62	0,69	0,76	0,87	0,96	3,91
Tổng cung	8,87	10,50	10,65	12,73	14,27	57,01
Thiếu hụt	-2,31	-0,90	-1,48	-1,36	-1,89	-7,95

Nguồn: PV Gas

Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay Thổ Chu là ba bể chính cung cấp khí tự nhiên cho thị trường Việt Nam. Hệ thống đường ống của Cửu Long và Nam Côn Sơn đóng vai trò quan trọng trong hệ thống cơ sở hạ tầng chiến lược cho vùng tam giác kinh tế Đông Nam bộ, bao gồm TP.HCM, Đồng Nai và Bà Rịa-Vũng Tàu. Cụ thể, bể Malay-Thổ Chu thông qua hệ thống

Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)

MUA

đường ống PM3-Cà Mau cung cấp khí cho nhà máy điện Cà Mau 1 và 2, và nhà máy Đạm Cà Mau ở khu vực đồng bằng sông Cửu Long.

Với việc phát triển các lô khí mới ở các bể Cửu Long, Nam Côn Sơn và Malay-Thổ Chu, nguồn cung khí tại Việt Nam dự báo sẽ tăng trưởng bình quân 10%/năm trong vòng 5 năm tới. Dự báo nguồn cung khí sẽ tăng từ 8,87 tỷ m³ (tương đương 342 triệu MMBTU) năm 2012 lên 14,27 tỷ m³ (tương đương 527 triệu MMBTU) năm 2016, tổng cộng đạt 57 tỷ m³ khí trong giai đoạn này.

Hình 3: Lượng khí cung cấp theo bể, tổng cộng đạt 57 tỷ m³ từ 2012 đến 2016

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	Tổng cộng
Cửu Long	1,07	1,62	1,36	1,20	1,09	6,34
Nam Côn Sơn	6,22	6,81	7,08	8,50	7,68	36,30
Malay Thổ Chu	1,57	2,00	2,00	2,79	5,01	13,37
Thái Bình – Hàm Rồng	0,00	0,07	0,21	0,24	0,48	1,00
Tổng cộng	8,87	10,50	10,65	12,73	14,27	57,01

Nguồn: PV Gas

Hiện tại, trữ lượng khí tại mỏ Bạch Hổ thuộc bể Cửu Long đang giảm và dự kiến sẽ cạn kiệt vào năm 2025 nhưng các mỏ khí khác sẽ được đưa vào hoạt động để bù lại sản lượng của mỏ Bạch Hổ.

Sản lượng tại bể Nam Côn Sơn dự kiến sẽ tăng khi hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 đi vào hoạt động trong năm 2014. Vì vậy, PV Gas có kế hoạch xây dựng hệ thống đường ống giữa khu vực Đông Nam Bộ và Tây Nam Bộ để vận chuyển khí khai thác từ bể Malay-Thổ Chu đến Đông Nam Bộ nhằm cân bằng cung-cầu khí tại khu vực này. Tuy nhiên, đây chỉ là giải pháp tạm thời từ nay đến năm 2024 vì trữ lượng khí ở khu vực Tây Nam Bộ sẽ cạn. Để đáp ứng nhu cầu khí, công ty phải tiếp tục thăm dò và khai thác các mỏ khí mới.

Hiện tại, GAS đang lập kế hoạch giải quyết tạm thời việc thiếu cung bằng cách nhập khẩu LNG bắt đầu từ năm 2014. LNG thích hợp cho vận chuyển đường dài, vì vậy có thể được cung cấp cho các khách hàng ngoài phạm vi hệ thống đường ống.

Giá bán khí khô tăng, giúp tỷ suất lợi nhuận gộp tăng

Giá bán trung bình của khí khô dành cho hai đối tượng khách hàng chính là các nhà máy điện và đạm, tiêu thụ 83% và 10% tổng sản lượng, được quy định và dự kiến sẽ tăng. Giá bán trung bình cho các nhà máy điện trong năm 2012 là 4,99USD/MMBTU và sẽ tăng 4%/năm cho đến năm 2015 và 2% trong năm 2016 đối với sản lượng khí trên mức bao tiêu; giá bán trung bình cho các nhà máy đạm trong năm 2012 là 3,65USD/MMBTU và sẽ tăng 2%/năm cho đến năm 2015. Giá bán trung bình dành cho các hộ công nghiệp, tiêu thụ 7% sản lượng, hiện là 8USD/MMBTU vẫn chưa được ấn định nhưng chúng tôi dự báo sẽ tăng 20%/năm do chính sách định giá theo cơ chế thị trường đối với các khách hàng này. Chúng tôi dự báo tổng giá bán trung bình ở phân khúc khí khô sẽ tăng 8,6% trong năm 2012.

Giá khí đầu vào của GAS tăng 2%/năm từ 2012 đến 2016. Vì vậy tỷ suất lợi nhuận gộp của sản lượng khí bán cho các nhà máy điện sẽ tăng từ 12% lên 14,6%. Đối với các nhà máy đạm, cụ thể là Nhà máy đạm Cà Mau và Nhà máy đạm Phú Mỹ, tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ duy trì tại mức 16% với giá đầu vào và đầu ra cùng tăng 2%.

GAS có thể tự do điều chỉnh giá bán bình quân dành cho các hộ công nghiệp dựa trên cơ chế thị trường. Trong quý 4/2011, GAS đã tăng giá bán bình quân 30% đối với các hộ công nghiệp, từ 6,14USD/MMBTU lên 8USD/MMBTU. Do chính sách định giá theo cơ chế thị trường đối với khí tự nhiên bán cho các hộ công nghiệp, chúng tôi dự báo giá bán bình quân sẽ tăng 20%/năm bắt đầu từ năm 2013 do giá khí vẫn thấp hơn khoảng 65% so với giá dầu FO chuẩn.

Khí bán cho các hộ công nghiệp được lấy từ bể Cửu Long và chi phí đầu vào của khí ẩm (nguyên liệu sản xuất khí khô) do PetroVietnam quyết định và điều chỉnh định kỳ. Giá bán khí ẩm hiện là 3,01USD/MMBTU và dự kiến chỉ tăng 2%/năm từ 2012 đến 2016. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận gộp 40% từ sản lượng khí bán cho các hộ công nghiệp cao hơn nhiều so với tỷ lệ 15%-16% từ sản lượng khí bán cho các nhà máy điện và đạm. Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của lượng khí bán cho các hộ công nghiệp sẽ tăng từ 40% lên trung bình 55% trong giai đoạn dự báo.

Sản lượng khí khô tăng

Tổng sản lượng khí sẽ tăng 4,4% trong năm 2012 với phần lớn nhu cầu tăng thêm là từ các hộ công nghiệp mà chúng tôi dự báo sản lượng tiêu thụ sẽ tăng 14,3%.

Hình 4: Doanh thu và tỷ suất lợi nhuận dự kiến từ khí khô

	Đơn vị	2011	2012	Tăng trưởng
Doanh thu từ NM điện	Tỷ đồng	19.719	21.624	9,7%
Sản lượng	MMBTU	229.100.280	237.827.161	3,8%
Giá bán trung bình	USD/MMBTU	4,10	4,33	5,6%
Lợi nhuận gộp		2.358	3.156	33,8%
Tỷ suất lợi nhuận gộp		12,0%	14,6%	
Doanh thu từ NM đậm	Tỷ đồng	1.572	1.602	1,9%
Sản lượng	MMBTU	20.880.000	20.880.000	0,0%
Giá bán trung bình	USD/MMBTU	3,58	3,65	1,9%
Lợi nhuận gộp		252	256	1,5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp		16,0%	16,0%	
Doanh thu từ HCN	Tỷ đồng	2.859	4.149	45,1%
Sản lượng	MMBTU	21.600.000	24.694.645	14,3%
Giá bán trung bình	USD/MMBTU	6,30	8,00	26,9%
Lợi nhuận gộp		1.031	1.683	63,3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp		36,0%	40,6%	
Doanh thu từ khí khô	Tỷ đồng	24.150	27.374	13,3%
Tỷ suất lợi nhuận gộp		15,1%	18,6%	

Nguồn: BCTC PV Gas & VCSC dự báo

Tổng tỷ suất lợi nhuận gộp tăng nhờ lợi nhuận từ khí khô tăng

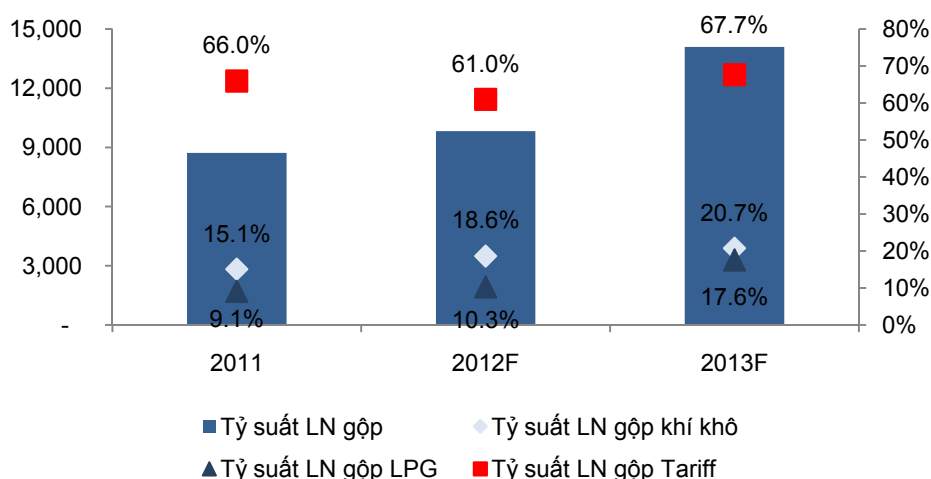
Giá bán bình quân tăng cộng với sản lượng tăng, đặc biệt là đối với các hộ công nghiệp, sẽ giúp nâng tỷ suất lợi nhuận gộp của khí khô từ 15,1% lên 18,6% và đưa tỷ suất lợi nhuận gộp của cả công ty từ 15,2% lên 20%. Khí khô chiếm 56% tổng lợi nhuận gộp của GAS

Hình 5a: Tổng tỷ suất lợi nhuận gộp theo sản phẩm

	2010	2011	2012F	2013F
Khí khô	13,2%	15,1%	18,6%	20,7%
LPG	16,3%	9,1%	10,3%	17,6%
Tariff	75,2%	66,0%	61,0%	67,7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,1%	15,2%	20,0%	24,9%

Nguồn: VCSC ước tính

Hình 5b: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo sản phẩm

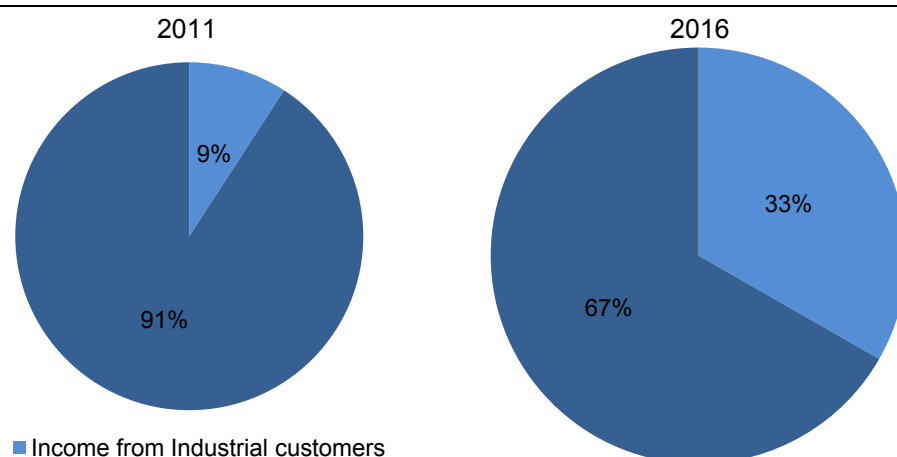


Nguồn: VCSC ước tính

Lợi nhuận từ các khu công nghiệp sẽ chiếm một phần đáng kể trong lợi nhuận của GAS.

Mặc dù các hộ công nghiệp (khí thấp áp) chỉ được mua lượng khí còn lại sau khi bán cho các nhà máy điện và đạm, chiếm khoảng 6,3% tổng lượng khí năm 2011, nhưng doanh thu từ các khách hàng này đóng góp một phần đáng kể trong tổng doanh thu giai đoạn 2012 đến 2016 trong mô hình của chúng tôi. Với chính sách định giá theo cơ chế thị trường, giá bán cho các hộ công nghiệp có thể sẽ được điều chỉnh hàng năm. Từ 2012 đến 2016, chúng tôi dự báo khí thấp áp sẽ tăng trưởng sản lượng bình quân 9,1%/năm, từ 620 triệu m³ năm 2012 lên 956 triệu m³ năm 2016. Chúng tôi dự báo giá bán sẽ tăng khoảng 20% trong giai đoạn 2012-2015 và 5% trong năm 2016. Như đã nói trên, tỷ suất lợi nhuận gộp từ các hộ công nghiệp đạt mức cao, khoảng 40% trong năm 2012 và chúng tôi dự báo sẽ còn tăng nữa trong tương lai. Theo dự báo của chúng tôi, lợi nhuận từ các hộ công nghiệp sẽ chiếm 33% tổng lợi nhuận ròng năm 2016 trong khi chỉ tiêu thụ 7% sản lượng.

Hình 6: Dự báo đóng góp của các hộ công nghiệp vào lợi nhuận của GAS



Nguồn: VCSC dự báo

Triển vọng lợi nhuận 2012

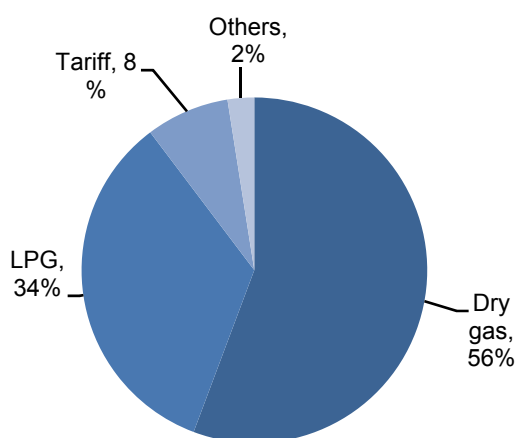
Chúng tôi dự báo trong năm 2012 PV Gas sẽ đạt doanh thu 49.135 tỷ đồng (-2,5%). Mức dự báo này không bao gồm phần doanh thu từ bể PM3 đã được ghi nhận trong các năm trước nhưng thực tế được bù trừ bởi các hợp đồng đối ứng. Tuy nhiên, bắt đầu từ năm 2012, doanh thu từ bể PM3 chỉ được xem như doanh thu vận chuyển khí bằng đường ống. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng sẽ đạt 6.200 tỷ đồng (+7,8%), tương ứng EPS là 3.272 đồng/cổ phiếu. Doanh thu từ khí khô sẽ tiếp tục đóng góp 56% tổng doanh thu và doanh thu từ LPG đóng góp 34%. Doanh thu vận chuyển khí bằng đường ống và các nguồn doanh thu khác sẽ đóng góp 10% tổng doanh thu. Chúng tôi dự báo tổng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ tăng từ 15,2% lên 20%.

Hình 7: Tổng hợp và dự báo lợi nhuận của PV Gas

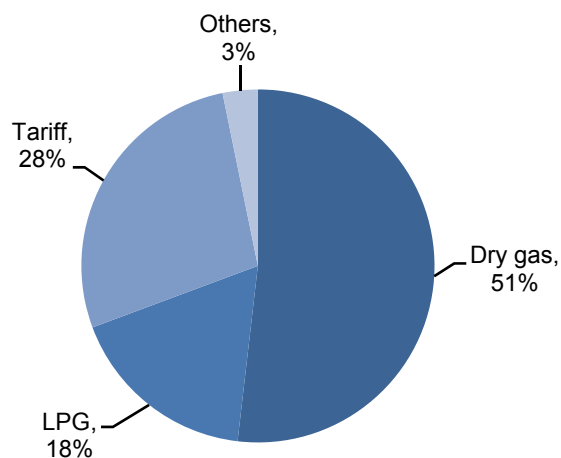
	2011	2012F	Tăng trưởng
Doanh thu khí khô	24.150	27.374	13,3%
Doanh thu LPG	22.196	16.707	-24,7%
Doanh thu vận chuyển khí bằng đường ống	3.931	4.422	12,5%
Khác	139	632	353,3%
Tổng doanh thu	50.417	49.135	-2,5%
Tỷ suất lợi nhuận gộp từ khí khô	3.641	5.095	39,9%
Tỷ suất lợi nhuận gộp từ LPG	2.012	1.718	-14,6%
Tỷ suất lợi nhuận gộp từ vận chuyển khí bằng đường ống	2.593	2.698	4,0%
Khác	472	316	-32,9%
Tổng Tỷ suất lợi nhuận gộp	8.717	9.827	12,7%
EPS	3.034	3.272	7,8%

Nguồn: PV Gas, VCSC ước tính

Hình 8a: Cơ cấu doanh thu 2012



Hình 8b: Cơ cấu tỷ suất lợi nhuận gộp 2012



Nguồn: PV Gas & VCSC dự báo

Phân khúc LPG

Chúng tôi dự báo doanh thu từ LPG, bao gồm LPG do công ty sản xuất và LPG nhập khẩu, sẽ giảm 24,7% xuống 16.707 tỷ đồng. Sự sụt giảm này chủ yếu do lượng LPG nhập khẩu giảm 28,7%. Nhu cầu LPG nhập khẩu giảm mạnh cho giá LPG thế giới tăng và khách hàng ở miền Bắc và miền Trung chuyển sang sử dụng các nguồn năng lượng thay thế khác như năng lượng sinh khối. Chúng tôi dự báo GAS sẽ nhập khẩu 657.000 tấn LPG so với 922.000 tấn năm 2011. Ước tính giá bán LPG bình quân sẽ giảm nhẹ 0,6% xuống 900USD/tấn.

Ở góc độ tích cực, lợi nhuận gộp sẽ chỉ giảm 14,6% do chi phí sản xuất LPG vẫn thấp trong khi giá bán bình quân duy trì ở mức cao. Công suất sản xuất LPG tại Nhà máy xử lý khí Dinh Cố vào khoảng 230.000 tấn/năm, đáp ứng 18% tổng lượng tiêu thụ của cả nước. Giá khí ẩm từ bể Cũ Long để phục vụ sản xuất LPG tương đối thấp, khoảng 3,07USD/MMBTU hay 150USD/tấn. Với tổng chi phí sản xuất LPG tại mức 612 USD/tấn và giá thị trường là 917USD/tấn, tỷ suất lợi nhuận gộp của LPG do công ty sản xuất vẫn duy trì ở mức cao.

Chúng tôi vẫn giữ dự báo giá bán trung bình là 900USD/tấn cho LPG nhập khẩu và cả LPG tự sản xuất, so với giá thị trường hiện tại là 917USD/tấn. Tỷ lệ lợi nhuận gộp có thể sẽ tăng từ 9,1% năm 2011 lên 10,3% năm 2012.

Hình 9: Dự báo doanh thu và tỷ suất lợi nhuận gộp

	Đơn vị	2011	2012F	Tăng trưởng
Công ty tự sản xuất	Tỷ đồng	4.660	4.290	-7,9%
Khối lượng	Tấn	245.000	226.980	-7,4%
Giá bán trung bình	USD/tấn	906	900	-0,6%
Nhập khẩu	Tỷ đồng	17.536	12.417	-29,2%
Khối lượng	Tấn	922.000	657.000	-28,7%
Giá bán trung bình	USD/tấn	906	900	-0,6%
Doanh thu LPG	Tỷ đồng	22.196	16.707	-24,7%
Tỷ suất lợi nhuận gộp		9,1%	10,3%	

Nguồn: PV Gas & VCSC ước tính

Hoạt động vận chuyển khí bằng đường ống

Hoạt động này đóng góp 8% tổng doanh thu và 28% tổng lợi nhuận gộp. Hiện tại, GAS ghi nhận doanh thu vận chuyển khí bằng đường ống từ đường ống NCSB, PM3-Cà Mau và Phú Mỹ-HCM.

Hình 10: Doanh thu vận chuyển khí bằng đường ống và lợi nhuận gộp

	2011	2012F	Tăng trưởng
Doanh thu	3.931	4.422	12,5%
Giá vốn hàng bán	1.338	1.724	28,8%
Lợi nhuận gộp	2.593	2.698	4,0%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	66,0%	61,0%	

Nguồn: PV Gas & VCSC dự báo

Chúng tôi ước tính doanh thu từ vận chuyển khí bằng đường ống là 4.422 tỷ đồng (+12,5%) và lợi nhuận gộp 2.698 tỷ đồng (+4%). Giá vốn hàng bán dự kiến sẽ tăng lên 1.724 tỷ đồng (+28,8%). Chúng tôi dự báo chi phí khấu hao trong năm 2012 sẽ tăng 20%. Năm 2011, bể Nam Côn Sơn chỉ khấu hao 6 tháng trong khi chúng tôi dự báo bể sẽ khấu hao hết trong năm

Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)

MUA

2012. Tỷ suất lợi nhuận gộp từ hoạt động vận chuyển khí bằng đường ống sẽ giảm từ 66% năm 2011 xuống 61% năm 2012.

Hình 11: Tỷ suất lợi nhuận gộp theo hệ thống đường ống

Nguồn	2011	2012F
Nam Côn Sơn	76,8%	69,2%
Nam Côn Sơn Condensate	22,1%	20,4%
Phú Mỹ – TP. HCM	71,1%	68,7%
PM3 – Cà Mau	51,6%	44,6%

Nguồn: PV Gas & VCSC dự báo

Định giá

Chúng tôi sử dụng mô hình FCFF để định giá GAS trong giai đoạn năm 2012 đến 2016 và giả định tỷ lệ tăng trưởng sản lượng khí khô hàng năm là 9,1% và tỷ lệ tăng trưởng sản lượng LPG hàng năm là 9,3% trong giai đoạn này.

Chúng tôi định giá GAS dựa trên báo cáo tài chính của công ty mẹ thay vì dữ liệu tài chính hợp nhất vì các lý do sau:

- Số liệu hợp nhất bỏ sót các giao dịch giữa công ty mẹ và các công ty con/công ty liên kết khiến việc dự báo kém chính xác. Ngoài ra, chiến lược định giá đầu vào và đầu ra của công ty mẹ đã được ấn định trước, vì vậy việc dự báo lợi nhuận sẽ rõ ràng hơn.
- Lợi nhuận của công ty mẹ năm 2011 là 5.749 tỷ đồng trong khi con số hợp nhất là 5.912 tỷ đồng. Điều này có nghĩa là đóng góp của các công ty con/công ty liên kết chỉ chiếm 2,8% tổng lợi nhuận. Do đó chúng tôi tin rằng việc sử dụng số liệu của công ty mẹ sẽ cho kết quả gần với giá trị nội tại của Công ty hơn.

Hình 12: Sản lượng khí theo bể

	Đơn vị	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F	CAGR
Cửu Long		42.874.000	64.694.475	54.277.629	48.138.802	43.759.023	0,4%
Nam Côn Sơn		240.527.806	263.261.047	273.691.954	328.279.227	296.797.369	4,3%
PM3 Cà Mau		58.115.120	74.032.000	74.032.000	79.954.560	79.954.560	6,6%
Lô B-Ô Môn		-	-	-	19.447.539	87.474.236	N/A
Thái Bình – Hàm Rồng		-	2.741.784	8.225.352	9.582.535	19.329.577	N/A
Sản lượng khí khô	MMBTU	341.516.926	404.729.306	410.226.935	485.402.663	527.314.765	9,1%
Công ty tự sản xuất		227	343	287	255	232	0,4%
Nhập khẩu		657	519	637	700	770	3,2%
NM xử lý khí Cà Mau		-	-	-	180	375	N/A
Sản lượng LPG	Nghìn tấn	884	861	924	1.135	1.377	9,3%
LNG	MMBTU	-	-	-	60.000.000	60.000.000	N/A

Nguồn: PV Gas

Hình 13: Định giá theo FCFF

	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
EBIT * (1 – Thuế)	8.234	11.483	14.032	14.740	14.221
Trừ: Thuế	(1.647)	(2.297)	(3.508)	(3.685)	(3.555)
Cộng: Khấu hao	3.561	3.822	3.415	5.377	6.102
Trừ: đầu tư XDCB	(6.103)	(25.418)	(15.970)	(17.598)	(853)
Trừ: Phần tăng vốn LDR	144	(266)	(138)	(140)	(205)
FCFF	4.189	(12.676)	(2.169)	(1.307)	15.709
Tổng hiện giá dòng tiền	(369)				
Hiện giá giá trị năm 2016	89.066				
Cộng: tiền & DT ngắn hạn	8.509				
Trừ: Nợ dài hạn & ngắn hạn	7.598				
Giá trị vốn CSH	89.609				
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	1.895				
Giá cổ phiếu	47.287				

Nhu cầu vốn đầu tư trong kỳ dự báo

GAS có một số kế hoạch đầu tư XDCB trong vòng 5 năm tới nhằm hỗ trợ tăng trưởng trong các hoạt động chính là phân phối khí tự nhiên và LPG, và dự kiến tham gia nhập khẩu-phân phối LNG.

Nhằm tăng công suất sản xuất khí tự nhiên và khả năng phân phối, PV Gas sẽ xây dựng thêm một nhà máy xử lý khí tại Cà Mau và hai hệ thống đường ống dẫn khí – Nam Côn Sơn 2 và Lô B-Ô Môn. Hệ thống đường ống Nam Côn Sơn 2 sẽ đưa khí từ hai mỏ Hải Thạch-Mộc Tinh, một phần của bể Nam Côn Sơn, đến các nhà máy điện ở khu vực Đông Nam Bộ. Dự án này nhằm thay thế lượng khí đang cạn dần ở bể Cửu Long. Hệ thống đường ống Lô B-Ô Môn sẽ đưa khí từ bể Malay-Thổ Chu đến các nhà máy điện và đạm ở miền Tây Nam Bộ. Hai hệ thống đường ống này dự kiến sẽ được hoàn thành vào năm 2014 và nâng công suất lên 8,4 tỷ m³/năm.

PV Gas cũng dự định đầu tư nâng cấp kho cảng Thị Vải và xây dựng một kho LPG mới nhằm tăng cường hoạt động phân phối LPG và khởi động lại dự án kho cảng LNG để bắt đầu nhập khẩu và phân phối LNG vào năm 2015.

Nhu cầu vốn để thực hiện các dự án này từ năm 2012 đến 2016 khá lớn và có thể là một thử thách cho công ty. Tuy nhiên, lượng tiền mặt 8.500 tỷ đồng, tỷ số đòn bẩy thấp (tỷ lệ Nợ/Vốn CSH 22%) và dòng tiền dương từ hoạt động kinh doanh sẽ cho phép công ty tài trợ các kế hoạch đầu tư với cơ cấu Nợ/Vốn CSH mục tiêu là 70:30.

Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)

MUA

Hình 14: Nhu cầu vốn đầu tư XDCB từ 2012 đến 2015

Dự án	Khởi công	Hoàn thành	Vốn XDCB (tổng)	GAS %	Vốn XDCB của GAS
Các dự án khí khô			69.574		58.074
Dự án thu gom khí HST/TGT	2009	2012	1.075	100%	1.075
Điểm dẫn khí thứ 2 tại NCS1	2012	2013	177	100%	177
Đường ống Thái Bình – Hàm Rồng	2012	2013	1.470	100%	1.470
Nâng cấp dự án Rồng-Đồi Mồi	2012	2014	1.050	100%	1.050
Đường ống Nam Côn Sơn 2	2011	2014	27.426	100%	27.426
Đường ống dẫn khí Lô B-Ô Môn	2007	2014	23.470	51%	11.970
NM xử lý khí Cà Mau	2011	2015	14.907	100%	14.907
Các dự án LPG			2.679		2.679
Kho chứa LPG Thị Vải	2009	2013	2.679	100%	2.679
Dự án LNG			5.528		5.528
Kho cảng LNG 1MMT	2010	2015	5.528	100%	5.528
Tổng cộng					66.281

Nguồn: PV Gas & VCSC dự báo, đơn vị: tỷ đồng

Hình 15: Kế hoạch sử dụng vốn

Dự án	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	K/C TSCĐ
Các dự án khí khô						
Thu gom khí HST/TGT	679	396	-	-	-	1,075
Điểm dẫn khí thứ 2 tại NCS1	-	80	97	-	-	177
Đường ống Thái Bình – Hàm Rồng	28	368	735	339	-	1,470
Nâng cấp Rồng Đồi Mồi	-	210	840	-	-	1,050
Đường ống Nam Côn Sơn 2	125	2,580	14,907	7,196	2,618	27,426
Đường ống lô B-Ô Môn	165	1,091	3,214	2,250	5,250	11,970
NM xử lý khí Cà Mau	24	672	2,236	4,526	7,448	14,907
Các dự án LPG						
Kho chứa LPG Thị Vải	726	500	1,453	-	-	2,679
Dự án LNG						
Kho cảng LNG 1MMT	10	70	1,935	1,658	1,855	5,528
Tổng cộng	1,756	5,966	25,418	15,970	17,171	66,281

Nguồn: PV Gas & VCSC dự báo, đơn vị: tỷ đồng

So sánh với các công ty khác

Do không có công ty nào trong nước sở hữu hệ thống đường ống tương tự nên chúng tôi quan sát PER dự báo trung bình của các công ty trong khu vực Châu Á để so sánh với GAS. Theo đó, GAS có ROE vào loại cao nhất khu vực với 24,2%, trong khi PER tương đối thấp.

Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)

MUA

Hình 16: So sánh với một số công ty trong khu vực

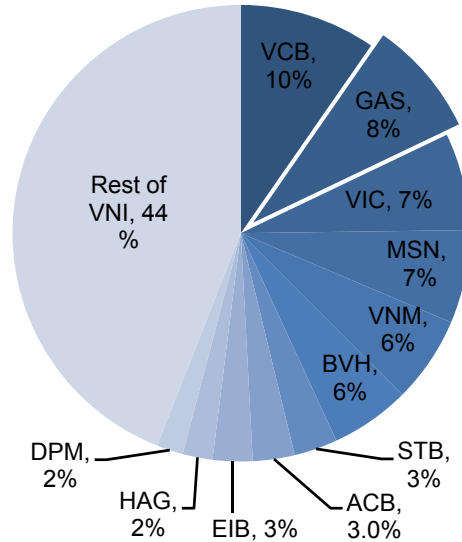
Mã	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	P/E	P/B	Giá/ EBITDA	ROE
750 HK Equity	Trung Quốc	287,1	6,0	1,6	5,4	23,1
LPH US Equity	Trung Quốc	142,0	2,0	0,4	1,5	28,6
757 HK Equity	Hồng Kông	176,2	19,3	0,5	4,1	2,8
681 HK Equity	Hồng Kông	134,7	2,1	0,6	5,3	4,5
206 HK Equity	Hồng Kông	101,9	6,7	0,6	N/A	2,1
384 HK Equity	Hồng Kông	2.230,4	18,6	1,8	6,1	9,7
FTO LN Equity	Hồng Kông	319,2	10,4	1,4	9,3	14,1
GAIL IN Equity	Ấn Độ	7.668,4	10,1	1,9	6,4	20,6
SVOG IN Equity	Ấn Độ	136,9	3,2	0,5	1,0	17,2
ESSA IJ Equity	Indonesia	216,2	11,0	8,3	5,7	62,3
7441 JP Equity	Nhật Bản	153,0	24,9	1,0	7,1	4,7
6328 JP Equity	Nhật Bản	104,3	11,7	1,5	6,0	13,1
9533 JP Equity	Nhật Bản	3.273,7	30,5	1,1	4,5	3,8
1661 JP Equity	Nhật Bản	311,4	10,9	0,3	2,8	3,5
PPT MK Equity	Malaysia	254,3	30,3	2,1	12,4	7,6
AMRB MK Equity	Malaysia	172,1	41,8	1,0	N/A	2,6
IEV SP Equity	Malaysia	83,2	19,2	3,4	N/A	22,9
CHO SP Equity	Singapore	245,4	4,4	1,0	6,8	14,7
FALE SP Equity	Singapore	159,6	49,0	0,8	14,1	1,7
KRZ SP Equity	Singapore	127,0	4,3	1,0	2,8	27,2
036460 KS Equity	Hàn Quốc	3.036,8	15,6	0,4	1,8	3,2
OGDC PA Equity	Pakistan	7.794,0	11,1	3,5	6,5	35,4
PECB PM Equity	Philippines	1.685,1	35,1	12,7	N/A	23,0
Trung bình		1.252,7	16,4x	2,1x	5,8x	15,1%
PV Gas	Việt Nam	3.248,5	11,0x	2,4 x	3,1x	24,2%

Nguồn: Bloomberg, 12 tháng gần nhất

GAS sẽ là mã vốn hóa lớn tiếp theo trong rổ VNIndex

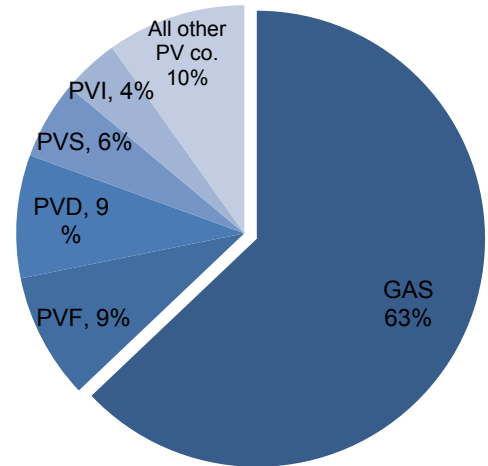
Sau khi niêm yết, GAS sẽ trở thành một trong ba mã có giá trị vốn hóa lớn nhất trong VNI. Chúng tôi cũng lưu ý là GAS là công ty niêm yết có vốn hóa lớn nhất trong gia đình PetroVietnam.

Hình 17a: Các mã vốn hóa lớn trong VNI



Nguồn: Bloomberg

Hình 17b: Các công ty trong gia đình PVN theo vốn hóa



Dù GAS sẽ là một trong các mã có vốn hóa lớn nhất trên sàn HSX, chúng tôi cho rằng hiện tại cổ phiếu sẽ chưa được đưa vào danh mục của các quỹ ETF vì tỷ lệ cổ phiếu tự do giao dịch vẫn còn rất thấp, khoảng 3,2%. Chỉ số MSCI chỉ đưa vào danh mục những cổ phiếu có tỷ lệ cổ phiếu tự do giao dịch từ 5% trở lên. Ngoài ra, GAS cũng chưa được đưa vào rổ VN30 cho đến đầu năm sau do chưa đáp ứng yêu cầu có lịch sử niêm yết ít nhất 6 tháng trước khi được xem xét đưa vào rổ VN30. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo GAS sẽ có tác động lớn lên thị trường.

Tổng quan về công ty

Tổng trữ lượng khí của Việt Nam ước tính vào khoảng 2.160 triệu m³ quy dầu, trong đó 960 triệu m³ quy dầu được phép khai thác. Cho đến nay các hoạt động thăm dò đã xác định ba bể có nhiều tiềm năng phát triển là Cửu Long, Nam Côn Sơn, và Malay Thổ Chu.

Tổng công ty khí Việt Nam (GAS)

MUA

Tổng quan trữ lượng và sản lượng khai thác ước tính của các bể

Bể	Trữ lượng (triệu m3 quy dầu)	Khai thác (triệu m3 quy dầu)	Mô tả
Cửu Long	820	500	Nằm ở thềm lục địa phía Nam Việt Nam và một phần đất liền thuộc đồng bằng sông Cửu Long. Các hoạt động thăm dò và khai thác đã được phát triển mạnh mẽ từ năm 1989.
Nam Côn Sơn	970	250	Ước tính chứa trên 20% tổng sản lượng khí của Việt Nam. Hai mỏ Lan Tây và Lan Đỏ có trữ lượng khí lớn nhất Việt Nam.
Malay-Thổ Chu	370	210	Nằm ở Vịnh Thái Lan, gồm hai dự án đang hoạt động là Lô PM3-CAA và 46-Cái Nước đều khai thác cả dầu và khí.
Total	2.160	960	

Nguồn: PVEP

PV Gas hiện quản lý và điều hành ba hệ thống đường ống dẫn khí tại Việt Nam có chức năng thu gom, xử lý và vận chuyển khí từ biển vào. Tổng lượng khí được vận chuyển qua hệ thống ống dẫn và phân phối của công ty đã tăng đều trong nhiều năm qua, từ 1 triệu m3/ngày năm 1995 lên 23,5 triệu m3/ngày năm 2011.

Để biết thêm chi tiết về công ty, vui lòng xem báo cáo về PV Gas ra ngày 19/05/2011, có thể tải về từ website của VCSC.

Báo cáo tài chính

KQLN	2010	2011	2012	2013	ĐKKT	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần	42.710	57.203	49.135	56.530	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	-35.815	-48.485	-39.308	-42.438	+ Tiền & tương đương	4.277	8.318	8.341	4.132
Lợi nhuận gộp	6.894	8.717	9.827	14.092	+ Đầu tư ngắn hạn	2.102	191	191	191
- Chi phí bán hàng	-429	-598	-639	-735	+ Các khoản phải thu	6.678	6.424	5.473	6.297
- Chi phí quản lý doanh nghiệp	-924	-1.302	-1.376	-1.583	+ Hàng tồn kho	502	571	774	835
Lợi nhuận thuần HKKD	5.541	6.818	7.813	11.774	+ Tài sản ngắn hạn khác	712	691	691	691
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-837	-854	-320	-701	Tổng tài sản ngắn hạn	14.272	16.195	15.469	12.145
- Lợi nhuận khác	1.082	1.450	741	409	+ Tài sản dài hạn	27.587	27.439	33.542	58.960
Lợi nhuận khác	5.787	7.414	8.234	11.483	+ Khấu hao lũy kế	-7.545	-10.045	-13.606	-17.428
- Chi phí lãi vay	-230	-607	-484	-772	+ Tài sản dài hạn	20.043	17.394	19.936	41.532
Lợi nhuận trước thuế	5.557	6.807	7.750	10.710	+ Đầu tư tài chính dài hạn	1.659	2.682	2.682	2.682
- Thuế TNDN	-754	-1.058	-1.550	-2.142	+ Tài sản dài hạn khác	5	2.214	3.454	3.454
LNST	4.802	5.749	6.200	8.568	Tổng tài sản dài hạn	21.706	22.290	26.072	47.668
- Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0	Tổng Tài sản	35.978	38.485	41.541	59.813
LNST của cổ đông CT Mẹ	4.802	5.749	6.200	8.568	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	3.510	3.034	3.272	4.521	+ Phải trả ngắn hạn	3.433	3.087	2.906	3.137
EBITDA	7.428	9.941	11.795	15.304	+ Vay và nợ ngắn hạn	1.550	1.760	1.688	2.406
Khấu hao	-1.641	-2.528	-3.561	-3.822	+ Phải trả ngắn hạn khác	2.870	2.999	2.576	2.963
Tăng trưởng doanh thu	51%	34%	-14%	15%	Nợ ngắn hạn	7.852	7.845	7.169	8.506
Tăng trưởng LN HKKD	27%	23%	15%	51%	+ Vay và nợ dài hạn	4.534	5.838	4.610	14.691
Tăng trưởng EBIT	44%	28%	11%	39%	+ Phải trả dài hạn	1.611	1.659	1.659	1.659
Tăng trưởng EPS	12%	-14%	8%	38%	Nợ dài hạn	6.146	7.497	6.269	16.350
Chỉ số khả năng sinh lợi					Tổng nợ	13.998	15.342	13.438	24.856
Tỷ suất lợi nhuận gộp	16,1%	15,2%	20,0%	24,9%	+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Tỷ suất LNST	11,2%	10,0%	12,6%	15,2%	+ Thặng dư	0	0	0	0
ROE DuPont	23,2%	25,5%	24,2%	27,2%	+ Vốn điều lệ	10.455	18.950	18.950	18.950
ROA DuPont	14,5%	15,4%	15,5%	16,9%	+ Lợi nhuận chưa phân phối	11.524	4.193	9.153	16.008
Tỷ suất EBIT	13,5%	13,0%	16,8%	20,3%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
LNST / LNST	86,4%	84,5%	80,0%	80,0%	Vốn chủ sở hữu	21.979	23.143	28.103	34.958
LNST / EBIT	96,0%	91,8%	94,1%	93,3%	Tổng nợ & vốn CSH	35.978	38.485	41.541	59.813
Vòng quay tổng tài sản	1,3	1,5	1,2	1,1					
Đòn bẩy tài chính	1,6	1,7	1,6	1,6	Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012	2013
ROIC	17,9%	19,6%	19,0%	19,8%	Tiền đầu năm	0	4.277	8.318	8.341
Chỉ số hiệu quả vận hành					Lợi nhuận sau thuế	0	6.807	6.200	8.568
Số ngày phải thu	7,7	4,0	6,2	6,9	+ Khấu hao lũy kế	0	2.528	3.561	3.822
Số ngày tồn kho	43,2	41,8	44,2	38,0	+ Điều chỉnh	0	6.965	0	0
Số ngày phải trả	31,9	24,5	27,8	26,0	+ Thay đổi vốn lưu động	0	-5.594	144	-266
Thời gian luân chuyển tiền	19,0	21,3	22,6	18,9	Tiền từ hoạt động kinh doanh	0	3.899	9.906	12.124
COGS / Hàng tồn kho	47,3	90,4	58,5	52,8	+ Thanh lý tài sản cố định	0	0	0	0
Chỉ số thanh khoản/đòn bẩy tài chính					+ Chi mua sắm TSCĐ	0	-2.869	-6.103	-25.418
CS thanh toán hiện hành	1,82	2,06	2,16	1,43	+ Tăng (giảm) đầu tư	0	-2.030	0	0
CS thanh toán nhanh	1,75	1,99	2,05	1,33	+ Đầu tư khác	0	194	-1.240	0
CS thanh toán tiền mặt	0,54	1,06	1,16	0,49	Tiền từ hoạt động đầu tư	0	-1.627	-7.343	-25.418
Nợ / Tài sản	0,17	0,20	0,15	0,29	+ Cổ tức đã trả	0	777	-1.240	-1.714
Nợ / Vốn sử dụng	0,22	0,25	0,18	0,33	+ Tăng/giảm vốn	0	0	0	0
Nợ / Vốn CSH	0,28	0,33	0,22	0,49	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	0	4.737	-71	717
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,04	0,05	0,04	0,04	+ Thay đổi nợ dài hạn	0	-3.747	0	0
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,13	0,15	0,11	0,25	+ Other financing	0	1	0	0
Khả năng thanh toán lãi vay	25,15	12,22	17,03	14,87	Tiền từ hoạt động tài chính	0	991	-2.539	9.085
Định giá					Tổng lưu chuyển tiền tệ	0	4.041	23	-4.209
P/E	10,3	11,9	11,0	8,0	Tiền cuối năm	0	8.318	8.341	4.132
P/B	2,2	2,9	2,4	2,0	<i>Đơn vị: tỷ đồng</i>				
EV / EBITDA	7,5	7,6	6,3	5,6					
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	16.066	12.213	14.830	18.447					

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Hoa Đình, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành, Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
14/05/2012	MUA	36.000	47.300