

CTCP CNG Việt Nam (CNG)

MUA



Đinh Thị Như Hoa

Chuyên viên cao cấp

hoa.dinh@vcsc.com.vn

+84 8 3 914 3588 ext. 140

Cập nhật

Giữ nguyên khuyến nghị MUA

Nâng giá mục tiêu từ mức 29.100 đồng

Giá hiện tại 28.800VND

Giá mục tiêu 37.000VND

TL tăng 28%

Tỷ suất cổ tức 12%

Dầu khí

Giá trị vốn hóa	28 triệu USD
SL cổ phiếu lưu hành	21 triệu USD
Mức cao nhất 52 tuần	20.800đ
Mức thấp nhất 52 tuần	30.500đ

GTGD bình quân ngày trong 30 ngày qua	0,6 triệu USD
Sở hữu NN còn lại	8,8 triệu USD
TL sở hữu của NN/room tối đa	29% / 49%

Cơ cấu cổ đông

PV Gas South (PGS)	60,3%
IEV Group Sdn. Bhd	13,7%
IEV Energy Sdn. Bhd	4,5%
Christopher Đỗ Nghĩa	3,2%
Khác	18,3%

So sánh diễn biến CNG và VNI



Định giá hấp dẫn, cổ tức cao

Sáu tháng đầu năm 2013, giá khí đầu vào tăng 6,3% nhưng biên lợi nhuận gộp nhìn chung vẫn không đổi so với quý trước tại mức 23% với doanh thu tăng 26% nhưng lợi nhuận ròng chỉ tăng 2% do chi phí hội nghị khách hàng tăng. Hội nghị này được tổ chức 2 năm một lần và CNG đã hạch toán hết vào chi phí trong 1HFY13. Kết quả này khá phù hợp với dự báo của chúng tôi. Tại mức giá hiện tại, chúng tôi vẫn khuyến nghị mua CNG do định giá thấp 4,3 lần và lợi suất cổ tức hấp dẫn 12%. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA và nâng giá mục tiêu tính theo phương pháp chiết khấu dòng tiền lên 37.000 đồng nhờ lãi suất chiết khấu giảm do lãi suất giảm. CNG đã tăng 35% kể từ khi chúng tôi đưa ra khuyến nghị gần đây nhất là MUA ngày 13/11/2012.

P/E 4,3 lần định giá thấp, có thể duy trì cổ tức bằng tiền mặt tại ngưỡng 3.500 đồng. Tại mức PER 4,3 lần, CNG giao dịch tại mức giá thấp hơn 39% so với CTCP Phân phối Khí thấp áp (PGD) và công ty mẹ của CNG, CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam (PGS). ROE của CNG đạt 33,3%, mức cao nhất so với mức bình quân của toàn ngành là 18%. Năm 2012, CNG đã nâng mức trả cổ tức từ 3.500 đồng/cổ phiếu lên 4.500 đồng/cổ phiếu căn cứ trên KQLN 2012, tỷ suất 15,5%. Công ty có thể sẽ cam kết duy trì mức cổ tức 3.500 đồng/cổ phiếu, là hoàn toàn khả thi với EPS dự báo đạt 6.599 đồng/cổ phiếu năm 2013 và 8.495 đồng/cổ phiếu năm 2014.

Khấu hao giảm mạnh trong năm 2014 sẽ giúp lợi nhuận sau thuế tăng 29%.

Chúng tôi dự báo năm 2014, CNG sẽ đạt 1.070 tỷ đồng doanh thu (tăng 14% so với năm 2013) và 177 tỷ đồng lợi nhuận ròng (tăng 29%). Lợi nhuận sau thuế tăng mạnh được cho là nhờ máy móc, thiết bị của CNG sẽ khấu hao xong trong năm 2014 nên chi phí khấu hao sẽ giảm 58% xuống 52 tỷ đồng. Vì vậy, tỷ suất lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng 4% từ 17,2% năm 2013 lên 17,7% trong năm 2014.

Nhưng chúng tôi cho rằng lợi nhuận ròng năm 2015 sẽ giảm 33% do tỷ suất lợi nhuận gộp giảm.

Chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng năm 2015 sẽ giảm 33% xuống 119 tỷ đồng. Chúng tôi dự báo, giá đầu vào đến năm 2015 sẽ tăng 20%/năm nhưng CNG không thể chuyển toàn bộ phần tăng giá đầu vào sang đầu ra. Do vậy, chúng tôi cho rằng tỷ suất lợi nhuận gộp sẽ giảm từ 23% xuống 16% trong năm 2015. Chúng tôi đã tính cả điều này vào dự báo lợi nhuận.

Dựa trên giá thị trường	Thực tế		Ước tính		
Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	732	801	942	1.070	1.195
Biên LN gộp	37,8%	23,1%	23,0%	23,6%	15,7%
Biên LN từ hoạt động (%)	33,3%	17,2%	17,2%	17,7%	9,8%
Biên LN ròng	27,9%	14,7%	14,6%	16,5%	9,9%
LN ròng cho cổ đông (tỷ đồng)	204	118	137	177	119
EPS (đồng)	10.047	5.664	6.599	8.495	5.704
Tăng trưởng EPS (%)	93,8%	-42,2%	16,5%	28,7%	-32,9%
Cổ tức/CP (đồng)	6.000	4.500	3.500	3.500	3.500
Tỷ suất cổ tức (%)	20,4%	15,3%	11,9%	11,9%	11,9%
Giá trị sổ sách/CP (đồng)	19.121	18.279	21.378	26.373	28.578
PER (x)	2,9x	5,1x	4,3x	3,4x	5,0x
PBR (x)	1,5x	1,6x	1,3x	1,1x	1,0x
ROA (%)	38,2%	17,7%	21,7%	25,1%	14,8%
ROE (%)	65,7%	30,7%	33,3%	35,6%	20,8%
Nợ/CSH (%)	44,8%	34,2%	13,5%	11,0%	10,1%

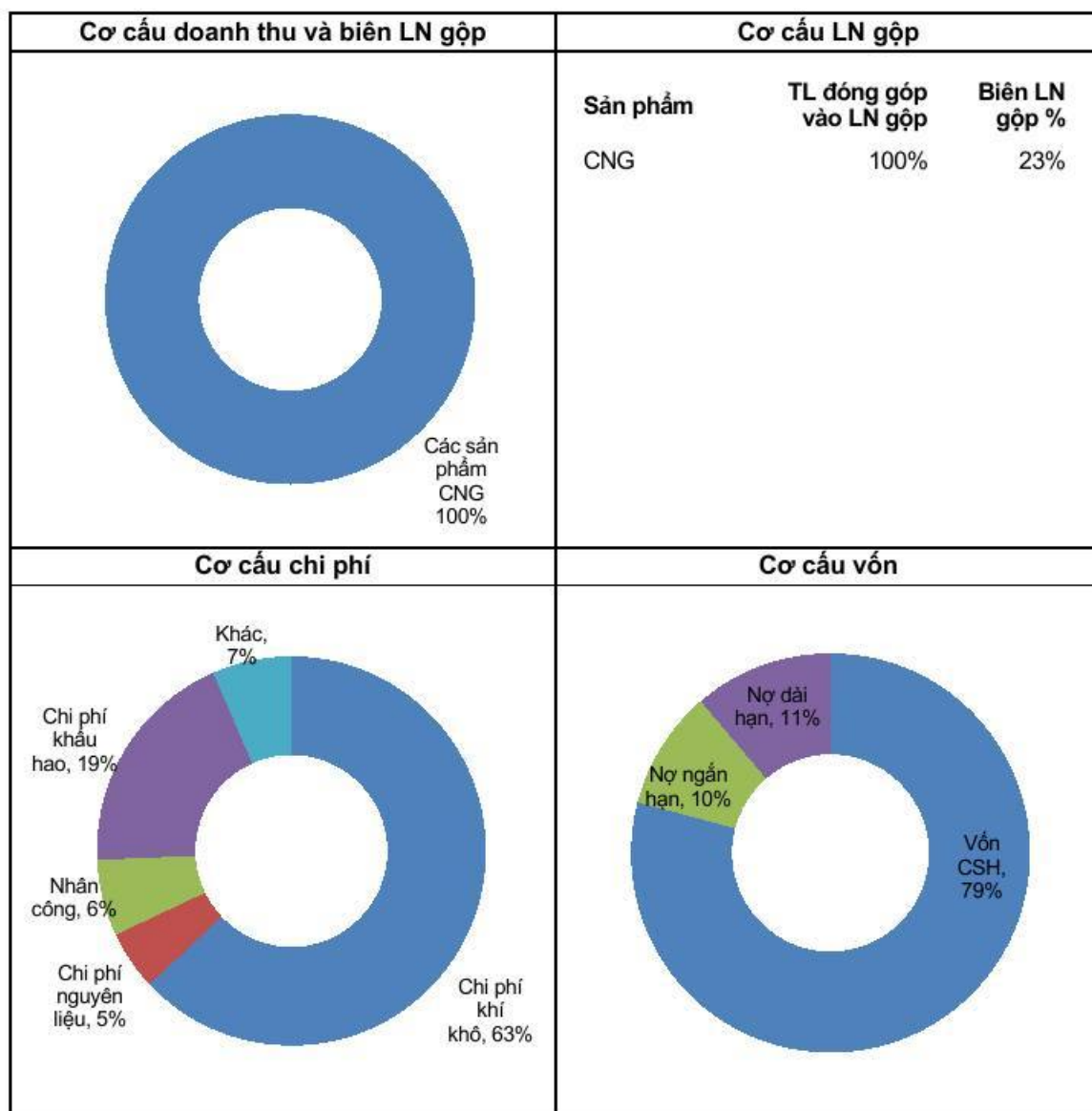
Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh Phân phối khí nén tự nhiên (CNG)
Doanh thu 38,2 triệu USD, 50% thị phần khí khô (2012)
Lợi nhuận ròng 5,6 triệu USD (2012)

Yếu tố DT chính Khí nén tự nhiên
Yếu tố chi phí chính Giá khí khô đầu vào (63%)
Yếu tố rủi ro chính Giá khí đầu vào

Các đối thủ chính CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam – công ty mẹ
Các khách hàng chính Các công ty thép, gốm, và kính công nghiệp

Lãnh đạo Ông Vũ Tuấn Ngọc (Chủ tịch HĐQT), Ông Đặng Văn Vĩnh (TGD)
Địa chỉ 35, Đường 30/4
P. 9, TP. Vũng Tàu
Website www.cng-vietnam.com
Email info@cng-vietnam.com
Điện thoại +84.64.357 4635



Nguồn: CNG và ước tính của VCSC

Sơ lược về Công ty

- Kế hoạch Công ty 2013 khá thấp
- KQLN Quý 1/2013 khá cao nhờ sản lượng tăng
- Điều chỉnh tăng dự báo lợi nhuận 2013
- Điều chỉnh tăng giá mục tiêu

Kế hoạch 2013 của CNG

Hình 1: Các mục tiêu của CNG trong năm 2013

Mục tiêu tài chính		2012	2013	YoY
Doanh thu	tỷ đồng	801	886	11%
LN ròng	tỷ đồng	118	121	2%

Nguồn: ĐHCĐ CNG, 18/04/2013

CNG đặt mục tiêu thấp cho năm 2013

Công ty đặt mục tiêu doanh thu tăng 11% lên 886 tỷ đồng, chủ yếu nhờ tăng trưởng khối lượng và lợi nhuận ròng tăng 2% lên 121 tỷ đồng. Ban lãnh đạo dự báo lợi nhuận ròng gần như không đổi do giá khí đầu vào tăng và chi phí quản lý cũng tăng do chi phí hội nghị khách hàng năm 2013.

Chúng tôi cho rằng mục tiêu của Công ty là thấp. Theo dự báo của chúng tôi, doanh thu sẽ tăng 18% so với năm 2012 lên 942 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế sẽ tăng 18% dựa trên dự báo sản lượng tăng 12% và giá bán trung bình tăng 5%.

KQLN 6 tháng đầu năm 2013

Doanh thu Quý 1/2013 của CNG tăng 31% trong khi lợi nhuận sau thuế tăng 5% nhờ:

- Trong Quý 1, sản lượng tiêu thụ của khí nén tự nhiên tăng 19% so với cùng kỳ năm 2012 và giá bán trung bình tăng 11%.
- Chi phí hội nghị khách hàng được tổ chức 2 năm một lần khiến chi phí quản lý và bán hàng Quý 1 tăng.

Chi phí sản xuất tăng 13%, trong đó bao gồm việc PVGAS (GAS) tăng giá khí đầu vào 6,3% kể từ ngày 01/01/2013.

Hình 2: Tổng kết KQLN Quý 1/2012 và Quý 1/2013

	Đơn vị	Q1/2012	Q1/2013	%yoy
Doanh thu	tỷ đồng	151	198	31%
Sản lượng	MMBTU	0,43	0,51	19%
Giá bán trung bình	USD/MMBTU	16,65	18,42	11%
Lợi nhuận gộp	tỷ đồng	37	45	21%
Biên lợi nhuận gộp	%	24,4	22,6	
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	27	29	5%
Biên lợi nhuận ròng	%	18,0	14,4	

Nguồn: CNG Vietnam

Trong 6 tháng đầu năm 2013, doanh thu ước đạt 451 tỷ đồng (tăng 26% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận sau thuế đạt 67 tỷ đồng (tăng 2%). Chi phí sản xuất tăng 13%, trong đó bao gồm việc PVGAS (GAS) tăng giá khí đầu vào 6,3% kể từ ngày 01/01/2013. CNG đã không thể chuyển hoàn toàn phần chi phí tăng thêm dù đã tăng giá bán trung bình 8%. Vì vậy, biên lợi nhuận ròng giảm từ 18,3% trong 6 tháng đầu năm 2012 xuống 14,5% trong 6 tháng đầu năm 2013.

CNG cũng cho biết, tính đến cuối tháng sáu, CNG đã có 23 khách hàng và hợp đồng với 2 khách hàng mới sẽ đi vào hoạt động trong sáu tháng cuối năm 2013. Trong sáu tháng đầu năm 2013, sản lượng tiêu thụ đạt 1,21MMBTU (tăng 25% so với cùng kỳ năm ngoái).

	Đơn vị	6T đầu 2012	6T đầu 13	%yoy
Doanh thu	tỷ đồng	357	451	26%
Sản lượng	MMBTU	1,0	1,2	25%
Giá bán trung bình	USD/MMBTU	17,6	17,8	1%
Lợi nhuận gộp	tỷ đồng	90	N/A	
Biên lợi nhuận gộp	%	25,2%	N/A	
Lợi nhuận ròng	tỷ đồng	65	67	2%
Biên lợi nhuận ròng	%	18,3%	14,9%	

Dự báo lợi nhuận do VCSC đưa ra

Chúng tôi cho rằng doanh thu sẽ tăng 18% so với năm 2012 lên 942 tỷ đồng và doanh thu ròng tăng 17% lên 137 tỷ đồng dựa trên dự báo của chúng tôi sản lượng tăng 12% và giá bán trung bình tăng 5% trong năm 2013.

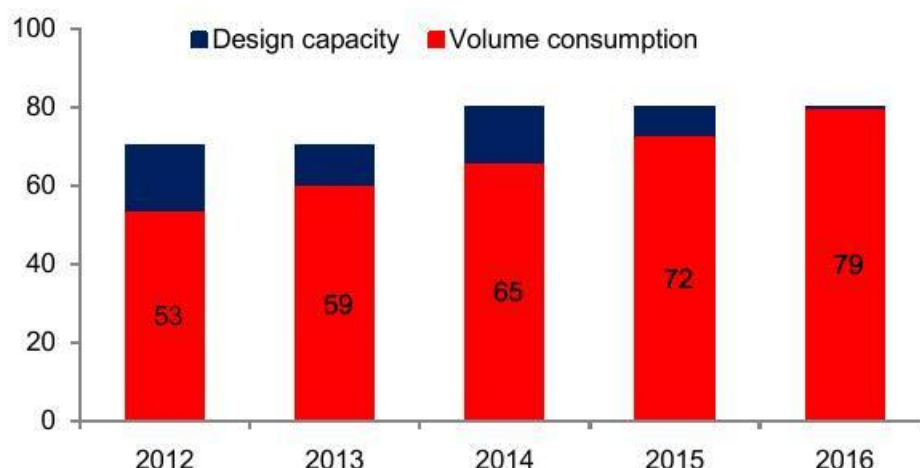
Hình 3: Tổng kết dự báo KQLN

tỷ đồng	2012	2013	YoY %	Giải thích
Doanh thu	801	942	18%	Sản lượng tăng 12%, GBTB tăng 5%
Lợi nhuận gộp	185	217	17%	
Lợi nhuận từ hoạt động	138	162	17%	
Lỗ/lãi ngoài hoạt động	17	15	-15%	Chi phí lãi vay giảm
Chi phí lãi vay	(23)	(23)	0%	
Lợi nhuận trước thuế	132	154	17%	
Lợi nhuận sau thuế	118	137	17%	

Nguồn: CNG và dự báo của VCSC

Đối với các khách hàng hiện tại, chúng tôi cho rằng sản lượng tiêu thụ năm nay sẽ ổn định. Chúng tôi cho rằng sản lượng sẽ đạt 12% nhờ các khách hàng mới như Vinamilk (Trường Thọ, Dielac), URC Vietnam, và hệ thống LPG. CNG dự kiến sẽ mở rộng các kênh phân phối tại tỉnh Biên Hòa và quận Thủ Đức. Theo CNG, Công ty có thể cung cấp tới 1,6 triệu MMBTU (tương đương 67 triệu m³) cho 10 khách hàng mới trong những khu vực này. Chúng tôi dự báo sản lượng khí CNG tăng 12% lên 2,38 triệu MMBTU (tương đương 59 triệu m³) trong năm 2013.

Hình 4: Sản lượng tiêu thụ 2012-2016



Nguồn: VCSC dự báo

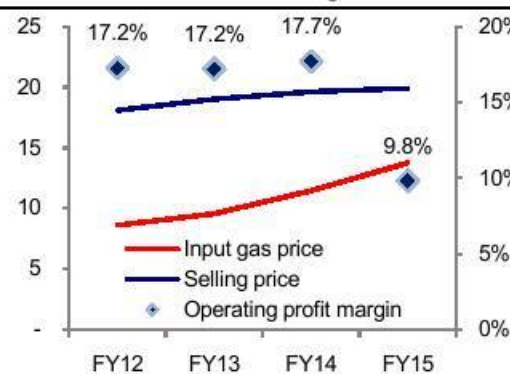
Giá bán CNG thấp hơn 10% - 15% so với nhiên liệu thay thế khác

Giá bán CNG thấp hơn 10% - 15% so với nhiên liệu thay thế khác. Hiện 90% sản lượng tiêu thụ được tham chiếu giá dầu hỏa trong nước và 10% được tham chiếu giá LPG. Đầu năm nay, trong khi Bộ Tài chính giảm giá xăng hai lần thì giá dầu hỏa vẫn không đổi. Giá dầu hỏa trong nước từ đầu năm đến nay đã tăng 4,6% và hiện ở mức 18.450 đồng/kg.

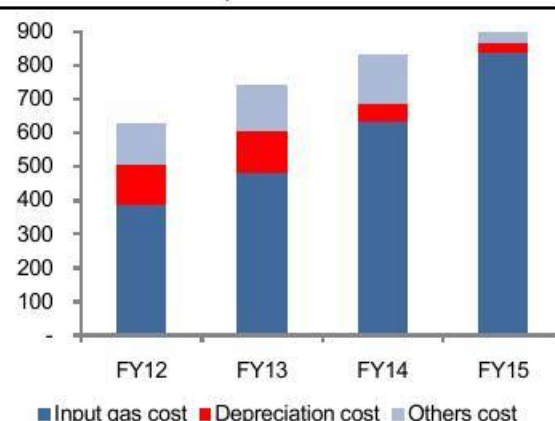
Hoàn tất việc khấu hao sẽ giúp lợi nhuận ròng tăng mạnh trong năm 2014

Năm 2011, CNG Vietnam đã điều chỉnh giai đoạn khấu hao từ 6 năm xuống còn 3 năm. Điều này có nghĩa là đến hết năm 2013, toàn bộ máy móc, thiết bị của CNG Vietnam sẽ được khấu hao xong. Chúng tôi ước tính chi phí khấu hao sẽ giảm 58% xuống 52 tỷ đồng trong năm 2014. Vì vậy, lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh sẽ tăng 4% từ 17,2% trong năm 2013 lên 17,7% trong năm 2014.

Hình 5: Giá khí đầu vào và giá bán



Hình 6: Cơ cấu chi phí



Định giá

Chúng tôi đưa ra giá mục tiêu dành cho CNG là 37.000 đồng, dựa trên phương pháp chiết khấu dòng tiền với giả định phần bù rủi ro thị trường 8% và lãi suất phi rủi ro 9%. Chúng tôi giả định hệ số beta là 1,2 lần, qua đó WACC là 18,3 lần.

Tỷ đồng		Các giả định chính	
Phương pháp định giá	5-YR DCF	WACC	18,3%
Giá mục tiêu	37.000	Thuế suất	11%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu	550	Chi phí CSH	18,6%
Giá trị hiện tại	192	Lãi suất phi rủi ro	9,0%
Tổng dòng tiền tự do chiết khấu và giá trị hiện tại	742	Phí bảo hiểm rủi ro CSH	8,0%
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn	140	Hệ số beta	1,20
Nợ ngắn và dài hạn	130	Chi phí nợ	18,0%
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	Tỷ lệ nợ	11,9%
Giá trị vốn CSH	752	Tăng trưởng cuối cùng	3,0%
Giá trị doanh nghiệp	1.012		
EV/EBITDA	2,2 lần		

	2012	2013	2014	2015	2016
FFCF					
Lợi nhuận từ hoạt động	156	177	213	142	95
trừ: thuế có điều chỉnh	(17)	(19)	(23)	(15)	(10)
cộng: khấu hao	120	124	52	27	22
trừ: Đầu tư XDCB	(48)	(26)	(25)	(27)	(30)
Δ thay đổi giá trị vốn hóa	(58)	11	(6)	7	3
Dòng tiền tự do	152	266	211	134	80
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	129	191	128	69	34

So sánh với các công ty khác cùng ngành

So với các công ty khác cùng ngành, CNG có ROE vào hàng cao nhất là 33,3%, trong khi PER vẫn tương đối thấp.

Công ty	Mã	GT vốn hóa (triệu USD)	P/E 2013 ước tính	P/E 2014 ước tính	P/B	EV/ EBITDA	ROE
CNG Vietnam	CNG VN	29	4,3x	3,4x	1,3	2,2	33,6
CTCP Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam	PGD VN	57	7,0 x	7,3x	1,1	3,9	16,2
CTCP Kinh doanh Khí hóa lỏng Miền Nam	PGS VN	34	4,9x	4,7	0,9	2,0	19,0
Trung bình		45	5,9x	6,0x	1,0	2,9	18%

Nguồn: Bloomberg

Cổ tức

Tăng cổ tức năm 2012

ĐHCG năm nay đã thông qua việc tăng cổ tức bằng tiền mặt từ mức 3.500 đồng/cổ phiếu lên 4.500 đồng/cổ phiếu trong năm 2012 (tỷ suất cổ tức 15,3%) và lợi suất bằng tiền mặt tại mức 3.500 đồng/cổ phiếu (tỷ suất 11,9%) trong năm 2013.

Dự báo cổ tức	Thực tế 2012	Thông qua 2013
Cổ tức bằng cổ phiếu	N/A	N/A
Cổ tức bằng tiền mặt	4.500	3.500
TL trả cổ tức bằng tiền mặt	80%	53%
Lợi suất cổ tức	15,3%	11,9%

Lịch trả cổ tức	Ngày GD không hưởng quyền	Ngày đăng ký cuối	Ngày thanh toán	Tình trạng
Đợt 3 - 2012, 1.500VND	3/06/2013	5/06/2013	20/06/2013	Đã ghi nhận
Đợt 2 - 2012, 1.500VND	22/01/2013	24/01/2013	7 Feb 2013	Đã thanh toán
Đợt 1 - 1.500VND	16/10/2013	18/10/2013	9 Nov 2013	Đã thanh toán

Lịch công bố KQLN

	Loại hình	Ngày công bố dự kiến
Q1/2013	BC tài chính	20/04/2013
Q2/2013	BC tài chính	20/07/2013
Q3/2013	BC tài chính	20/10/2013
Q4/2013	BC tài chính	20/01/2014
2013	BC tài chính	20/01/2014

Tổng kết kết quả hàng quý

tỷ đồng

2013	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	198	na	na	na	198
LN gộp	45	na	na	na	45
Biên LN gộp (%)	23%	na	na	na	23%
LN từ hoạt động	33	na	na	na	33
Biên LN hoạt động (%)	17%	na	na	na	17%
LN ròng	29	na	na	na	29
Biên LN ròng (%)	14%	na	na	na	14%

2012	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	151	206	211	233	801
LN gộp	37	53	40	55	185
Biên LN gộp (%)	24%	26%	19%	24%	23%
LN từ hoạt động	31	45	31	32	138
Biên LN hoạt động (%)	21%	22%	14%	14%	17%
LN ròng	27	38	26	27	118
Biên LN ròng (%)	18%	19%	12%	11%	15%

2011	Quý 1	Quý 2	Quý 3	Quý 4	YTD
Doanh thu	132	192	193	215	732
LN gộp	56	98	79	43	276
Biên LN gộp (%)	42%	51%	41%	20%	38%
LN từ hoạt động	49	91	71	32	244
Biên LN hoạt động (%)	37%	47%	37%	15%	33%
LN ròng	41	76	62	24	203
Biên LN ròng (%)	31%	40%	32%	11%	28%

Báo cáo tài chính

	Thực tế	Dự báo		
Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015
KQLN	801	952	1.081	1.207
Doanh thu thuần	-616	-733	-826	-1.018
- Giá vốn hàng bán	185	219	255	189
Lợi nhuận gộp	-7	-9	-10	-11
- Chi phí bán hàng	-40	-47	-53	-60
- Chi phí quản lý DN	138	164	191	119
LN thuần HĐKD	0	0	0	0
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	17	15	23	25
- Lợi nhuận khác	156	179	215	143
EBIT	-23	-23	-14	-9
- Chi phí lãi vay	132	156	200	134
Lợi nhuận trước thuế	-14	-17	-22	-15
- Thuế TNDN	118	139	179	120
LNST	0	0	0	0
- Lợi ích CĐT	118	139	179	120
LNST cổ đông CT Mẹ	801	952	1.081	1.207
EBITDA	276	304	267	171
Số CP lưu hành (triệu)	21	21	21	21
EPS	5.670	6.680	8.580	5.760

Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	9,5%	18,8%	13,5%	11,7%
Tăng trưởng LN HĐKD	-43,4%	18,5%	17,0%	-38,1%
Tăng trưởng EBIT	-38,8%	14,7%	20,2%	-33,2%
Tăng trưởng EPS	-43,6%	17,8%	28,6%	-32,9%

Chỉ số khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,1%	23,0%	23,6%	15,7%
Tỷ suất LNST	14,7%	14,6%	16,5%	9,9%
ROE %	30,7%	33,6%	35,8%	20,8%
ROA %	17,7%	21,9%	25,2%	14,8%

Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	9	10	9	8
Số ngày phải thu	59	56	56	56
Số ngày phải trả	58	52	54	52
TG luân chuyển tiền	11	14	10	13

Chỉ số TK/đơn bầy TC				
CS thanh toán hiện hành	1,9	2,3	2,8	2,7
CS thanh toán nhanh	1,8	2,2	2,7	2,6
CS thanh toán tiền mặt	0,5	1,0	1,5	1,5
Nợ / Tài sản	20,8%	9,3%	7,8%	7,1%
Nợ / Vốn sử dụng	25,5%	11,9%	9,8%	9,1%
Nợ / Vốn CSH	34,2%	13,5%	10,9%	10,0%
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	6,6	7,8	15,0	15,9

	Thực tế	Dự báo		
Tỷ đồng	2012	2013	2014	2015
Bảng cân đối kế toán				
+ Tiền và tương đương	85	191	318	372
+ Đầu tư TC ngắn hạn	55	55	55	55
+ Các khoản phải thu	136	155	176	196
+ Hàng tồn kho	22	19	21	26
+ Tài sản ngắn hạn khác	19	19	19	19
Tổng tài sản ngắn hạn	316	438	589	668
+ Tài sản dài hạn	458	485	510	537
+ Khấu hao lũy kế	-233	-358	-411	-438
+ Tài sản dài hạn	225	127	99	99
+ Đầu tư tài chính dài hạn	0	0	0	0
+ Tài sản dài hạn khác	82	82	82	82
Tổng tài sản dài hạn	307	209	181	181
Tổng Tài sản	624	647	770	849
+ Phải trả ngắn hạn	91	116	130	161
+ Vay và nợ ngắn hạn	60	60	60	60
+ Phải trả ngắn hạn khác	15	18	20	22
Nợ ngắn hạn	166	193	211	243
+ Vay và nợ dài hạn	70	0	0	0
+ Phải trả dài hạn	7	7	7	7
Nợ dài hạn	77	7	7	7
Tổng nợ	243	200	218	250
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	2	2	2	2
+ Vốn điều lệ	213	213	213	213
+ LN chưa phân phối	166	232	337	384
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	0	0	0	0
Vốn chủ sở hữu	381	447	552	599
Tổng cộng nguồn vốn	624	647	770	849

Lưu chuyển tiền tệ				
Tiền đầu năm	179	85	191	318
Lợi nhuận sau thuế	118	139	179	120
+ Khấu hao lũy kế	120	125	52	27
+ Thay đổi vốn lưu động	-4	0	0	0
+ Điều chỉnh khác	-36	11	-6	7
Tiền từ hoạt động KD	198	275	225	154
+ Chi mua sắm TSCĐ	-48	-27	-25	-27
+ Đầu tư khác	-52	0	0	0
Tiền từ đầu tư	-100	-27	-25	-27
+ Cổ tức đã trả	-158	-73	-73	-73
+ Tăng (giảm) vốn	10	0	0	0
+ Tăng (giảm) nợ ngắn /dài hạn	-42	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	-192	-143	-73	-73
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-94	105	127	54
Tiền cuối năm	85	191	318	372

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Đinh Thị Như Hoa, 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%
NĂM 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 HOẢN	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

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

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

Phòng giao dịch

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

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phó Giám đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Nguyễn Xuân Huy, ext 139

CV cao cấp, Nguyễn Thế Anh, ext 194

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

CV vĩ mô, Nguyễn Duy Phong, ext 120

CV PTKT, Nguyễn Thế Minh, ext 142

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

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 Quang Huy
+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
21/06/2013	MUA	28.800VND	37.000VND
13/11/2012	MUA	22.600VND	29.100VND