

10/10/2012



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

Cập nhật

Giá mục tiêu 52.400 đồng
TL tăng % 43

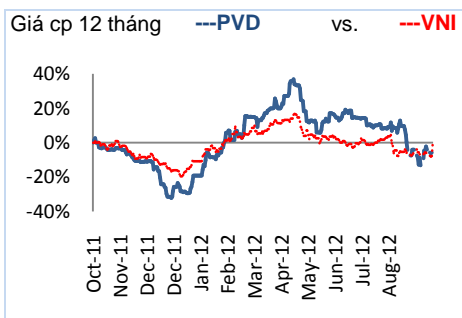
Dầu khí

Các chỉ số chính

Giá ngày báo cáo	36.600	VND/sh
Mức thấp nhất 52 tuần	28.703	VND/sh
Mức cao nhất 52 tuần	43.055	VND/sh
GTGD bình quân 20 ngày	7.221	VND bn
Vốn hóa thị trường (VND)	9.879	VND bn
Vốn hóa thị trường (USD)	470	USD mn
SL cổ phiếu lưu hành	270	million
TL sở hữu NN% [tối đa thực]	49,0	
EPSg [prev 3-yr fwd 3-yr]	3,10	(4.97)
PEGr [prev 3-yr fwd 3-yr]	1,71	(1.05)

Định giá	2011	2012	2013F
EPS (cơ bản)	5.000	6.900	7.000
Tăng trưởng	15,3	38,0	1,4
Cổ tức/cổ phiếu	1,500	1,500	1,500
Lợi suất cổ tức	4,5	4,1	4,1
P/E (thị giá)	7,3x	5,3x	5,2x
P/B (thị giá)	1,1x	1,0x	0,9x
EV / EBITDA	6,7x	5,4x	4,4x
ROE %	18,2	21,1	17,9
ROA %	6,3	7,7	7,7
ROIC %	8,0	10,0	10,0
Nợ/CSH %	127,0	98,2	64,3

Diễn biến giá	3M	6M	12M
PVD	12,5	-2,4	0,9
So với VNI	13,2	10,2	6,5



Cơ cấu cổ đông	%
Tập đoàn Dầu khí Quốc gia VN	50,6
NĐT nước ngoài	35,5
NĐT trong nước	13,9

Lợi nhuận tăng nhờ giàn TAD

Chúng tôi nâng giá mục tiêu từ 46.500 đồng lên 52.400 đồng (tăng 43%) với khuyến nghị MUA. Kết quả hợp nhất 9 tháng đầu năm 2012 đạt 8.000 tỷ đồng, hay 383 triệu USD (tăng 22% so với cùng kỳ năm ngoái) và lợi nhuận ròng đạt 1.100 tỷ đồng hay 52,6 triệu USD (tăng 30%) do biên lợi nhuận ròng cao hơn nhờ giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD), PVD I và các dịch vụ kỹ thuật cao. Các dịch vụ kỹ thuật cao và các dịch vụ liên quan tiếp tục mang lại kết quả cao và đóng góp 30% tổng lợi nhuận ròng. Chúng tôi nâng dự báo cả năm: doanh thu lên 514 triệu USD (tăng 14% so với cùng kỳ năm ngoái) và thu nhập ròng lên 70 triệu USD (tăng 34%). Dự báo EPS cả năm của chúng tôi tăng 27% lên 0,33USD (6.900 đồng). Đối với năm 2013, chúng tôi dự báo EPS đạt 0,34USD (7.000 đồng), theo đó P/E tương ứng sẽ đạt mức khá hấp dẫn là 5 lần.

Giá cổ phiếu rất thấp. PVD Drilling, với mức P/E 12 tháng trước đạt 6 lần, giao dịch tại mức chiết khấu 50% so với các công ty cùng ngành tại châu Á (P/E 12 tháng trước đạt 13 lần). ROE của PVD Drilling đạt 21%, cao nhất trong số các công ty cùng ngành (trung bình 6,7%). Chúng tôi dự báo EPS năm 2013 đạt 7.000 đồng, dù chỉ đóng góp 1,4% vào tăng trưởng EPS, sẽ mang lại P/E dự phóng tương ứng là 5 lần. Chúng tôi cho rằng kế hoạch phát hành cổ phiếu đã khiến giá cổ phiếu xuống đến mức hấp dẫn.

Kế hoạch phát hành gây áp lực lên giá cổ phiếu. PVD Drilling dự kiến sẽ phát hành 40 triệu cổ phiếu (19% lượng cổ phiếu đang lưu hành) sau khi được thông qua tại ĐHCĐ vào tháng 05/2012, nhưng đến nay kế hoạch này vẫn chưa hề tiến triển. Chúng tôi cho rằng PetroVietnam, với 50,6% cổ phần tại PVD, sẽ mua lại 50% lượng cổ phiếu được phát hành lần này để đảm bảo tỷ lệ kiểm soát. Số cổ phiếu còn lại sẽ được bán cho các đối tác chiến lược trong nước và nước ngoài. Chúng tôi cho rằng khó có thể đưa ra mức giá chào bán hấp dẫn được nhà đầu tư mới vì cổ phiếu hiện đang giao dịch tại mức P/B thấp kỷ lục là 1 lần. PVD cũng dự định yêu cầu nhà đầu tư chiến lược cam kết nắm giữ cổ phần tối thiểu 3 năm, khiến tình hình càng trở nên khó khăn. Yêu cầu này có thể khiến các nhà đầu tư tiềm năng đòi hỏi chiết khấu so với giá hiện tại nhưng ít khả năng PVD sẽ phát hành cổ phiếu với giá thấp hơn giá trị sổ sách.

Chúng tôi cho rằng việc phát hành cổ phiếu là quyết định đúng đắn. Lương vốn thu được từ việc phát hành sẽ được sử dụng để đầu tư thêm giàn khoan. Trong lĩnh vực khoan dầu khí, đầu tư vào giàn khoan rất tốn kém nhưng lại cần thiết cho tăng trưởng dài hạn vì đây là cách duy nhất để tăng doanh thu và tránh phụ thuộc vào việc đi thuê lại. Trong năm 2011-2012, chúng ta đã chứng kiến tình trạng không ổn định từ việc thuê lại vì số lượng giàn khoan cho thuê không đủ đáp ứng nhu cầu thị trường. Hoạt động thuê lại chỉ mang lại biên lợi nhuận gộp 5%-10% so với mức tăng chung của 35%-40% của PVD. Hơn nữa, việc phát hành cổ phiếu sẽ giúp PVD Drilling không phải trả lãi ngân hàng. Cuối cùng, do PVD Drilling đang dự định mở rộng ra khỏi phạm vi lãnh thổ Việt Nam, việc có một công ty quốc tế giàu kinh nghiệm và có uy tín làm đối tác chiến lược để hỗ trợ quá trình chuyển tiếp này có ý nghĩa rất lớn.

See important disclosure at the end of this document

Dự án sà lan tiếp trợ (được đợt phát hành này tài trợ một phần) với Chevron sẽ bị hoãn lại đến năm 2014 do chiến dịch khoan của Chevron bị hoãn đến năm 2016. Thay vào đó, PVD sẽ tìm kiếm cơ hội xây dựng một giàn khoan tự nâng kỹ thuật cao thông qua liên doanh với nước ngoài, dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong Quý 3/2013.

Giàn khoan mới sẽ đóng góp vào lợi nhuận kể từ Quý 3. Nhu cầu giàn khoan đã tăng lên. PV Drilling đã thuê lại 2 giàn khoan nữa, một giàn khoan tự nâng và một giàn khoan nửa chìm nửa nổi, bên cạnh giàn khoan Kew Hawaii thuê lại từ tháng 11/2012 đến tháng 11/2013. Giàn khoan tự nâng Ensco 107 đi vào hoạt động vào cuối tháng 09/2012 với tiền thuê là 145.000USD/ngày. Giàn khoan nửa chìm nửa nổi Ocean-Patriot bắt đầu hoạt động vào giữa tháng tám với tiền thuê 270.000USD/ngày. Cả hai giàn khoan này sẽ được thuê trong vòng 6 tháng và biên lợi nhuận ròng ước đạt 5%-10%.

Biên lợi nhuận gộp của giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm và PVD-I cao hơn so với dự báo của chúng tôi, do đó chúng tôi tăng dự báo. Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (PVDrilling sở hữu 62%) là giàn khoan bán tiềm thủy đầu tiên tại Việt Nam và giàn khoan thứ 5 của PVD (3 giàn khoan tự nâng, một giàn khoan trên đất liền và một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm). Thông thường giá thuê giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm thường cao hơn 60% so với giàn khoan tự nâng. Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm của PVD theo hợp đồng, được Công ty Điều hành Dầu khí Biển Đông thuê lại trong vòng 3 năm từ tháng 02/2012 với tiền thuê 205.000USD/ngày. Biên lợi nhuận gộp của giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm thực tế đạt 40%, cao hơn so với dự báo của chúng tôi là 32%. Trong năm 2012, chúng tôi dự báo giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm sẽ đóng góp 13% vào tổng doanh thu và 21% vào tổng lợi nhuận gộp. Cũng trong Quý 3, PVD I (bảo trì 45 ngày trong 6 tháng đầu năm) đã hoạt động với công suất tối đa. Biên lợi nhuận gộp của PVD I tăng từ 26% trong 6 tháng đầu năm lên 35% trong Quý 3.

Tổng kết điều chỉnh dự báo

Chúng tôi đã điều chỉnh dự báo cho phù hợp với kết quả 9 tháng đầu năm, theo đó dự báo lợi nhuận năm 2012 tăng 27%. Các thay đổi này khiến dự báo doanh thu tăng thêm 58 triệu USD và dự báo lợi nhuận tăng thêm 16 triệu USD, lần lượt cao hơn 13% và 30% so với dự báo trước đây của chúng tôi. Dự báo hiện nay của chúng tôi như sau: doanh thu đạt 514 triệu USD (tăng 14% so với cùng kỳ năm ngoái) và thu nhập ròng đạt 70 triệu USD (tăng 33%).

- Giả định biên lợi nhuận gộp của giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm tăng (từ 32% lên 40%), theo đó lợi nhuận gộp của giàn khoan này tăng 34%.
- Các giàn khoan thuê lại cũng đóng góp vào lợi nhuận (Ensco 107 và Ocean Pacific)
- Biên lợi nhuận gộp của dịch vụ kỹ thuật cao và các dịch vụ khác tăng.

Hình 1: Tổng kết điều chỉnh dự báo 2012 của VCSC

Triệu USD	2011	Dự báo 2012 cũ	Dự báo 2012 mới	TL tăng trưởng cũ	TL tăng trưởng mới
Doanh thu	449,6	456,1	514,2	1,5%	14,4%
Chi phí vốn hàng bán	(349,1)	(344,1)	(386,5)	-1,5%	10,7%
Tổng lợi nhuận gộp	100,4	112,0	127,7	11,6%	27,2%
Chi phí điều hành	(28,7)	(34,2)	(33,2)	25,8%	
Thu nhập tài chính	1,4	1,4	2,5	-0,8%	
Chi phí lãi vay	(13,0)	(17,8)	(17,0)	36,4%	
LN trước thuế	60,0	61,4	80,1	2,3%	
Thu nhập ròng	52,1	53,6	69,5	2,8%	33,5%
EPS	0,24	0,26	0,33	4,7%	36,0%
P/E	7,3	6,9	5,3		
Biên LN gộp %	22,3	24,6	24,8		

Hình 2: Tóm tắt thay đổi thành phần LN gộp theo phân khúc

Đơn vị triệu USD	2011	Dự báo cũ của VCSC cho 2012	Dự báo mới của VCSC cho 2012	Δ +/-	%
Giàn khoan của công ty	35,6	62,5	71,3	8,8	14,1%
Giàn khoan thuê ngoài	22,0	4,6	6,9	2,3	50,3%
Dịch vụ giếng khoan	22,6	26,3	24,1	(2,2)	-8,2%
Các dịch vụ khác	20,2	18,7	25,4	6,7	35,8%
Tổng LN gộp	100,4	112,0	127,7	15,7	14,0%

Nguồn: PVD & dự báo của VCSC

Hình 3: Thay đổi biên LN gộp: 26%-37% cho giàn khoan tự nâng & 40% cho giàn khoan TAD

	Đơn vị	2011	Dự báo cũ của VCSC cho 2012	Dự báo mới của VCSC cho 2012	%
PVD I					
Doanh thu	triệu USD	44,4	35,8	39,2	9,6
LN gộp	triệu USD	16,6	8,9	10,1	13,9
Biên LN gộp	%	37	25	26	
PVD II					
Doanh thu	triệu USD	45,3	41,6	45,1	8,3
LN gộp	triệu USD	17,5	15,2	16,5	8,3
Biên LN gộp	%	39	37	37	
PVD III					
Doanh thu	triệu USD	44,3	42,9	44,3	3,2
LN gộp	triệu USD	16,5	16,5	15,7	-4,9
Biên LN gộp	%	37	39	35	
PVD 11					
Doanh thu	triệu USD	2,7	9,6	11,1	15,9
LN gộp	triệu USD	0,5	1,9	2,2	15,9
Biên LN gộp	%	20	20	20	
TAD					
Doanh thu	triệu USD	-	62,3	67,0	7,5
LN gộp	triệu USD	-	19,9	26,8	34,3
Biên LN gộp	%	-	32	40	
Owned rig Doanh thu	triệu USD	136,8	192,2	206,7	7,5
LN gộp	triệu USD	51,1	62,5	71,3	14,1
Biên LN gộp	%	37	32	35	

Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 4: Triển vọng ký kết hợp đồng giàn khoan và giàn khoan cho thuê bổ sung

Tên giàn khoan	Hợp đồng với	Thời gian hợp đồng	Tỷ lệ ngày
Giàn khoan của công ty			
PVD I	Hoàng Long JOC	Từ 06/2012 đến 06/2013	125k - 130k
PVD II	PVEP POC	Từ 07/2012 đến 07/2013	125k - 130k
PVD III	VietsovPetro	Từ cuối 2009 đến cuối 2012	123k
TAD	Biển Đông POC	Từ cuối tháng 02/2012 đến 02/2015	205k
PVD 11	Group Bir Seba	Từ Quý 4/2011 đến Quý 4/2014	30.5k
Giàn khoan thuê ngoài			
Key Hawaii	PVEP POC	Từ 11/2011 đến 11/2013	120k
EnSCO 107	Thăng Long JOC	Cuối tháng 09/2012 đến 03/2013	130k - 140k
Ocean Patriot	Idemitsu	Giữa tháng 08/2012 đến 02/2013	230k - 270k

Nguồn: PVD

Chúng tôi dự báo PVD có thể tăng doanh thu 6 tháng cuối năm 2012 từ hoạt động cho thuê giàn khoan thêm 32 triệu USD so với 6 tháng đầu năm 2012. Dự báo doanh thu cho thuê giàn khoan 6 tháng cuối năm 2012 của chúng tôi là 53 triệu USD.

Đơn vị: triệu USD

Tên giàn khoan	Số tháng ước tính với doanh thu được ghi nhận		Ước tính tác động của doanh thu 6 tháng cuối năm so với 6 tháng đầu năm	Ghi chú
	Doanh thu 6 tháng đầu năm	Doanh thu 6 tháng cuối năm		
Giàn khoan của công ty	97,7	109,2	11,5	
PVD I	16,8	22,4	5,5	Bảo trì trong 6 tháng đầu năm & điều chỉnh giá
PVD II	22,7	22,7	-	
PVD III	22,2	22,2	-	
TAD	30,5	36,5	6,0	Hợp đồng bắt đầu cuối tháng 02/2012
PVD 11	5,6	5,6	-	
Giàn khoan thuê ngoài	21,6	53,4	31,8	
Key Hawaii	21,6	18,0	(3,6)	
EnSCO 107	-	10,9	10,9	Hợp đồng mới
Ocean Patriot	-	24,5	24,5	Hợp đồng mới
Total	119,3	162,6	43,3	

Nguồn: PVD & dự báo của VCSC

Thay đổi biên lợi nhuận gộp cho các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ khác

Trong 6 tháng đầu năm 2012, PVD đã ghi nhận 115 triệu USD doanh thu và 12,5 triệu USD lợi nhuận ròng từ dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ khác. Biên lợi nhuận ròng dịch vụ kỹ thuật giếng khoan tăng từ 14,6% hồi năm 2011 lên 15,1% trong 6 tháng đầu năm 2012. Biên lợi nhuận ròng các dịch vụ khác tăng từ 4,9% hồi năm 2011 lên 8,3% trong 6 tháng đầu năm 2012. Do đó, chúng tôi tăng dự báo biên lợi nhuận gộp lên 28% cho dịch vụ giếng khoan và 17,3% cho các dịch vụ khác.

	Đơn vị	2011	Dự báo cũ của VCSC cho 2012	Dự báo mới của VCSC cho 2012	Δ +/-	%
Dịch vụ giếng khoan						
Doanh thu	triệu USD	82,0	109,5	86,1	-23,4	-21,4
LN gộp	triệu USD	22,6	26,3	24,1	-2,2	-8,4
Biên LN gộp	%	27,5	24,0	28,0		
Các dịch vụ khác						
Doanh thu	triệu USD	122,0	114,8	146,4	31,6	27,5
LN gộp	triệu USD	20,2	18,7	25,4	6,7	35,8
Biên LN gộp	%	16,6	16,3	17,3		

Nguồn: PVD & dự báo của VCSC

Định giá

Giá mục tiêu sửa đổi của chúng tôi, tại mức 2,50 USD/cổ phiếu (52.400 đồng), cao hơn giá mục tiêu hồi tháng 3/2012 là 2,23 USD/cổ phiếu. Giá mục tiêu của chúng tôi tăng 43% so với giá hiện tại tương ứng với 5 lần EPS dự phóng năm 2013.

Tóm tắt định giá	Hiện tại	FCFF	Giá trị thay thế	P/E tổng hợp	P/B tổng hợp	EV/EBITDA	Giá
Giá cổ phiếu (USD)	1,74	2,17	2,09	4,35	1,72	4,96	
Tỷ trọng		40%	40%	5%	5%	10%	
Giá cổ phiếu x tỷ trọng		0,87	0,83	0,22	0,09	0,50	2,50
P/E	5,3x	6,5x	6,3x	13,1x	5,2x	15,0x	7,5x
Tổng hợp khu vực				13,1x	1,1x	10,3x	

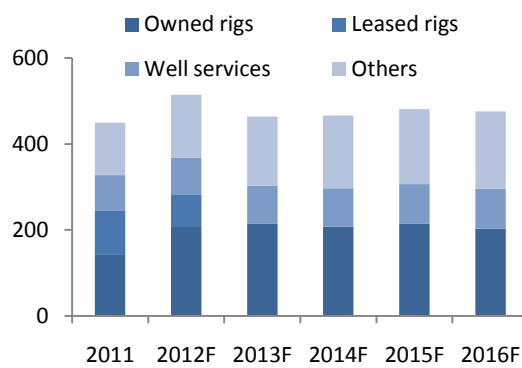
Nguồn: Dự báo VSCS, Bloomberg

Mô hình FCFF

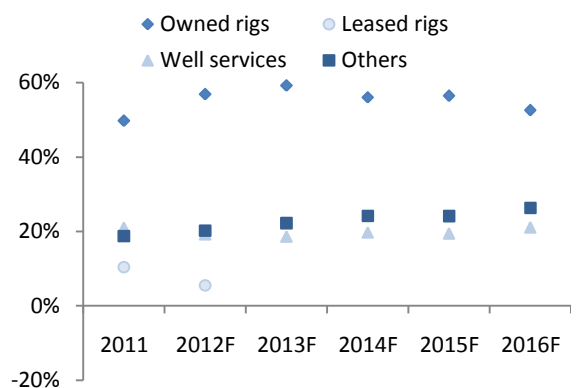
Mô hình định giá DCF của chúng tôi giả định tỷ lệ bảo hiểm rủi ro thị trường là 12% và lãi suất phi rủi ro là 11%. Chúng tôi giả định hệ số beta là 1,2 lần để phòng rủi ro chính trị ở Biển Đông. Chúng tôi giả định chi phí vốn bình quân (WACC) là 25,4% trong năm 2012 và tỷ lệ tăng trưởng 2%.

Chúng tôi thực hiện dự báo doanh thu và lợi nhuận gộp của cho PVD trên 4 phân đoạn: Cho thuê giàn khoan từ giàn khoan của công ty, cho thuê giàn khoan từ giàn khoan thuê ngoài, dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ khác.

Hình 5: Thành phần doanh thu (triệu USD)



Hình 6: Thành phần biên LN gộp



Nguồn: Dự báo của VCSC

Hình 7: Mô hình định giá FCFF

USD' 000	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
LN trước thuế & lãi vay EBIT * (1-Tax)	84.688	86.010	81.636	84.456	78.351
Cộng: Khấu hao	38.115	48.499	48.499	48.499	48.499
Trừ: Vốn đầu tư cơ bản (CAPEX)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Trừ: Phần tăng vốn lưu động ròng	3.913	4.111	(2.719)	(4.216)	(5.728)
FCFF	96.716	108.620	97.416	98.738	91.122
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	84.183	82.282	65.283	57.577	49.624
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	338.950				
Giá trị còn lại	463.355				
cộng: tiền mặt & DT ngắn hạn	32.081				
trừ: nợ ngắn hạn & dài hạn	379.355				
Giá trị vốn CSH	453.603				
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	210				
Giá mục tiêu (USD)	2,17				

Giá trị thay thế

Triệu USD	WD tối đa	Chi phí	Giá xây dựng mới tương đương hiện tại	Năm bắt đầu hoạt động	Chiết khấu %	Giá trị thay thế	Ghi chú
PVD I	300 ft	115	145	2007	17%	121	
PVD II	400 ft	191	230	2009	10%	207	Giá xây dựng hiện tại của Ensco & Noble's
PVD III	400 ft	206	230	2010	8%	211	
PVD 11	N/A	19	19	2011	25%	14	
TAD	5,000 ft	210	NA	2012	0%	130	Giá thực tế & sở hữu 62%
FA khác		38			15%	32	
Tổng cộng						715	
Tiền mặt						79	
Nợ						357	
Giá trị tài sản ròng						437	
Giá trị tài sản ròng/cổ phiếu (USD)						2,09	

Chiết khấu % được tính bằng độ tuổi của thiết bị chia cho 30 năm là dòng đời trung bình của các giàn khoan tự nâng trên toàn thế giới

So sánh

Do vị thế độc quyền của PVD tại Việt Nam, chúng tôi trích xuất số liệu một số nhà máy khoan dầu trong khu vực để so sánh. Chúng tôi phân bổ tỷ trọng 5% vào các chỉ số P/E và P/B và tỷ trọng cao hơn một chút vào cách tiếp cận EV/EBITDA hướng tới xác định giá trị cổ phiếu với bản chất của ngành là vốn đầu tư cơ bản CAPEX cao.

Hình 8: Phân tích so sánh các công ty cùng ngành

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
Aban Offshore Ltd	Ấn Độ	349,1	5,9	0,7	7,2	14,7
Jindal Drilling & Industrials Ltd	Ấn Độ	106,7	11,3	1,2	5,2	10,9
Great Offshore Ltd	Ấn Độ	64,0	-	0,4	7,2	(3,6)
Anton Oilfield Services	Trung Quốc	532,6	22,2	2,0	14,1	4,7
KS Energy Ltd	Singapore	268,8	-	1,1	17,6	-
Trung bình		264,3	13,1	1,1	10,3	6,7
PVD Drilling	Việt Nam	470,0	6,5	1,0	5,4	21,1

Nguồn: Bloomberg

Báo cáo tài chính

Đơn vị: tỷ đồng

KQLN	2010	2011	2012F	2013F	CĐKT	2010	2011	2012F	2013F
Doanh thu thuần	406.638	449.550	514.192	492.159	Tài sản				
- Giá vốn hàng bán	(312.230)	(349.134)	(386.476)	(364.349)	+ Tiền và tương đương	45.139	32.081	79.247	79.740
Lợi nhuận gộp	94.408	100.417	127.716	127.810	+ Đầu tư TC ngắn hạn	1.356	-	-	-
- Chi phí bán hàng	(157)	(1.533)	(2.057)	(1.969)	+ Các khoản phải thu	102.886	104.578	118.648	116.260
- Chi phí quản lí DN	(24.153)	(27.201)	(31.113)	(29.779)	+ Hàng tồn kho	18.088	48.160	37.726	36.564
Lợi nhuận thuần HĐKD	70.098	71.682	94.547	96.061	+ Tài sản ngắn hạn khác	2.117	3.145	3.145	3.145
- (Lỗ) / lãi tỷ giá	-	-	-	-	Tổng tài sản ngắn hạn	169.586	187.964	238.765	235.709
- Lợi nhuận khác	1.398	1.371	2.521	2.521	+ Tài sản dài hạn	571.279	778.510	808.510	838.510
Lợi nhuận khác	71.496	73.053	97.067	98.582	+ Khấu hao lũy kế	(68.925)	(102.342)	(140.457)	(188.956)
- Chi phí lãi vay	(16.793)	(13.050)	(16.986)	(17.033)	+ Tài sản dài hạn	502.353	676.168	668.053	649.554
Lợi nhuận trước thuế	54.703	60.003	80.081	81.549	+ Đầu tư tài chính dài hạn	22.195	14.869	14.869	14.869
- Thuế TNDN	(7.147)	(7.652)	(10.213)	(10.400)	+ Tài sản dài hạn khác	786	9.780	10.926	10.926
LNST	47.556	52.351	69.868	71.149	Tổng tài sản dài hạn	603.696	701.964	693.849	675.350
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(193)	(272)	(349)	(356)	Tổng Tài sản	773.282	889.928	932.614	911.059
LNST của cổ đông CT Mẹ	47.363	52.079	69.519	70.793	Nợ & Vốn chủ sở hữu				
EPS (đ)	0,23	0,25	0,33	0,34	+ Phải trả ngắn hạn	84.991	93.663	98.881	93.220
EBITDA	104.261	107.706	135.182	147.081	+ Vay và nợ ngắn hạn	75.367	98.407	98.407	98.407
Khấu hao	(32.764)	(34.653)	(38.115)	(48.499)	+ Phải trả ngắn hạn khác	39.768	40.791	46.656	44.657
Tăng trưởng doanh thu	69,4%	10,6%	14,4%	(4,3%)	Nợ ngắn hạn	210.855	244.221	243.944	236.283
Tăng trưởng LN HĐKD	23,9%	2,3%	31,9%	1,6%	+ Vay và nợ dài hạn	279.521	280.948	258.800	178.326
Tăng trưởng EBIT	22,3%	2,2%	32,9%	1,6%	+ Phải trả dài hạn	5.970	66.041	66.041	66.041
Tăng trưởng EPS	(0,4%)	10,0%	33,5%	1,8%	Nợ dài hạn	285.490	346.990	324.841	244.367
Chỉ số khả năng sinh lợi					Tổng nợ	496.345	591.211	568.785	480.650
Tỷ suất lợi nhuận gộp	23,2%	22,3%	24,8%	26,0%	+ Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
Tỷ suất LNST	11,7%	11,6%	13,6%	14,5%	+ Thặng dư	77.038	77.038	77.038	77.038
ROE DuPont	18,5%	18,2%	21,1%	17,9%	+ Vốn điều lệ	117.334	117.334	117.334	117.334
ROA DuPont	6,5%	6,3%	7,7%	7,7%	+ LN chưa phân phối	57.313	73.537	138.650	205.229
Tỷ suất EBIT	17,6%	16,3%	18,9%	20,0%	+ Lợi ích cổ đông thiểu số	847.295	937	937	937
LNST / LNST	86,9%	87,2%	87,2%	87,2%	Vốn chủ sở hữu	276.936	298.717	363.829	430.409
LNST / EBIT	76,5%	82,1%	82,5%	82,7%	Tổng cộng nguồn vốn	773.282	889.928	932.614	911.059
Vòng quay tổng tài sản	0,56x	0,54x	0,56x	0,53x	Lưu chuyển tiền tệ	2010	2011	2012F	2013F
Đòn bẩy tài chính	2,85x	2,89x	2,75x	2,32x	Tiền đầu năm	48.743	45.139	32.081	79.247
ROIC	7,8%	8,0%	10,0%	10,0%	Lợi nhuận sau thuế	54.703	60.003	80.081	81.549
Chỉ số hiệu quả vận hành					+ Khấu hao lũy kế	32.764	34.653	38.115	48.499
Số ngày phải thu	21,0	34,6	40,6	37,2	+ Điều chỉnh	11.715	10.154	-	-
Số ngày tồn kho	77,9	84,2	79,2	87,1	+ Thay đổi vốn lưu động	(32.954)	9.494	(3.913)	(4.111)
Số ngày phải trả	82,7	93,4	90,9	96,2	Tiền từ hoạt động KD	66.228	114.305	114.283	125.936
Thời gian luân chuyển tiền	16,3	25,5	28,9	28,1	+ Thanh lý tài sản cố định	321	378	-	-
COGS / Hàng tồn kho	17,35x	10,54x	9,00x	9,81x	+ Chi mua sắm TSCĐ	(79.857)	(132.012)	(30.000)	(30.000)
Chỉ số TK / đòn bẩy TC					+ Tăng (giảm) đầu tư	(1.207)	(5.960)	-	-
CS thanh toán hiện hành	0,80x	0,77x	0,98x	1,00x	+ Các hoạt động ĐT khác	9.581	1.656	-	-
CS thanh toán nhanh	0,72x	0,57x	0,82x	0,84x	Tiền từ hoạt động ĐT	(67.264)	(131.442)	(30.000)	(30.000)
CS thanh toán tiền mặt	0,21x	0,13x	0,32x	0,34x	+ Cổ tức đã trả	-	(20.324)	(14.969)	(14.969)
Nợ / Tài sản	45,9%	42,6%	38,3%	30,4%	+ Tăng (giảm) vốn	-	-	-	-
Nợ / Vốn sử dụng	56,2%	55,9%	49,5%	39,1%	+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-	114.525	-	-
Nợ / Vốn CSH	128,1%	127,0%	98,2%	64,3%	+ Thay đổi nợ dài hạn	(418)	(90.052)	-	-
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	9,7%	11,1%	10,6%	10,8%	+ Các hoạt động TC khác	(176)	309	-	-
Nợ dài hạn / Vốn CSH	36,1%	31,6%	27,7%	19,6%	Tiền từ hoạt động TC	(2.568)	4.079	(37.118)	(95.443)
Khả năng TT lãi vay	4,26x	5,60x	5,71x	5,79x	Tổng lưu chuyển tiền tệ	(3.604)	(13.057)	47.166	493
Định giá					Tiền cuối năm	45.139	32.081	79.247	79.740
P/E	8,64x	7,32x	5,30x	5,23x					
P/B	2,13x	1,13x	1,03x	0,87x					
EV / EBITDA	9,04x	6,66x	5,40x	4,42x					
GT sổ sách/cp	1,32	1,42	1,73	2,05					

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%
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

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, 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

Quyền 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

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143
Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147
Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130
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 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
10/10/2012	MUA	36.600	52.400
16/03/2012	THÊM VÀO	38.900	46.500
08/11/2011	THÊM VÀO	37.000	44.000
16/08/2011	THÊM VÀO	36.800	44.000