



MUA

Báo cáo lần đầu

Chuyên viên phân tích

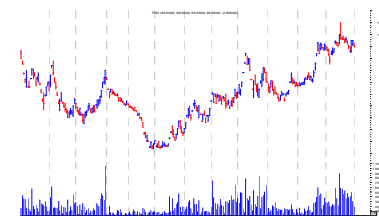
Nguyễn Thị Ngân Tuyền

tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

(84) 8 – 838 6636 – 163

Giá VND 97.000
Mục tiêu VND 112.000
VN Index 617,4

Đồ thị biến động giá



| % thay đổi | 1T | 3T | 6T |
|--------------|------|------|-------|
| Giá CP | 1,6 | 23,4 | 33,8 |
| So với Index | -3,6 | -4,0 | -33,5 |

Thông tin cổ phiếu

| | |
|--------------------------|---------|
| Mã chứng khoán | PVD.VN |
| Vốn hoá TT (VND bn) | 15.315 |
| Cao nhất 52tuần(VND) | 132.000 |
| Thấp nhất 52tuần(VND) | 52.000 |
| Số lượng CP (triệu) | 157,9 |
| GTGD bq 6T (VND bn) | 14,1 |
| Tỷ lệ giao dịch tự do(%) | 34,1 |
| Cổ đông lớn (%) | |
| Petro Vietnam (50,4) | |
| PVFC (6,8) | |
| VCB (4,4) | |

Chỉ số cơ bản

| | |
|--------------------------|--------|
| ROE (%) | 36,0 |
| Nợ ròng/VCSH (%) | 190,7 |
| NTA (VND) | 23.172 |
| Khả năng trả lãi vay (x) | 10,2 |

PV Drilling

Người tiên phong của ngành dầu khí

Nhà cung cấp dịch vụ dầu khí hàng đầu Việt Nam

Từ khởi đầu khiêm tốn là một công ty về dịch vụ cho thuê công cụ thiết bị dầu khí và ứng cứu sự cố tràn dầu, PVD đã trở thành nhà cung cấp trọn gói về cho thuê giàn khoan và các dịch vụ về giếng khoan hàng đầu ở Việt Nam. Năm 2008, Công ty nắm giữ 10% thị phần về cung cấp giàn khoan, đóng góp 40,1% tổng doanh thu và 85,1% lợi nhuận hoạt động của công ty. Bên cạnh đó, PVD còn nắm giữ 90,0% thị phần về cung ứng nguồn nhân lực khoan và dịch vụ ứng cứu sự cố tràn dầu; 80% thị phần về cung cấp dịch vụ cementing giếng khoan và dịch vụ hỗ trợ giếng khoan; 50,0% thị phần về các dịch vụ khác về giếng khoan như thử vỉa, địa vật lý giếng khoan.

Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận cao

Chúng tôi lạc quan về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của Công ty dựa trên quan điểm rằng phần đóng góp từ hoạt động cho thuê giàn khoan sẽ tăng cao hơn nhờ có thêm hai giàn khoan biển mới được đưa vào hoạt động và giá cho thuê giàn có tiềm năng sẽ gia tăng trong năm tới. Ngoài ra, các mảng dịch vụ giếng khoan khác cũng sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận hai con số. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của công ty sẽ tăng trưởng ở mức hai con số trong vài năm tới sau khi giảm nhẹ ở năm 2009.

Định vị tốt để đạt được nhiều hợp đồng về khoan và dịch vụ giếng khoan

Chúng tôi tin rằng công ty đang được định vị rất tốt để có thể đạt được nhiều hợp đồng về cho thuê giàn khoan và dịch vụ giếng khoan dựa trên vị thế rất mạnh của công ty trong ngành này. PVD là công ty dầu khí nội địa duy nhất hoạt động trong lĩnh vực khoan và dịch vụ khoan dầu khí. Để bổ sung cho những kỹ lực trong lĩnh vực hoạt động của mình, Công ty đã thành lập những liên doanh với những tên tuổi tiếng tăm trong lĩnh vực dầu khí để có thể trao đổi học hỏi bí quyết kỹ thuật và đa dạng hóa sản phẩm dịch vụ cung cấp.

Khuyến nghị MUA

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu về **PVD** với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **112.000 đồng/cổ phiếu** dựa vào mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF). Mô hình DCF của chúng tôi sử dụng chi phí vốn bình quân (WACC) là 11,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%. Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra cao hơn 15,5% so với giá đang giao dịch 97.000 đồng của cổ phiếu PVD, tương đương với P/E tương lai là 12,0 lần, thấp hơn 22,1% so với P/E bình quân 15,4 lần của các công ty cùng ngành trong khu vực.

| Kết thúc năm TC 31/12 | 2006 | 2007 | 2008F | 2009F | 2010F |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|----------|
| Doanh thu (VND bn) | 2.738,6 | 3.728,7 | 3.712,2 | 6.058,9 | 6.645,2 |
| LN trước thuế (VND bn) | 579,9 | 928,7 | 971,2 | 1.419,5 | 1.776,2 |
| LN ròng (VND bn) | 571,9 | 922,3 | 858,8 | 1.234,7 | 1.545,0 |
| EPS (VND) | 4.406,1 | 6.978,0 | 6.497,6 | 9.341,9 | 11.689,6 |
| Tăng trưởng EPS (%) | 370,2 | 58,4 | (6,9) | 43,8 | 25,1 |
| PER (x) | 22,0 | 13,9 | 14,9 | 10,4 | 8,3 |
| EV/EBITDA (x) | 18,5 | 13,7 | 14,9 | 8,3 | 6,7 |
| Yield (%) | 1,6 | 2,6 | 2,1 | 5,2 | 6,2 |

Cơ hội đầu tư

Nhà tiên phong của khoan dầu khí Việt Nam

Nhà cung cấp dầu khí hàng đầu Việt Nam. Từ khởi đầu khiêm tốn là một công ty về dịch vụ cho thuê công cụ thiết bị dầu khí và ứng cứu sự cố tràn dầu, PVD đã trở thành nhà cung cấp trọn gói về cho thuê giàn khoan và các dịch vụ về giếng khoan hàng đầu ở Việt Nam. Năm 2008, công ty nắm giữ 10% thị phần về cung cấp giàn khoan, đóng góp 40,1% tổng doanh thu và 85,1% lợi nhuận hoạt động của công ty. Bên cạnh đó, PVD còn nắm giữ 90,0% thị phần về cung ứng nguồn nhân lực khoan và dịch vụ ứng cứu sự cố tràn dầu; 80% thị phần về cung cấp dịch vụ cementing giếng khoan và dịch vụ hỗ trợ giếng khoan; 50,0% thị phần về các dịch vụ khác về giếng khoan như thử vỉa, địa vật lý giếng khoan.

Những giàn khoan mới cùng cố thêm vị thế. Chúng tôi tin rằng công ty sẽ tăng trưởng lợi nhuận trong ngắn hạn nhờ hai giàn khoan tự nâng đóng mới, một giàn (PV Drilling II) dự kiến đưa vào hoạt động cuối tháng 9 và một giàn khác (PV Drilling III) dự kiến chính thức hoạt động tháng 12. Với việc đưa vào hoạt động 3 giàn khoan tự nâng, chúng tôi kỳ vọng thị phần của PVD về dịch vụ khoan dầu khí ngoài khơi tăng từ 10% năm 2008 lên đến 30% năm 2010. Hơn nữa, chúng tôi cũng dự đoán trong những năm tới thị trường trong nước sẽ càng thiếu các giàn khoan do hơn 50% các giàn khoan tự nâng ở Việt Nam sẽ phải được thay thế hoặc cải tạo lại, vì các giàn khoan này được đóng trước năm 1980 với vòng đời thiết kế 25-30 năm.

Vị thế thuận lợi để thương lượng giá cho thuê giàn khoan cao hơn. PVD có thể đạt được thỏa thuận giá cho thuê giàn khoan cao hơn so với các công ty cùng ngành nhờ các giàn khoan mới và có tỷ lệ hiệu quả hoạt động của giàn cao. Giàn khoan tự nâng PV Drilling I có hiệu quả hoạt động tăng từ 86% năm 2007 đến 99,6% năm 2008. Ngoài ra, chúng tôi tin rằng PVD ít nhiều nhận được hỗ trợ từ công ty mẹ PetroVietnam, hiện là Tập đoàn độc quyền trong ngành dầu khí Việt Nam, để có được nhiều hợp đồng trong lĩnh vực khoan và dịch vụ khoan dầu khí.

Vị thế hàng đầu giúp đạt được các hợp đồng khoan và dịch vụ giếng khoan. Chúng tôi lạc quan rằng công ty có vị thế tốt giúp đạt được nhiều hơn các hợp đồng khoan và dịch vụ giếng khoan. PVD là công ty dầu khí duy nhất trong nước vận hành các giàn khoan và cung cấp các dịch vụ khoan và giếng khoan dầu khí. Để bổ sung thêm các thành tích kỷ lục trong ngành dầu khí, công ty đã thành lập liên doanh với công ty dầu khí danh tiếng khác nhằm trao đổi bí quyết kỹ thuật và đa dạng hóa sản phẩm và dịch vụ. Chúng tôi kỳ vọng PVD tiếp tục đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận hai con số trong 5 năm tới.

Tăng trưởng lợi nhuận hai con số. Chúng tôi dự báo phần đóng góp vào lợi nhuận gộp của hoạt động cho thuê giàn khoan năm 2010 sẽ tăng 78% so với năm 2009 nhờ vào hai giàn khoan mới được đưa vào hoạt động, PVD Drilling II được đưa vào hoạt động tháng 10/2009 và PVD Drilling III dự định hoạt động vào cuối tháng 12-2009. Chúng tôi cũng dự báo giá cho thuê các giàn khoan tăng 5%-10% mỗi năm do giá dầu toàn cầu hồi phục. Cùng với việc tiết kiệm chi phí quản lý chung (do chi phí quản lý điều hành 3 giàn khoan sẽ tăng không đáng kể so với chỉ điều hành 1 giàn như trước đây), lợi nhuận của công ty tăng 44,9% năm 2010 và giữ mức tăng trưởng hai con số trong năm năm tới.

Kế hoạch mở rộng đầy tham vọng khi đầu tư dự án giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD). PVD sẽ thực hiện liên doanh 51:49 với Vietsopetro để thực hiện dự án TAD với tổng vốn ước tính 230,5 triệu USD. Chúng tôi dự kiến dự án TAD sẽ làm tăng đòn bẩy tài chính của công ty nếu công ty sử dụng tỷ lệ nợ trên vốn chủ sở hữu là 70:30 cho dự án này. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng dự án TAD sẽ góp phần làm tăng lợi nhuận của PVD. Chi tiết dự án TAD được giải thích ở phụ lục III.

Triển vọng tăng trưởng ngành

Sự phục hồi của giá dầu thô và nhu cầu tiêu thụ dầu. Giá dầu thô đã tăng mạnh trở lại từ đầu năm và được dự báo sẽ ở mức 70-85USD/thùng vào năm 2010. Ngoài ra, nhu cầu tiêu thụ dầu toàn cầu cũng được dự báo sẽ tăng trở lại vào năm 2010 ở mức 0,5 triệu thùng/ngày (theo báo cáo hàng tháng của OPEC). Dựa trên dự báo về sự phục hồi ở cả giá dầu thô và nhu cầu tiêu thụ, dẫn đầu là Trung Quốc và các nước ở Trung Đông và Ấn Độ, chúng tôi tin nhiều công ty dầu khí trên thế giới sẽ đẩy mạnh hoạt động thăm dò và khai thác trong ngắn hạn.

Giá cho thuê giàn khoan vẫn giữ mức thấp. Theo Rigzone, giá cho thuê trung bình trên thế giới đối với loại giàn khoan tự nâng IC300 WD là khoảng 140.000USD/ngày, giảm 17,6% so với giá kỷ lục 170.000 USD cuối năm 2008. Điều này cũng không có gì là ngạc nhiên vì giá cho thuê tương đối thấp khi giá dầu đã giảm mạnh so với đỉnh 147 USD/thùng.

Đông Nam Á, khu vực có hoạt động khoan dầu khí sôi động nhất. Theo Rigzone, Đông Nam Á là khu vực có hoạt động khoan dầu khí sôi động nhất. Mặc dù tỷ lệ hoạt động trung bình của các giàn khoan tự nâng ở Đông Nam Á đã giảm từ mức hơn 90% cuối năm 2008 xuống còn 72,4% vào tháng 8-2009 nhưng tỷ lệ này đã được cải thiện dần đến 74,2% đầu tháng 10-2009. Các khoan dầu có độ sâu 300 feet đến 600 feet, tỷ lệ hoạt động trung bình gần đây là 65,2% với khoảng 30 trong số 46 giàn khoan đang hoạt động. Dự kiến trong 2 năm tới sẽ có hơn 20 giàn khoan được đóng mới được đưa vào hoạt động và khi đó, cung có thể vượt cầu vào năm 2011. Tuy nhiên, 50% các giàn khoan hiện tại ở khu vực Đông Nam Á tuổi đã được 25 năm và hơn. Chúng tôi kỳ vọng các khoan dầu cũ sẽ dần được thay thế, do đó sẽ giảm tình trạng nguồn cung vượt quá.

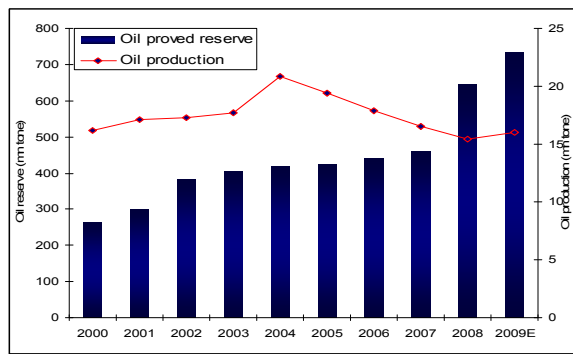
Bảng 1: phân bố theo tuổi giàn khoan ở Đông Nam Á (độ sâu 300ft-600ft)

| South East Asia | Age (years) | | | | | | | | | | | | | | | | Grand Total | |
|-----------------|-------------|---|---|---|---|---|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|-------------|----|
| Current Status | 0 | 1 | 2 | 3 | 4 | 7 | 17 | 18 | 21 | 23 | 25 | 26 | 27 | 28 | 31 | 32 | 33 | |
| Cold Stacked | | | | | | | | | | | 1 | | | | | | 1 | 2 |
| Drilling | 1 | 3 | 5 | 1 | | 1 | 1 | | 1 | 1 | 1 | 3 | 7 | 2 | 1 | 1 | 1 | 30 |
| Inspection | 3 | | | | | | | | | | | | | | | | | 3 |
| Modification | | | | 1 | | | | | | | | | | | | | | 1 |
| Ready Stacked | 1 | 1 | | | 1 | 1 | | | 1 | | | 2 | 1 | | | | 1 | 9 |
| Waiting on Loc | | | | | | | | | | | | | 1 | | | | | 1 |
| Grand Total | 5 | 4 | 6 | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 5 | 9 | 2 | 1 | 1 | 3 | 46 |

Nguồn: Rigzone

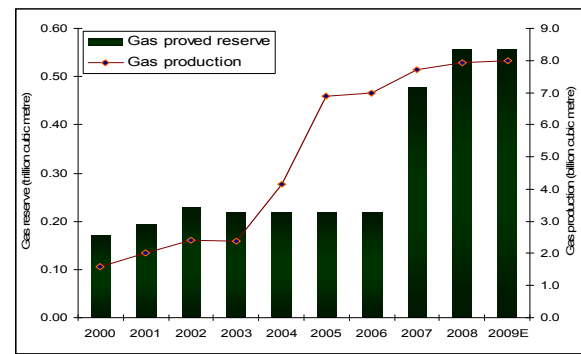
Mục tiêu tham vọng của PetroVietnam trong các hoạt động thượng nguồn và hạ nguồn. PVN có kế hoạch đầu tư 19 tỷ USD trong giai đoạn 2009-2015 để mở rộng hoạt động hạ nguồn. Ngoài ra, PVN, Tập đoàn dầu khí hàng đầu trong nước cũng đang tìm kiếm dự án thăm dò, khai thác dầu khí (E&P) cả trên bờ và ngoài khơi. Hiện tại, PVN đã đạt được 20 dự án E&P ở nước ngoài liên doanh với các công ty dầu khí khác. Tham vọng của PVN trong việc mở rộng hoạt động thượng nguồn E&P đã gặt hái nhiều kết quả đáng kể, góp phần tăng mạnh trữ lượng dầu thêm 38,7%, đạt mức 645,3 triệu năm 2008, trong đó bao gồm trữ lượng tìm thấy 95 triệu tấn dầu ở mỏ Junin 2, Venêzuela. Trong 9 tháng đầu năm 2009, PVN đã tăng trữ lượng dầu thêm 66,6 triệu tấn lên đến 711,9 triệu tấn.

Hình 1: Trữ lượng và khai thác dầu của VN



Nguồn: Bp, Kim Eng

Hình 2: Trữ lượng và khai thác gas của VN



Nguồn: Bp, Kim Eng

Mở rộng hoạt động E&P làm tăng nhu cầu về giàn khoan ở Việt Nam. Do giá dầu thô hồi phục, chúng tôi kỳ vọng PVN tiếp tục chương trình khai thác cả trong nước và nước ngoài như Venezuela, Nga và Iraq. PVN đã dành ngân sách 6,7 tỷ USD cho hoạt động khai thác trong nước và nước ngoài cho giai đoạn 2006-2010 và hơn 9,7 tỷ USD cho giai đoạn 2011-2015. Việc tăng chi tiêu vốn của PVN để đẩy mạnh hoạt động thượng nguồn, có thể sẽ làm tăng nhu cầu về dịch vụ khoan dầu khí và dịch vụ giếng khoan ở Việt Nam. Hơn nữa, chúng tôi kỳ vọng tổng số giếng dầu phục vụ khai thác sẽ tăng từ 55-60 đến 300 giếng trước năm 2010 và 900 trước năm 2020. Điều này sẽ dẫn tới nhu cầu trung bình khoảng 10-12 giàn khoan mỗi năm ở Việt Nam. Hình 4 dưới minh họa số tuổi của giàn khoan gần đây ở Việt Nam, nửa trong số các giàn khoan là hơn 25 năm.

Bảng 2: Tình trạng gần đây của các giàn khoan ở Việt Nam

| Tên | Tình trạng | Hoàn thành | Công ty thuê | Độ sâu | Tuổi |
|---------------------------|--------------------|------------|----------------|--------|------|
| PV Drilling I | Drilling | 2007 | Phu Quy JOC | 300ft | 2 |
| PV Drilling II | Inspection | 2009 | Bach Dang POC | 400ft | 0 |
| PV Drilling III | Under Construction | 2009 | Vietsopetro | 400ft | 0 |
| Offshore Resolute | Drilling | 2008 | Thang long JOC | 350ft | 1 |
| West Ariel | Drilling | 2008 | Vietsopetro | 400ft | 1 |
| West Larissa | Drilling | 1984 | Vietsopetro | 300ft | 25 |
| GSF Galveston Key | Drilling | 1978 | Cuu Long JOC | 300ft | 31 |
| Trident IX | Drilling | 1982 | JVPC | 400ft | 27 |
| Trident XVI | Drilling | 1982 | Petronas (NOC) | 300ft | 27 |
| Tam Dao | Drilling | 1988 | Vietsopetro | 300ft | 21 |
| PetroVietnam Jackup TBN 1 | Under Construction | 2012 | | 200ft | N/A |
| Trident VI | Drilling | 1981 | Vietsopetro | 220ft | 28 |

Nguồn: Rigzone

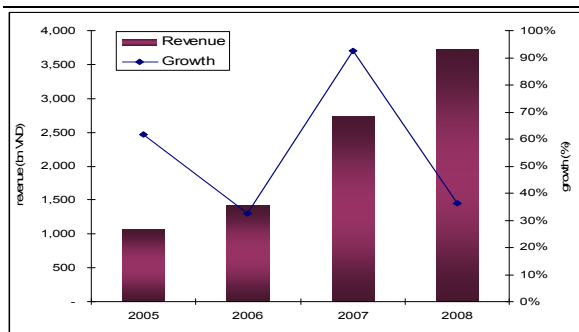
Hoạt động thăm dò ở khu vực nước sâu tiềm năng. Hầu hết các mỏ dầu ở Việt Nam là ở ngoài khơi. Nhiều hoạt động E&P đã tập trung vào vùng nước cạn với độ sâu tối đa 200 mn, vì vậy hoạt động thăm dò đã bị giới hạn khoảng 25% tổng mỏ dầu tiềm năng. Để đáp ứng mục tiêu khai thác 18-20 triệu tấn, PVN đã khuyến khích các nhà đầu tư nước ngoài tham gia vào các hoạt động khoan ở khu vực nước sâu ngoài khơi. Chúng tôi tin rằng điều này mở ra cơ hội cho PVD đầu tư vào dự án TAD, thậm chí là đầu tư vào tàu bán ngầm (semi submersible) để thực hiện hoạt động thăm dò ở mực nước sâu.

Triển vọng tăng trưởng lợi nhuận

Kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng

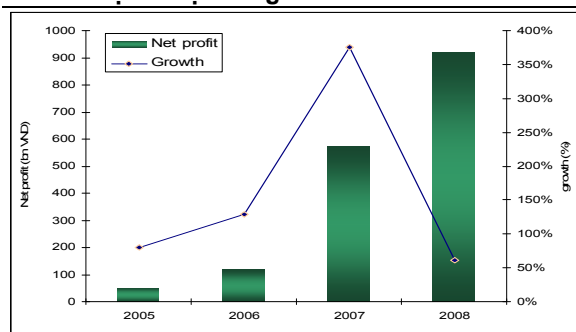
Kết quả kinh doanh của PVD trong 3 năm qua tăng khá cao nhờ những đóng góp từ giàn khoan PV Drilling I bắt đầu hoạt động từ tháng 3 năm 2007 và giàn khoan đất liền PV Drilling 11 hoạt động vào tháng 9 năm 2007. Doanh thu và lợi nhuận của PVD tăng lần lượt 37,9% và 82,2%. Chúng tôi dự đoán công ty duy trì tỷ lệ tăng trưởng hai con số trong 5 năm tới nhờ đưa vào hoạt động thêm hai giàn khoan tự nâng mới vào cuối 2009 và nhu cầu về mảng dịch vụ của Công ty gia tăng khi giá dầu thô và nhu cầu tiêu thụ dầu hồi phục dần.

Hình 3: Doanh thu của PVD



Nguồn: Dữ liệu công ty

Hình 4: Lợi nhuận ròng của PVD



Nguồn: Dữ liệu công ty

Tìm kiếm đối tác thuê các giàn khoan. Chúng tôi thu thập được rằng PVD đã có hợp đồng cho cả 3 giàn khoan với giá cho thuê trung bình 150.000USD/ngày vào năm 2010. Giàn PVD Drilling I sau khi kết thúc hợp đồng với giá 215.000USD/ngày vào tháng 5/2009 sẽ tiếp tục trong hợp đồng khoan giếng ngắn hạn với Phú Quý ở mức giá 150.000USD/ngày. Giàn khoan thứ 2 của công ty, PV Drilling II cũng đã có được khách hàng đầu tiên- Bạch Đằng POC, tham gia vào những hoạt động khoan ở phía Bắc Việt Nam, dự kiến bắt đầu cuối năm nay. Bên cạnh đó, PVD cũng đã ký kết hợp đồng 2 năm với Vietsopetro cho giàn khoan thứ 3, PV Drilling III bắt đầu từ cuối tháng 11 năm 2009.

Lợi nhuận cao hơn cho dù giá cho thuê thấp hơn. Mặc dù giá cho thuê thấp hơn, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp từ mảng kinh doanh này sẽ tăng 78% trong năm 2010 nhờ đóng góp của hai giàn khoan mới hoạt động nguyên năm 2010. Chúng tôi cũng dự kiến lợi nhuận biên gộp của công ty trong năm 2009 và 2010 vẫn giữ ở mức cao lần lượt là 31,7% và 30%. Có được kết quả này là nhờ hiệu quả hoạt động được cải thiện và tiết kiệm được tổng chi phí quản lý điều hành tăng thêm khi vận hành ba giàn khoan thay vì một như trước kia, do đó chi phí hoạt động trung bình tính trên mỗi giàn khoan giảm mạnh.

Giá cho thuê giàn khoan là nhân tố quyết định kết quả kinh doanh của PVD. Hoạt động khoan dầu bao gồm cho thuê và vận hành các giàn khoan chiếm 40,1% doanh thu của công ty, nhưng đóng góp đến 85,1% lợi nhuận hoạt động vào năm 2008. Tuy chúng tôi đã thận trọng khi đưa ra dự báo giá cho thuê trung bình 150.000USD/ngày cho năm 2010, chúng tôi tin rằng việc xem xét giá cho thuê cao hơn sẽ tăng kết quả kinh doanh của PVD đáng kể.

Dựa vào phân tích của chúng tôi, cứ 10% tăng lên trong giá cho thuê sẽ làm lợi nhuận ròng tăng 20,4% vào năm 2010. Dựa trên dự báo rằng công ty tìm kiếm được những hợp đồng cho thuê tương đối ngắn hạn cho PV Drilling I và Drilling II, và có cơ hội để xem xét giá thuê hàng quý cho PV Drilling III, chúng tôi tin rằng khả năng giá cho thuê sẽ tăng khi giá dầu thô phục hồi trong thời gian tới.

Chủ động phát triển đội ngũ nhân viên có tay nghề cao. Để đáp ứng hoạt động E&P ngày càng mở rộng, PVD đã đầu tư mạnh vào cả kỹ thuật phức tạp và phát triển nguồn nhân lực. Những năm qua, công ty đã tuyển dụng được đội thủy thủ khoan dầu khí chuyên nghiệp có tay nghề cao và đội ngũ quản lý và vận hành giàn khoan có kinh nghiệm. Chúng tôi tin rằng PVD có thể giảm hơn nữa chi phí nhân viên bằng cách thay thế dần vị trí đòi hỏi tay nghề cao từ các chuyên gia nước ngoài độc quyền trước kia bằng các nhân viên trong nước được đào tạo tốt.

Khả năng mở rộng thị phần mảng dịch vụ khoan. Bằng việc liên doanh với các nhà cung cấp dịch vụ uy tín trên thế giới và là nhà vận hành và cung cấp giàn khoan duy nhất trong nước, chúng tôi tin rằng PVD sẽ có ưu thế trong việc mở rộng thị phần liên quan đến các dịch vụ khoan khác như thử vỉa giếng khoan, cementing giếng khoan và dịch vụ hỗ trợ. Do đó, chúng tôi kỳ vọng công ty có thể đạt tăng trưởng lợi nhuận hai con số ở mảng dịch vụ này trong 5 năm tới.

Tóm lại, Chúng tôi lạc quan về triển vọng tăng trưởng lợi nhuận của Công ty dựa trên quan điểm rằng phần đóng góp từ hoạt động cho thuê giàn khoan sẽ tăng cao hơn nhờ có thêm hai giàn khoan biển mới được đưa vào hoạt động và giá cho thuê giàn có tiềm năng sẽ gia tăng trong năm tới. Ngoài ra, các mảng dịch vụ giếng khoan khác cũng sẽ đạt mức tăng trưởng lợi nhuận hai con số. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận ròng của công ty sẽ tăng trưởng ở mức hai con số trong vài năm tới sau khi giảm nhẹ ở năm 2009.

Bảng 3: Dự báo các chỉ số tài chính

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Doanh thu mảng khoan dầu khí (tỷ VND) | 1.367,1 | 2.903,2 | 3.193,5 | 3.523,0 | 3.864,1 | 4.434,7 |
| Doanh thu dịch vụ liên quan (tỷ VND) | 2.345,1 | 3.155,7 | 3.451,8 | 3.790,0 | 4.169,0 | 4.585,9 |
| Tổng doanh thu (tỷ VND) | 3.712,2 | 6.058,9 | 6.645,2 | 7.313,0 | 8.033,1 | 9.020,6 |
| Tăng trưởng doanh thu (%) | -0,4 | 63,2 | 9,7 | 10,0 | 9,8 | 7,1 |
| Lợi nhuận biên gộp (%) | 31,7 | 30,0 | 31,7 | 33,3 | 34,8 | 38,1 |
| Lợi nhuận ròng (tỷ VND) | 858,8 | 1.234,7 | 1.545,0 | 1.920,7 | 2.317,6 | 2.571,0 |
| Tăng trưởng lợi nhuận (%) | -6,9 | 43,8 | 25,1 | 24,3 | 20,7 | 10,9 |
| EBITDA | 1.197,8 | 2.085,6 | 2.363,2 | 2.677,4 | 3.021,7 | 3.500,2 |
| EPS | 6.497,6 | 9.341,9 | 11.689,6 | 14.532,3 | 17.535,1 | 19.452,8 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Rủi ro

Chúng tôi tin rằng việc đầu tư vào PVD sẽ chịu những rủi ro sau:

Rủi ro đòn bẩy tài chính cao và rủi ro về tỷ giá. Tỷ số tổng nợ/vốn chủ sở hữu đã tăng lên mức 2x vào cuối tháng 6 năm 2009 do công ty đã tăng nợ vay lên đến 5.167,9 tỷ VND để tài trợ cho việc mua hai giàn khoan mới. Do công ty vay phần lớn bằng đồng USD nên công ty có thể chịu rủi ro cả về lãi suất cao và rủi ro tỷ giá. Tuy nhiên, chúng tôi biết rằng hầu như doanh thu của công ty tính bằng USD, vì vậy, điều này có thể giảm được tác động của rủi ro tỷ giá.

Bảng 4: Dự báo chỉ số thanh toán

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|------|
| Tổng nợ/VCSH (%) | 240,9 | 184,3 | 130,7 | 86,2 |
| Nợ ròng/VCSH (%) | 190,7 | 132,9 | 71,2 | 25,4 |
| Khả năng trả lãi vay (x) | 10,2 | 9,1 | 11,2 | 14,7 |
| Tỷ số thanh toán hiện thời (x) | 1,2 | 1,5 | 1,6 | 1,5 |
| Tỷ số thanh toán nhanh (x) | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 1,5 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Dự báo KE

Ghi chú: DỰ báo trên chưa tính đến vốn đầu tư vào dự án TAD

Pha loãng lợi nhuận tiềm năng. PVD đã tài trợ cho việc mua giàn khoan bằng các khoản vay ngân hàng và phát hành cổ phiếu lớn. Chúng tôi không tính toán trong mô hình của mình về khả năng rằng PVD có thể phát hành cổ phiếu mới để tăng nguồn tiền tài trợ cho các dự án tương lai. Việc đó có thể dẫn đến pha loãng EPS. Hình 9 minh họa ảnh hưởng pha loãng EPS khi PVD phát hành 25,7 triệu cổ phiếu mới vào tháng 9 năm 2009 để sát nhập Công ty đầu tư PVD (PVDI) và chuyển đổi khoản vốn góp của PVN ở PVDI.

Bảng 5: phân tích pha loãng EPS

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Số lượng cổ phiếu bình quân | 132,2 | 132,2 | 132,2 | 132,2 |
| Số lượng CP bình quân sau sát nhập | 136,5 | 157,9 | 157,9 | 157,9 |
| Số lượng CP lưu hành sau sát nhập | 157,9 | 157,9 | 157,9 | 157,9 |
| EPS | 6.497,6 | 9.341,9 | 11.689,6 | 14.532,3 |
| EPS pha loãng | 6.293,0 | 7.820,3 | 9.785,5 | 12.165,3 |
| BVPS | 20.128,7 | 25.470,6 | 33.160,2 | 43.692,5 |
| BV pha loãng | 25.482,8 | 28.628,8 | 34.065,9 | 41.882,7 |

Nguồn: dữ liệu công ty, KE ước tính

Rủi ro vận hành và kỹ thuật. Dịch vụ khoan đòi hỏi kỹ thuật rất phức tạp và đội ngũ có tay nghề cao. Chỉ một lỗi nhỏ trong vận hành trong việc cố định giàn khoan hay di chuyển giàn đều có thể tổn hàng triệu USD. Tuy vậy, chúng tôi tin rằng PVD được trang bị những thiết bị hiện đại và đội ngũ vận hành có kinh nghiệm, sẽ giúp hạn chế rủi ro hoạt động.

Rủi ro không thể gia hạn hợp đồng cho thuê giàn khoan và không có khả năng tìm kiếm hợp đồng mới. Chúng tôi dự báo cạnh tranh trong hoạt động E&P sẽ ngày càng gay gắt khi các giàn khoan mới được đưa vào hoạt động. Giá dầu thô thế giới giảm mạnh từ mức đỉnh đã có tác động tiêu cực đến giá cho thuê giàn khoan của công ty và có thể hạn chế khách hàng hiện tại gia hạn kéo dài hợp đồng. Hơn nữa, PVD là công ty mới tham gia vào lĩnh vực khoan và dịch vụ khoan và chưa có bề dày thành tích được ghi nhận, có thể hạn chế khả năng tìm được các hợp đồng khoan và dịch vụ giếng khoan ở quy mô lớn. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro này có thể được hạn chế nhờ Công ty có ban lãnh đạo giỏi và nhận được nhiều hỗ trợ từ PVN.

Định giá

Chúng tôi đưa ra báo cáo lần đầu về PVD với khuyến nghị **MUA** và giá mục tiêu là **112.000 đồng/cổ phiếu** dựa vào mô hình chiết khấu dòng tiền (DCF). Mô hình DCF của chúng tôi sử dụng chi phí vốn bình quân (WACC) là 11,5% và tốc độ tăng trưởng dài hạn 2,0%. Giá mục tiêu chúng tôi đưa ra cao hơn 15,5% so với giá đang giao dịch 97.000 đồng của cổ phiếu PVD, tương đương với P/E tương lai là 12,0 lần. Mức này thấp hơn 22,1% so với P/E bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực là 15,4 lần.

Bảng 6: Định giá dựa trên mô hình chiết khấu dòng tiền

| | | | | | | |
|------------------------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Nợ/ nguồn vốn (D/V) | 33,3% | | | | | |
| VCSH/nguồn vốn (E/V) | 66,7% | | | | | |
| Chi phí nợ vay | 2,6% | | | | | |
| Hệ số beta | 1,013 | | | | | |
| Lãi suất phi rủi ro | 7,0% | | | | | |
| Phần bù rủi ro | 9,0% | | | | | |
| Chi phí vốn | 16,1% | | | | | |
| Chi phí vốn bình quân (WACC) | 11,5% | | | | | |
| Terminal growth rate | 2,0% | | | | | |
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| EBIT | 955,5 | 1.477,8 | 1.728,1 | 2.013,8 | 2.328,6 | 2.776,2 |
| - Thuế | -104,3 | -184,7 | -216,0 | -251,7 | -291,1 | -694,0 |
| + Khấu hao | 242,2 | 607,8 | 635,1 | 663,6 | 693,2 | 724,0 |
| + Giảm trong vốn lưu động | 107,7 | -399,4 | -19,8 | -113,6 | -406,2 | -185,9 |
| + Capex | -3.820,0 | -314,8 | -277,5 | -288,8 | -300,5 | -312,7 |
| Dòng ngân lưu (FCFF) | -2.618,9 | 1.186,7 | 1.849,9 | 2.023,3 | 2.023,9 | 2.307,5 |
| Giá trị hiện tại của FCFF | 4.042,7 | | | | | |
| Giá trị tới hạn | 27.101,0 | | | | | |
| Yếu tố chiết khấu | 0,58 | | | | | |
| Tổng giá trị doanh nghiệp | 19.773,5 | | | | | |
| - Nợ ròng | -5.073,1 | | | | | |
| Tổng giá trị của chủ sở hữu | 14.700,4 | | | | | |
| Giá trị một cổ phần | | 112.000 | | | | |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng dự báo

Bảng 7: Định giá tương quan các công ty cùng ngành

| Tên công ty | Quốc gia | Giá trị vốn hóa TT (triệu USD) | P/E08 | P/E 09 | P/E 10 | P/B | P/S | ROA | ROE | EV/EBITDA |
|--------------------|-----------|-----------------------------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| SCHLUMBERGER LTD | US | 14.733,0 | 10,8 | 10,6 | 10,9 | 4,2 | 4,1 | 28,3 | 42,1 | 6,7 |
| TRANSOCEAN LTD | SZ | 11.065,8 | 6,8 | 6,9 | 8,1 | 1,8 | 3,1 | 24,1 | 32,5 | 4,6 |
| DIAMOND OFFSHORE | US | 9.445,9 | n/a | 9,1 | 8,1 | 2,4 | 3,5 | -1,5 | -5,3 | 14,2 |
| NOBLE CORP | US | 8.028,8 | 13,1 | 12,6 | 9,8 | 1,7 | 2,3 | 7,8 | 16,8 | 12,3 |
| SEADRILL LTD | BD | 6.885,8 | 6,5 | 9,1 | 11,8 | 1,3 | 3,0 | 21,3 | 27,3 | 4,2 |
| CHINA OILFIELD-H | CH | 5.537,7 | 8,6 | 14,1 | 15,7 | 1,2 | 2,4 | 14,6 | 21,7 | 5,5 |
| ENSCO INTL | US | 2.989,2 | 6,5 | 8,6 | 13,7 | 1,0 | 1,4 | 10,2 | 17,1 | 4,2 |
| BJ SERVICES CO | US | 2.558,2 | 9,2 | 10,7 | 9,6 | 2,4 | 4,1 | 23,7 | 29,5 | 7,5 |
| PRIDE INTL INC | US | 82.398,2 | 18,4 | 25,9 | 25,4 | 4,4 | 3,2 | 18,2 | 34,2 | 10,9 |
| ROWAN COMPANIES | US | 29.370,0 | 6,7 | 7,6 | 8,2 | 1,5 | 2,3 | 12,1 | 28,9 | 6,2 |
| ATWOOD OCEANICS | US | 6.257,3 | 16,9 | 34,3 | 48,1 | 1,8 | 1,3 | 12,1 | 19,4 | 8,0 |
| Average | | 16.297,3 | 10,4 | 13,6 | 15,4 | 2,2 | 2,8 | 15,5 | 24,0 | 7,7 |
| PV Drilling | VN | 718,2 | 13,9 | 14,9 | 10,4 | 4,8 | 3,5 | 9,0 | 36,0 | 14,9 |

Nguồn: Dữ liệu công ty, Kim Eng

Phụ Lục

I. Sơ lược công ty

Khởi đầu hoạt động như là nhà thầu phụ và cung cấp dịch vụ cho PVN, đến nay PVD sở hữu và vận hành các giàn khoan đất liền và giàn khoan tự nâng, bên cạnh hoạt động cung cấp dịch vụ bảo trì và kiểm tra, công ty còn cung cấp nguồn nhân lực và đào tạo công nhân kỹ thuật cao, cũng như cung cấp trọn gói dịch vụ cho thuê giàn khoan và dịch vụ giếng khoan đến các công ty dầu khí. Công ty được cổ phần hóa vào tháng 15-02-2006 và niêm yết chính thức trên sàn HOSE vào 05-12-2006.

Bảng 8: Các giàn khoan của PVD

| Tên giàn khoan | Loại giàn | Hiện trạng | Ngày tiếp nhận | Nhà thầu | Địa điểm hoạt động | Độ sâu |
|---------------------|-----------|------------------|----------------|---------------|--------------------|--------|
| PV Drilling I | Jack-up | Drilling | Mar 2007 | Phu Quy JOC | Vietnam | 300ft |
| PV Drilling II | Jack-up | Inspection Under | Sep 2009 | Bach Dang POC | Vietnam | 400ft |
| PV Drilling III | Jack-up | Construction | Dec 2009 | Vietsopetro | Vietnam | 400ft |
| PV Drilling 11 | Land rig | staked | | | Nigeria | |
| Semi-submersible | | Tender | | | | |
| Tender Assistan rig | TAD | process | | | | |

Nguồn: Dữ liệu công ty, KE dự báo

II. Phát hành cổ phiếu lần đầu ở Singapore

PVD lên kế hoạch niêm yết trên sàn chứng khoán Singapore để nâng cao vị trí trên thị trường quốc tế và tạo ra kênh huy động vốn mới. Trong đó bao gồm khoảng 50-100 triệu USD để tài trợ dự án tiềm năng giàn tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) và khoảng 600 triệu USD cho dự án tương lai Tàu bán ngầm (semi-submersible). Việc niêm yết dự kiến sẽ được thực hiện vào năm 2010. Về lâu dài, PVN và PVD đang lên kế hoạch tăng tổng số lượng giàn khoan ở Việt Nam lên 11 giàn khoan với chi phí ước tính 1,7 tỷ USD trước năm 2025.

III. TAD

Giàn khoan tiếp trợ (TAD) là giàn khoan biển đóng vai trò như một căn cứ hậu cần để cung cấp các hỗ trợ cần thiết cho một giếng khoan trên Platform cố định tại những nơi có mực nước biển khoảng 120 – 2.000m nước. TAD đặc biệt hoạt động hiệu quả ở mực nước sâu trung bình nơi mà có thể đặt được các platform khai thác nhưng giàn khoan tự nâng không thể đặt chân để khoan. TAD được sử dụng phục vụ cho kế hoạch khoan thăm dò và tìm kiếm của Biển Đông POC ở các lô 05.2 và 05.3 và phát triển đưa vào khai thác mỏ Hải Thạch và Mộc Tinh. TAD còn được sử dụng cung cấp dịch vụ cho các hoạt động của PVN và các hoạt động khoan của các công ty dầu khí khác.

Bảng 9: Tổng chi phí đầu tư của TAD

| Khoản mục | Trị giá (USD) |
|---|--------------------|
| Chi phí đầu tư mua mới giàn | 203.000.000 |
| Chi phí giám sát vào đào tạo | 4.500.000 |
| Dự phòng phí mua giàn | 6.377.000 |
| Chi phí ban đầu để chuẩn bị vận hành | 5.000.000 |
| Lãi vay phát sinh trong quá trình đóng giàn | 11.623.000 |
| Tổng mức đầu tư cho dự án | 230.500.000 |

Nguồn: Dữ liệu công ty

Kết quả kinh doanh

| (tỷ VND) | 2006 | 2007 | 2008F | 2009F | 2010F |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| Doanh thu | 2.738,6 | 3.728,7 | 3.712,2 | 6.058,9 | 6.645,2 |
| GVHB (loại trừ khấu hao) | -1.886,6 | -2.335,5 | -2.292,2 | -3.633,3 | -3.902,5 |
| Khấu hao | -145,3 | -184,8 | -242,2 | -607,8 | -635,1 |
| Lợi nhuận gộp | 706,7 | 1.208,4 | 1.177,7 | 1.817,8 | 2.107,6 |
| Chi phí bán hàng & QLDN | -111,0 | -236,2 | -222,2 | -340,0 | -379,5 |
| EBIT | 595,7 | 972,2 | 955,5 | 1.477,8 | 1.728,1 |
| Lãi (lỗ) hoạt động tài chính | -53,4 | -94,3 | -111,9 | -270,4 | -184,5 |
| Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết | 32,5 | 54,1 | 70,9 | 151,5 | 166,1 |
| Lãi (lỗ) khác | 5,1 | -3,2 | 56,6 | 60,6 | 66,5 |
| Lợi nhuận trước thuế | 579,9 | 928,7 | 971,2 | 1.419,5 | 1.776,2 |
| Thuế TNDN | -3,5 | 4,3 | -106,0 | -177,4 | -222,0 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | -4,5 | -10,8 | -6,4 | -7,3 | -9,2 |
| Lợi nhuận ròng | 571,9 | 922,3 | 858,8 | 1.234,7 | 1.545,0 |
| EBITDA | 741,0 | 1.157,0 | 1.197,8 | 2.085,6 | 2.363,2 |
| EPS (VND) | 4.406,1 | 6.978,0 | 6.497,6 | 9.341,9 | 11.689,6 |

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo

Lưu chuyển tiền tệ

| (tỷ VND) | 2006 | 2007 | 2008F | 2009F | 2010F |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Dòng tiền hđ kinh doanh | -138,6 | 1.837,7 | 1.160,5 | 1.443,1 | 2.160,3 |
| Lợi nhuận ròng | 571,9 | 922,3 | 858,8 | 1.234,7 | 1.545,0 |
| Khấu hao | 145,3 | 184,8 | 242,2 | 607,8 | 635,1 |
| Thay đổi vốn hoạt động | -734,0 | 1.236,4 | 107,7 | -399,4 | -19,8 |
| Khác | -121,8 | -505,8 | -48,2 | - | -0,0 |
| Dòng tiền hđ đầu tư | -1.310,9 | -4.213,0 | -3.542,9 | -314,8 | -277,5 |
| Đầu tư TSCĐ ròng (capex) | -1.189,2 | -3.922,8 | -3.820,0 | -314,8 | -277,5 |
| Thay đổi trong đầu tư DH | -66,4 | -298,7 | 280,9 | - | - |
| Khác | -55,3 | 8,5 | -3,8 | - | - |
| Dòng tiền sau hđ đầu tư | -1.449,5 | -2.375,3 | -2.382,4 | 1.128,3 | 1.882,8 |
| Dòng tiền hđ tài chính | 1.818,9 | 2.541,2 | 3.031,4 | -735,0 | -1.005,1 |
| Thay đổi vốn góp cổ đông | 622,6 | 220,3 | - | - | - |
| Thay đổi khoản nợ vay | 697,8 | 2.459,5 | 2.547,2 | -206,3 | -476,4 |
| Thay đổi nợ dài hạn khác | 498,6 | 228,9 | 748,6 | - | -0,0 |
| Cổ tức | - | -367,5 | -264,3 | -528,7 | -528,7 |
| Dòng tiền ròng | 369,3 | 165,8 | 649,0 | 393,2 | 877,7 |

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo

Bảng cân đối kế toán

| (tỷ VND) | 2006 | 2007 | 2008F | 2009F | 2010F |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tổng tài sản | 3.600,5 | 5.425,1 | 5.967,0 | 7.611,7 | 8.994,4 |
| Tài sản ngắn hạn | 4.329,9 | 8.632,9 | 12.517,2 | 12.890,2 | 13.526,4 |
| Tiền | 1.670,5 | 2.065,3 | 2.529,0 | 3.194,9 | 4.188,8 |
| Đầu tư ngắn hạn | 521,9 | 687,8 | 1.336,8 | 1.730,0 | 2.607,8 |
| Hàng tồn kho | - | 120,0 | - | - | - |
| Phải thu khách hàng | 45,7 | 174,5 | 114,3 | 68,2 | 18,9 |
| Khác | 1.026,8 | 1.047,0 | 1.028,7 | 1.347,5 | 1.512,9 |
| Tài sản dài hạn | 76,1 | 36,1 | 49,2 | 49,2 | 49,2 |
| Đầu tư dài hạn | 2.659,4 | 6.567,6 | 9.988,2 | 9.695,3 | 9.337,7 |
| Tài sản cố định ròng | 66,4 | 245,1 | 84,2 | 84,2 | 84,2 |
| Khác | 2.534,8 | 6.272,7 | 9.850,5 | 9.557,5 | 9.199,9 |
| Nợ phải trả | 58,2 | 49,8 | 53,6 | 53,6 | 53,6 |
| Nợ phải trả ngắn hạn | 1.968,6 | 6.008,5 | 9.311,3 | 8.978,2 | 8.598,1 |
| Phải trả nhà cung cấp | 672,1 | 3.892,0 | 2.156,9 | 2.175,7 | 2.666,6 |
| Vay ngắn hạn | 298,6 | 1.291,7 | 982,9 | 856,2 | 948,6 |
| Khác | 109,2 | 1.983,8 | 206,3 | 351,8 | 746,5 |
| Nợ phải trả dài hạn | 264,3 | 616,5 | 967,6 | 967,6 | 971,6 |
| Vay dài hạn | 1.296,6 | 2.116,4 | 7.154,4 | 6.802,5 | 5.931,5 |
| Khác | 1.294,0 | 1.878,9 | 6.203,5 | 5.851,7 | 4.980,7 |
| Nguồn vốn | 2,5 | 237,5 | 950,8 | 950,8 | 950,8 |
| Vốn góp của cổ đông | 2.361,3 | 2.624,4 | 3.205,9 | 3.912,0 | 4.928,3 |
| Các quỹ | 1.302,6 | 1.522,8 | 1.522,8 | 1.522,8 | 1.522,8 |
| Khác | 527,9 | 591,0 | 1.137,5 | 1.843,6 | 2.859,9 |
| Cổ đông thiểu số | 33,8 | 19,6 | 19,3 | 19,3 | 19,3 |
| | 497,1 | 491,0 | 526,2 | 526,2 | 526,2 |

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo

Chỉ số cơ bản

| | 2006 | 2007 | 2008F | 2009F | 2010F |
|--------------------------------|--------|----------|----------|----------|----------|
| Tăng trưởng (% YoY) | | | | | |
| Doanh thu | 92,6 | 36,2 | -0,4 | 63,2 | 9,7 |
| EBIT | 274,8 | 63,2 | -1,7 | 54,7 | 16,9 |
| EBITDA | 325,0 | 56,2 | 3,5 | 74,1 | 13,3 |
| Lợi nhuận ròng | 376,0 | 61,3 | -6,9 | 43,8 | 25,1 |
| EPS | 370,2 | 58,4 | -6,9 | 43,8 | 25,1 |
| Khả năng sinh lợi (%) * | | | | | |
| Tỷ suất lợi nhuận gộp | 25,8 | 32,4 | 31,7 | 30,0 | 31,7 |
| Tỷ suất EBIT | 21,8 | 26,1 | 25,7 | 24,4 | 26,0 |
| Tỷ suất EBITDA | 27,1 | 31,0 | 32,3 | 34,4 | 35,6 |
| Tỷ suất lợi nhuận ròng | 20,9 | 24,7 | 23,1 | 20,4 | 23,2 |
| ROA | 19,9 | 15,4 | 9,0 | 11,0 | 12,9 |
| ROE | 43,8 | 46,8 | 36,0 | 41,0 | 39,9 |
| Tình hình tài chính | | | | | |
| Nợ vay/VCSH (%) | 76,7 | 182,7 | 240,9 | 184,3 | 130,7 |
| Nợ vay ròng/VCSH (%) | 48,1 | 144,5 | 190,7 | 132,9 | 71,2 |
| Khả năng trả lãi vay (X) | 7,8 | 12,3 | 10,2 | 9,1 | 11,2 |
| K.năng trả lãi&nợ vay NH (X) | 4,5 | 0,9 | 0,8 | 3,4 | 2,5 |
| Dòng tiền tự do/lãi vay (X) | -1,8 | 23,3 | 12,3 | 8,9 | 14,0 |
| Diện tự do/lãi&nợ vay NH (X) | -1,1 | 1,6 | 1,0 | 3,3 | 3,1 |
| Khả năng TT hiện hành (X) | 2,5 | 0,5 | 1,2 | 1,5 | 1,6 |
| Khả năng TT nhanh (X) | 2,3 | 0,5 | 1,1 | 1,4 | 1,5 |
| Vòng quay tổng tài sản (X) | 0,8 | 0,6 | 0,4 | 0,5 | 0,5 |
| Thời gian tồn kho bq (ngày) | 9,9 | 16,0 | 20,8 | 7,9 | 3,5 |
| T.gian phải thu KH bq (ngày) | 96,8 | 101,8 | 102,0 | 71,6 | 78,6 |
| T.gian phải trả NCC bq(ngày) | 61,6 | 115,5 | 163,8 | 79,1 | 72,6 |
| Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND) | -881,3 | -3.054,9 | -5.073,1 | -4.473,5 | -3.119,4 |
| Trên mỗi cổ phiếu (VND) | | | | | |
| EPS | 4.406 | 6.978 | 6.498 | 9.342 | 11.690 |
| CFPS | -1.068 | 13.904 | 8.781 | 10.919 | 16.345 |
| BVPS | 13.849 | 15.994 | 20.129 | 25.471 | 33.160 |
| SPS | 21.099 | 28.212 | 28.087 | 45.842 | 50.279 |
| EBITDA/share | 5.709 | 8.754 | 9.062 | 15.780 | 17.881 |
| Cash Div | 1.543 | 2.500 | 2.000 | 5.000 | 6.000 |

Nguồn: dữ liệu công ty, KEVS dự báo, (*)tỷ suất tính trên doanh thu

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*
Regional Head of Institutional Research
+65 6432 1451 swong@kimeng.com

- Strategy
- Small & Mid Caps

Gregory YAP

+65 6432 1450 gyap@kimeng.com

- Conglomerates
- Technology & Manufacturing
- Transport & Telcos

Rohan SUPPIAH

+65 6432 1455 rohan@kimeng.com

- Airlines
- Marine & Offshore

Pauline LEE

+65 6432 1453 paulinelee@kimeng.com

- Bank & Finance
- Consumer
- Retail

Wilson LIEW

+65 6432 1454 wilsonliew@kimeng.com

- Hotel & Resort
- Property & Construction

Anni KUM

+65 6432 1470 annikum@kimeng.com

- Industrials
- REITs

James KOH

+65 6432 1431 jameskoh@kimeng.com

- Infrastructure
- Resources

David LOOMIS

+65 6432 1417 dloomis@kimeng.com

- Special Situations

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*

+852 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Power
- Construction

Ivan CHEUNG

+852 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk

- Property

Ivan LI

+852 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk

- Banking & Finance

TAM Tsz Wang

+852 2268 0636 tamtszwang@kimeng.com.hk

- Telcos
- Small Caps

Emily LEE

+852 2268 0631 emilylee@kimeng.com.hk

- Retail

Jacqueline KO

+852 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk

- Food & Beverage

GUICE Fei Ling

+852 2268 0635 feiling@kimeng.com.hk

- Ports & Shipping

INDIA

Jigar SHAH *Head of Research*

+91 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in

- Oil & Gas
- Transportation

Anubhav GUPTA

+91 22 6623 2605 agupta@kimeng.co.in

- Property
- Capital goods

Urmil SHAH

+91 22 6623 2606 urmil@kimeng.co.in

- Software
- Telecom

R. SRINIVASAN

+912266232625 rsrinivasan@kimeng.co.in

- Banking and Financial services

Nikhil Agarwal

+912266232611 nikhil@kimeng.co.in

- Cement
- Metals

MALAYSIA

YEW Chee Yoon *Head of Research*

+603 2141 1555 cheeyoon@kimengkl.com

- Strategy
- Banks
- Telcos
- Property
- Conglomerates & others

LIEW Mee Kien

+603 2141 1555 meekien@kimengkl.com

- Gaming
- Media
- Power
- Construction

Research Team

+603 2141 1555

- Food & Beverage
- Manufacturing
- Plantations
- Tobacco
- Technology

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*

+6221 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id

- Consumer
- Infra
- Shipping
- Strategy
- Telcos
- Others

Ricardo SILAEN

+6221 2557 1126 rsilaen@kimeng.co.id

- Auto
- Energy
- Heavy Equipment
- Property
- Resources

Rahmi Marina

+6221 2557 1128 rmarina@kimeng.co.id

- Banking

Adi N. WICAKSONO

+6221 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id

- Generalist

Arwani PRANADJAYA

+6221 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id

- Technical analyst

VIETNAM

King Yoong CHEAH *Head of Research*

+84 838 38 66 36 x 161 cheah.yoong@kimeng.com.vn

- Strategy

Nguyen Thi Ngan Tuyen

+84 838 38 66 36 x 163 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn

- Pharmaceutical
- Confectionary and Beverage
- Oil and Gas

Ngo Bích Van

+84 838 38 66 36 x 164 van.ngo@kimeng.com.vn

- Bank
- Insurance

Nguyen Quang Duy

+84 838 38 66 36 x 162 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn

- Shipping
- Seafood
- Rubber

Trinh Thi Ngoc Diep

+84 838 38 66 36 x 166 diep.trinh@kimeng.com.vn

- Property
- Construction

THAILAND

Naphat CHANTARASEREKUL

+662 658 6300 x 4770 naphat.c@kimeng.co.th

- Energy

Piya ORANRIKSUPHAK

+662 658 6300 x 4710 piya.o@kimeng.co.th

- Property

Supattra KHONGRUNGPHAKORN

+662 6586300 ext 4800 supattra.k@kimeng.co.th

- Media & Publishing
- Retail
- Information & Communication Technology

Kanchan KHANIJOU

+ 662 658 6300 x 4750 kanchan@kimeng.co.th

- Banks
- Construction Materials

KELIVE Thailand (for retail clients)

George HUEBSCH *Head of Research*

+662 658 6300 ext 1400 george.h@kimeng.co.th

PHILIPPINES

Ricardo PUIG *Head of Research*

+63 2 849 8835 ricardo_puig@atr.com.ph

- Strategy
- Property
- Telcos

Laura DY-LIACCO

+63 2 849 8840 laura_dyliacco@atr.com.ph

- Utilities
- Conglomerates

Robin SARMIENTO

+63 2 849 8839 robin_sarmiento@atr.com.ph

- Banking
- Ports
- Mining

Lovell SARREAL

+63 2 849 8841 lovell_sarreal@atr.com.ph

- Consumer
- Cement
- Media

REGIONAL

Luz LORENZO *Economist*

+63 2 849 8836 luz_lorenzo@atr.com.ph

- Economics

TAIWAN

Gary Chia

Head of Greater China Research

+886 2 3518 7900 gary.chia@yuanta.com

Boris Markovich

COO, Greater China Research

+852 3969 9518 boris.markovic@yuanta.com

John Brebeck, CFA

Head of Taiwan Strategy

Head of Research, Taiwan
+886 2 3518 7906 john.brebeck@yuanta.com

George Chang, CFA

Head of Upstream Tech

+886 2 3518 7907 george.chang@yuanta.com

Vincent Chen

Head of Downstream Tech

+886 2 3518 7903 vincent.chen@yuanta.com

Dennis Chan – NB Supply Chain

+886 2 3518 7913 dennis.chan@yuanta.com

Andrew C Chen – IC Backend

+886 2 3518 7940 andrew.chen@yuanta.com

Ellen Chiu – Taiwan Consumer

+886 2 3518 7936 ellen.chiu@yuanta.com

Danny Ho – Taiwan Petrochemical

+886 2 3518 7923 danny.ho@yuanta.com

Min Li – Alternative Energy

+852 3969 9521 min.li@yuanta.com

May Lin – Taiwan Telecom

+886 2 3518 7942 may.lin@yuanta.com

Tess Wang – Taiwan Financials

+886 2 3518 7901 tess.wang@yuanta.com

Định nghĩa các khuyến nghị

Khuyến nghị của chúng tôi được dựa trên so sánh giá hiện tại với giá kỳ vọng trong 12 tháng như sau:

Hơn +15%: MUA
Từ -15% đến +15%: GIỮ
Thấp hơn -15% : BÁN

**PHỤ LỤC IV: ĐIỀU KHOẢN CHO VIỆC CUNG CẤP BÁO CÁO
VÀ
NHỮNG KHUYẾN CÁO**

Báo cáo này và bất kỳ sự truy cập điện tử vào báo cáo được giới hạn và được gửi tới khách hàng của Kim Eng Viet Nam. ("KEVS") hoặc những tổ chức đầu tư liên quan tới KEVS - các nhà đầu tư tổ chức và những người được phép truy cập - là **đối tượng của các điều khoản và khuyến cáo dưới đây**.

NẾU BẠN KHÔNG PHẢI LÀ NGƯỜI CÓ QUYỀN HOẶC KHÔNG ĐỒNG Ý NHỮNG ĐIỀU KHOẢN VÀ KHUYẾN NGHỊ BÊN DƯỚI, BẠN KHÔNG NÊN ĐỌC BÁO CÁO NÀY VÀ THÔNG BÁO CHO KEVS HOẶC NHỮNG TỔ CHỨC LIÊN QUAN BIẾT RẰNG BẠN KHÔNG MUỐN NHẬN NHỮNG BÁO CÁO TƯƠNG TỰ.

Báo cáo này cung cấp thông tin và những ý kiến chỉ dành cho mục đích tham khảo. Báo cáo này không có ý định và mục đích cấu thành những lời khuyên tài chính, đầu tư, giao dịch hay bất kỳ lời khuyên nào khác. Nó không được phân tích như một sự xúi giục hay một yêu cầu mua hay bán bất kỳ chứng khoán hoặc những sản phẩm tài chính liên quan nào. Thông tin và những lời bình luận không có ý tán thành hay khuyến nghị cho bất kỳ loại chứng khoán, quyền chọn, hay những phương tiện đầu tư khác.

Báo cáo được chuẩn bị mà không quan tâm tới yếu tố tài chính cá nhân, những nhu cầu hay mục đích của người nhận. Những chứng khoán được thảo luận trong báo cáo này có lẽ không thích hợp cho tất cả các nhà đầu tư. Người đọc không nên xem bất cứ thông tin nào trong báo cáo như sự xác nhận có căn cứ hoặc thay thế cho việc áp dụng những kỹ năng và đánh giá của chính họ trong quyết định đầu tư hay quyết định khác. Người đọc nên đánh giá một cách độc lập những khoản đầu tư và những chiến lược cụ thể, và người đọc được khuyến khích tìm kiếm những lời khuyên từ những chuyên gia tài chính trước khi đưa ra bất kỳ những quyết định đầu tư hay tham gia vào bất kỳ giao dịch những chứng khoán có liên quan trong báo cáo này. Tính phù hợp hay không của bất kỳ khoản đầu tư hay chiến lược cụ thể nào được đề cập trong báo cáo này đối với nhà đầu tư phụ thuộc vào hoàn cảnh và mục tiêu riêng của nhà đầu tư và nên được xác nhận bởi nhà đầu tư đó với nhà tư vấn của mình trước khi thừa nhận và thực hiện. Bạn đồng ý rằng một vài hoặc tất cả những thông tin mà bạn sử dụng trong báo cáo này là rủi ro của riêng bạn và không có bất kỳ sự trông cậy vào KER, những công ty liên quan, chi nhánh và những nhân viên. Bạn hiểu rằng sử dụng báo cáo này chỉ RỦI RO RIÊNG BẠN.

Báo cáo này được phổ biến hoặc được cho phép sử dụng bởi người có thẩm quyền đang hoạt động kinh doanh chứng khoán hay tư vấn tài chính trong phạm vi cho phép bởi Kim Eng hoặc chi nhánh của Kim Eng.

Kim Eng, những chi nhánh và nhân viên của Kim Eng có thể đầu tư vào chứng khoán hoặc những sản phẩm phái sinh của những công ty được đề cập trong báo cáo này theo cách khác với những gì được thảo luận trong báo cáo này. Những sản phẩm phái sinh có thể được phát hành bởi Kim Eng, những công ty liên quan hay những người hợp tác.

Kim Eng và những chi nhánh của Kim Eng có thể có những hoạt động kinh doanh liên quan tới những công ty được đề cập trong báo cáo này. Hoạt động kinh doanh bao gồm tạo thị trường và giao dịch đặc biệt, mua bán rủi ro và tự doanh khác, quản lý quỹ, dịch vụ đầu tư và tài chính doanh nghiệp.

Ngoại trừ khía cạnh công bố sự liên quan được nêu ở trên, báo cáo này dựa vào những thông tin đại chúng. Kim Eng cố gắng trong phạm vi có thể sử dụng thông tin đầy đủ và đáng tin cậy, nhưng chúng tôi không khẳng định những thông tin đưa ra là hoàn toàn chính xác và đầy đủ. Người đọc cũng nên lưu ý rằng ngoại trừ điều ngược lại được nêu ra, Kim Eng và bên cung cấp dữ liệu thứ 3 không đảm bảo về tính chính xác, đầy đủ và kịp thời của dữ liệu mà chúng tôi cung cấp và sẽ không chịu trách nhiệm cho bất cứ sự thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng những dữ liệu đó.

Quyền sở hữu thông tin: người đọc thừa nhận và đồng ý rằng báo cáo này chứa đựng thông tin, hình ảnh, đồ thị, văn bản, biểu tượng và những tài liệu khác được bảo vệ bởi quyền sở hữu, thương hiệu, uy tín và những quyền khác và tất cả những quyền này là có hiệu lực và được bảo vệ trong tất cả các hình thức, truyền thông và công nghệ hiện nay hay phát triển sau này. Nội dung là tài sản của Kim Eng hay bên cung cấp thông tin thứ ba hay người cấp giấy phép. Sự biên soạn (nghĩa là sự thu thập, sắp xếp, và gắn kết) của tất cả nội dung trong báo cáo này là tài sản độc quyền của Kim Eng và được bảo vệ bởi luật pháp quốc tế và luật pháp của Việt Nam. Người đọc không thể sao chép, chỉnh sửa, thay đổi, thêm bớt, bình luận, ấn bản, tham gia vào việc chuyển đổi dưới mọi hình thức hay bán, tạo những sản phẩm xuất phát từ báo cáo này, hay bất kỳ cách nào khai thác nội dung của toàn bộ hay một phần ngoại trừ những sự cho phép đặc biệt. Nếu không có hạn chế đặc biệt nào được nêu ra, người đọc có thể sao chép một phần trong nội dung miễn là bản sao chép đó được dùng cho cá nhân và không có mục đích thương mại và người đọc không được thay đổi hoặc sửa đổi nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông báo nào được ghi trong nội dung như thông báo tác quyền, thương hiệu hay thông báo độc quyền. Ngoại trừ những điều đã nêu trên hoặc ngoại trừ được phép bởi luật tác quyền như một đặc quyền, người đọc không thể sản xuất lại hay phân phối nội dung nếu không có sự cho phép của người sở hữu. Bất cứ sự được phép phân phối nào cũng bị giới hạn quyền phân phối như thế thì không vi phạm bản quyền của Kim Eng và không đại diện dưới mọi hình thức quyền ký sau nội dung báo cáo được phép phân phối đến bên thứ ba.

Những thông tin khác liên quan đến chứng khoán đã được đề cập trong báo cáo này có thể được cung cấp thêm khi được yêu cầu.

Những khuyến cáo khác:

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN HÀN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HÀN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HÀN QUỐC. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

BÁO CÁO NÀY LÀ BẢO MẬT TỐI NGƯỜI NHẬN, KHÔNG ĐƯỢC CUNG CẤP TỚI BÁO CHÍ HAY PHƯƠNG TIỆN THÔNG TIN ĐẠI CHÚNG KHÁC, VÀ KHÔNG ĐƯỢC SAO CHÉP LẠI DƯỚI BẤT KỲ HÌNH THỨC NÀO VÀ KHÔNG ĐƯỢC CHUYỂN ĐẾN MALAYSIA, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI MALAYSIA NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CŨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN MALAYSIA. KHI CHẤP NHẬN NHỮNG BÁO CÁO NÀY, BẠN ĐỒNG Ý VỚI NHỮNG RÀNG BUỘC TRÊN.

Ngoài việc chấp nhận những ràng buộc nêu trên, người sử dụng báo cáo này có thể phải tuân theo những quy định và khuyến nghị khác khi nhận báo cáo này ngoài Việt Nam.

Cho đến 16/10/2009, Bộ phận Nghiên Cứu của Kim Eng và chuyên viên phân tích phụ trách không có bất kỳ liên quan nào với Công ty được phân tích.

Các quan điểm, nhận định được đưa ra trong báo cáo này phản ánh một cách chính xác quan điểm nhận định của cá nhân chuyên viên phân tích tại thời điểm phát hành báo cáo; và không có sự bồi thường nào, trực tiếp hoặc gián tiếp, liên quan đến những khuyến nghị cụ thể đã trình bày trong báo cáo của chuyên viên phân tích.

Ngoại trừ những cho phép đặc biệt, không phần nào của báo cáo này được phép sao chép lại hay phân phối mà không được sự cho phép bằng văn bản của KEVS. KEVS không chịu trách nhiệm về bất cứ hành động nào của bên thứ 3 về khía cạnh này.

Singapore

Kim Eng Securities Pte Ltd
Kim Eng Research Pte Ltd
 9 Temasek Boulevard
 #39-00 Suntec Tower 2
 Singapore 038989

Tel: +65 6336 9090
 Fax: +65 6339 6003

LAU Wai Kwok (sales)
 lauwk@kimeng.com

Stephanie WONG (research)
 swong@kimeng.com

London

Kim Eng Securities (London) Ltd
 6/F, 20 St. Dunstan's Hill
 London EC3R 8HY, UK

Tel: +44 20 7621 9298
 Dealers' Tel: +44 20 7626 2828
 Fax: +44 20 7283 6674

Giles WALSH (sales)
 gwalsh@kimeng.co.uk

Geoff HO (sales)
 gho@kimeng.co.uk

James JOHNSTONE (sales)
 jjohnstone@kimeng.co.uk

New York

Kim Eng Securities USA Inc
 406, East 50th Street
 New York, NY 10022, U.S.A.

Tel: +1 212 688 8886
 Fax: +1 212 688 3500

Jeffrey S. SEO (sales)
 jseo@kesusa.com

Warren KIM (sales)
 wkim@kesusa.com

Taiwan

Yuanta Securities Investment Consulting Co.

10/F, No 225, Nanking East Rd
 Section 3
 Taipei 104, Taiwan

Tel: +886 2 8770-6078
 Fax: +886 2 2546-0376

Arthur LO (sales)
 Arthur.lo@yuanta.com.tw

Gary CHIA (research)
 Gary.chia@yuanta.com.tw

Hong Kong

Kim Eng Securities (HK) Ltd
 Level 30,
 Three Pacific Place,
 1 Queen's Road East,
 Hong Kong

Tel: +852 2268 0800
 Fax: +852 2877 0104

Ray LUK (sales)
 rluk@kimeng.com.hk

Edward FUNG (research)
 edwardfung@kimeng.com.hk

Thailand

Kim Eng Securities (Thailand) Public Company Limited
 999/9 The Offices at Central World,
 20th - 21st Floor,
 Rama 1 Road, Pathumwan,
 Bangkok 10330, Thailand

Tel: +66 2 658 6817 (sales)
 Tel: +66 2 658 6801 (research)

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Naphat CHANTARASEREKUL (research)
 naphat.c@kimeng.co.th

Indonesia

PT Kim Eng Securities
 Plaza Bapindo
 Citibank Tower 17th Floor
 Jl Jend. Sudirman Kav. 54-55
 Jakarta 12190, Indonesia

Tel: +62 21 2557 1188
 Fax: +62 21 2557 1189

Kurnia SALIM (sales)
 ksalim@kimeng.co.id

Katarina SETIAWAN (research)
 ksetiawan@kimeng.co.id

Malaysia

Kim Eng Research Sdn Bhd
 16/F, Kompleks Antarabangsa
 Jalan Sultan Ismail
 50250 Kuala Lumpur, Malaysia

Tel: +603 2141 1555
 Fax: +603 2141 1045

YEW Chee Yoon (research)
 cheeyoon@kimengkl.com

Philippines

ATR-Kim Eng Securities Inc.
 17/F, Tower One & Exchange
 Plaza
 Ayala Triangle, Ayala Avenue
 Makati City, Philippines 1200

Tel: +63 2 849 8888
 Fax: +63 2 848 5738

Lorenzo ROXAS (sales)
 lorenzo_roxas@atr.com.ph

Ricardo PUIG (research)
 ricardo_puig@atr.com.ph

Vietnam

Kim Eng Vietnam Securities Joint Stock Company
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam

Tel : +84 838 38 66 36
 Fax : +84 838 38 66 39

Mai Phan Lam Hoa (sales)
 Hoa.maiphlan@kimeng.com.vn

King Yoong CHEAH (research)
 cheah.yoong@kimeng.com.vn

India

Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International,
 Plot No.16, Maharishi Karve Road,
 Churchgate Station,
 Mumbai City - 400 020, India

Tel: +91.22.6623.2600
 Fax: +91.22.6623.2604

Vikas KAWATRA (sales)
 vkawatra@kimeng.co.th

Jigar SHAH (research)
 jigar@kimeng.co.in

South Asia Sales Trading

Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: +65 6333 5775
 US Toll Free: +1 866 406 7447

North Asia Sales Trading

Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: +852 2268 0800
 US Toll Free: +1 866 598 2267

North America Sales Trading

Warren KIM
 wkim@kesusa.com
 Tel: +1 212 688 8886