

**Công ty cổ phần Vận tải Sản phẩm khí Quốc tế (HSX: GSP)**

Báo cáo cập nhật

**CẬP NHẬT**

Sau 9T/2013, GSP đã hoàn thành 87,5% kế hoạch doanh thu và 84,2% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm 2013. Dự báo năm 2013, doanh thu hợp nhất toàn Công ty của GSP vào khoảng 828,5 tỷ đồng tăng trưởng 20% so với năm 2012, lợi nhuận trước thuế vào khoảng 77,5 tỷ đồng tăng trưởng 17,4% so với năm 2012, lợi nhuận sau thuế hợp nhất ước đạt 57,5 tỷ đồng tăng trưởng 13,2% và EPS ước đạt 1.629 VNĐ/cổ phần, tăng trưởng vào khoảng 14,8% so với cùng kỳ năm 2012.

Năm 2013, GSP đưa vào hoạt động tàu Oceanus 09 tại công ty với vốn đầu tư 188 tỷ đồng, trong đó GSP đã góp 25 tỷ để tăng vốn điều lệ tại CTCP Vận tải biển Việt Nhật là chủ sở hữu của tàu Oceanus 09, giúp GSP tăng doanh thu vận tải biển trong quý 3/2013 và sẽ tăng mạnh trong Q4/2013 và các năm tiếp theo. Thêm vào đó GSP cho thuê tàu theo dạng time spot cũng giúp doanh thu tăng 50% doanh thu so với hình thức cho thuê dạng charter spot trước đây.

Với kế hoạch tiếp tục tăng thêm 01 tàu chở LPG trong năm 2014 và 02 tàu vào năm 2015 thì hoạt động vận tải biển của GSP sẽ có tốc độ tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận hàng năm rất mạnh trong giai đoạn 2014 – 2016 và sẽ giúp GSP có tốc độ tăng trưởng lợi nhuận và EPS rất cao trong thời gian tới. Theo ước tính của chúng tôi tốc độ tăng trưởng doanh thu của GSP trong giai đoạn 2013 – 2017 vào khoảng 21,4%/năm, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận trước thuế bình quân vào khoảng 10%/năm và EPS tăng trưởng bình quân 24,1%/năm.

Với vị thế dẫn đầu thị trường chiếm 70% thị trường vận tải LPG tại Việt Nam thì GSP có những lợi thế lớn trong việc cạnh tranh trên thị trường cũng như giữ vững vị thế của mình và tiếp tục phát triển trong tương lai. GSP cũng là công ty hoạt động hiệu quả nhất trong Tổng công ty CP Vận tải Dầu khí (PV Trans) trong suốt giai đoạn khó khăn của ngành vận tải từ năm 2008 tới nay.

Chúng tôi cập nhật dự báo GSP ở mức **15.500 VNĐ/cổ phần**, mức giá trên cao hơn 49% so với giá giao dịch hiện tại. Mức giá này tương đương P/E forward 2013 là 9,51 lần và P/B forward là 1,23 lần.

**KHUYẾN NGHỊ: MUA**

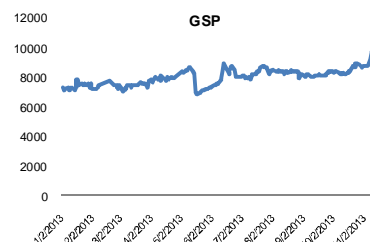
Giá kỳ vọng:	<b>15.500</b>
Giá giao dịch:	10.400
Cao nhất 52 tuần:	10.500
Thấp nhất 52 tuần:	6.000

**THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch:	HSX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP niêm yết:	30.000.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	309
EPS 2012 (VNĐ):	1.419
EPS 2013F (VNĐ):	1.629

**THÔNG TIN SỞ HỮU**

PVT	67.74%
VIBank	3.33%
Indochina No.1 LLP	3.33%
Knowledge Company Inc	3.33%
Khác	22.27%
<b>Tổng</b>	<b>100.0%</b>



	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EPS (VNĐ)	1,369	1,419	1,629	1,867	2,718	3,669	4,054
Tốc độ tăng trưởng EPS	-20.7%	3.7%	14.8%	14.6%	45.6%	35.0%	10.5%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	11,649	12,030	12,646	13,680	15,778	19,065	22,832
P/E (lần)	11.54	11.13	9.51	8.30	5.50	3.93	3.56
P/B (lần)	1.36	1.31	1.23	1.13	0.98	0.81	0.68
ROA	7.76%	9.86%	7.08%	7.39%	8.11%	10.78%	11.75%
ROE	13.84%	14.08%	15.16%	17.06%	21.54%	24.06%	22.19%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.47	0.53	1.14	1.31	1.65	1.23	0.89

Nguồn: GSP, PSI tổng hợp và dự báo

## CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Sau 9T/2013, GSP đã hoàn thành 87,5% kế hoạch doanh thu và 84,2% kế hoạch lợi nhuận sau thuế cả năm 2013. Dự báo năm 2013, GSP sẽ vượt kế hoạch cả năm khoảng 16,7% và lợi nhuận sau thuế vượt khoảng 9,3%. Ước cả năm 2013, doanh thu đạt 828,5 tỷ đồng tăng trưởng 19,9%, lợi nhuận sau thuế ước đạt 57,5 tỷ đồng tăng trưởng 13,2% so với năm 2012.

Kết quả kinh doanh của GSP khá ổn định hàng năm trong thời gian qua với mức biên lợi nhuận gộp ở định ở mức 11-12%/doanh thu và biên lợi nhuận sau thuế/doanh thu bình quân ở mức 7%/doanh thu. Mặc dù xu hướng có giảm do tốc độ tăng doanh thu tăng nhanh hơn tốc độ tăng trưởng lợi nhuận nhưng hiệu quả chung của GSP vẫn được cải thiện hàng năm.

**Bảng 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của GSP**

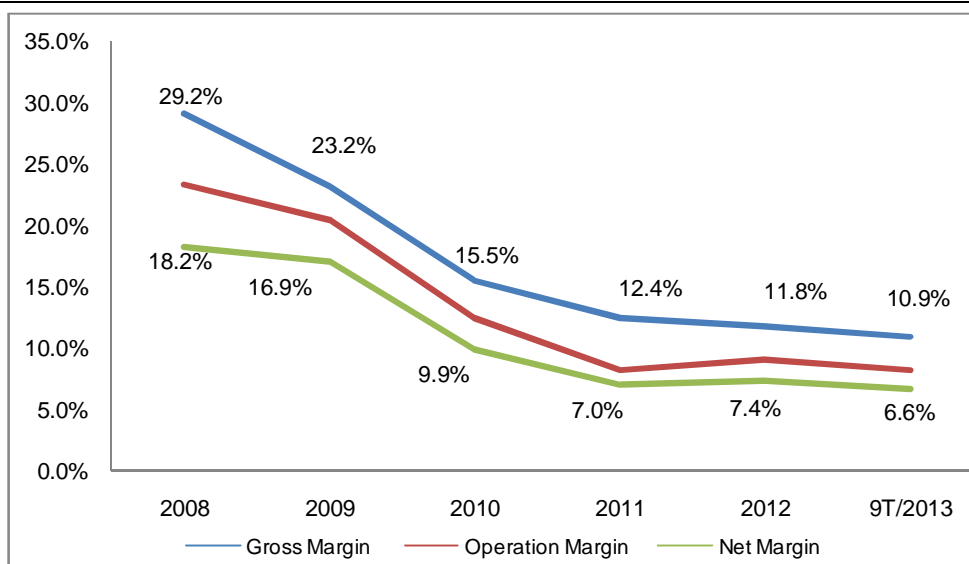
Năm tài chính 31/12, Tỷ VND	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	%YoY	2010	%YoY
<b>Doanh thu</b>	621.4	7.5%	689.0	-0.3%	690.7	82.3%	379.0	84.6%
Dịch vụ vận tải	453.6	13.8%	496.2	19.2%	416.1	10.6%	376.1	83.2%
Hàng hóa	167.8	41.1%	192.8	-29.8%	274.6	9408.8%	2.9	100.0%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>9T/2013</b>	<b>YoY</b>	<b>2012</b>	<b>YoY</b>	<b>2011</b>	<b>YoY</b>	<b>2010</b>	<b>YoY</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>10.9%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>11.8%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>12.4%</b>	<b>-3.1%</b>	<b>15.5%</b>	<b>-7.7%</b>
Dịch vụ vận tải	14.7%	-2.4%	15.8%	-4.5%	20.3%	4.7%	15.6%	-7.6%
Hàng hóa	0.6%	0.0%	1.3%	1.0%	0.4%	0.4%	0.0%	0.0%

Nguồn: PSI, GSP

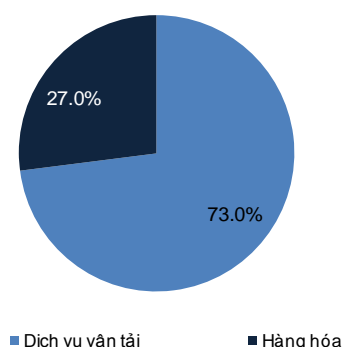
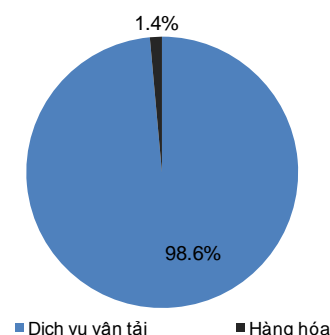
Mức biên lợi nhuận gộp của GSP tăng giảm -1,1% so với cùng kỳ năm 2012, trong đó biên lợi nhuận dịch vụ vận tải giảm -2,49% so với cùng kỳ và biên lợi nhuận gộp bán hàng hóa không đổi so với cùng kỳ năm 2012.

Biên lợi nhuận của GSP giảm dần hàng năm trong suốt thời gian qua, nguyên nhân do công ty doanh thu tăng mạnh chủ yếu nhờ bán hàng hóa trong khi mảng hoạt động này có biên lợi nhuận rất thấp. Thêm vào đó giá cước vận tải giảm, chi phí nhiên liệu DO, FO tăng dần hàng năm dẫn tới biên lợi nhuận của ngành dịch vụ vận tải giảm dần. Hoạt động của GSP vẫn hiệu quả nhờ việc gia tăng quy mô doanh thu và quy mô lợi nhuận bù đắp lại việc giảm biên lợi nhuận trong giai đoạn vừa qua.

**Biểu đồ 1: Biến động biên lợi nhuận của GSP các năm vừa qua**



Nguồn: GSP, PSI tổng hợp

**Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu 9T/2013**

**Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận 9T/2013**


*Nguồn: GSP, PSI tổng hợp*

Trong cơ cấu doanh thu thì doanh thu từ hoạt động vận tải luôn chiếm thị phần chính với 73% trong 9T/2013 và bình quân trên 70% tổng doanh thu của GSP các năm qua. Về lợi nhuận gộp, lợi nhuận của mảng vận tải chiếm tới 98,6% trong tổng cơ cấu lợi nhuận gộp của GSP trong 9T/2013 và bình quân chiếm khoảng 98% trong tổng cơ cấu lợi nhuận gộp của GSP.

### **Về đội tàu của GSP**

Hiện GSP có đội tàu dầu thô, dầu sản phẩm và LPG bao gồm 7 tàu trong đó có tàu Ocean 09 trọng tải 4.900 m3 mới đi vào hoạt động tại công ty con. Dự kiến trong năm 2014, GSP sẽ đầu tư thêm 01 tàu vận tải sản phẩm LPG và năm 2015 dự kiến đầu tư thêm 02 tàu vận tải LPG để chuẩn bị cho các dự án lọc hóa dầu Nghi Sơn cũng như bổ sung đội tàu vận tải trong tương lai.

**Bảng 2: Đội tàu hàng lỏng của GSP**

	ĐỘI TÀU CỦA GSP										
	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Đội tàu LPG (m3)</b>	<b>10,647</b>	<b>10,647</b>	<b>15,989</b>	<b>15,989</b>	<b>15,989</b>	<b>20,889</b>	<b>20,889</b>	<b>25,789</b>	<b>35,589</b>	<b>35,589</b>	<b>35,589</b>
1. Cửu Long Gas	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516
2. Hồng Hà Gas	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807
3. Việt Gas	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807	1,807
4. Sài Gòn Gas	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516	3,516
5. Apollo Pacific	-	-	3,438	3,438	3,438	3,438	3,438	3,438	3,438	3,438	3,438
6. Aquamarine Gas	-	-	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904	1,904
7. Oceanus 09	-	-	-	-	-	4,900	4,900	4,900	4,900	4,900	4,900
8. LPG 01	-	-	-	-	-	-	-	4,900	4,900	4,900	4,900
9. LPG 02	-	-	-	-	-	-	-	-	4,900	4,900	4,900
10. LPG 03	-	-	-	-	-	-	-	-	4,900	4,900	4,900

*Nguồn: GSP, PSI tổng hợp*

Bình quân đội tàu của GSP hiện nay đạt doanh thu khoảng 80 tỷ/tàu/năm và chạy theo hình thức thuê định hạn (time charter), trong năm 2013, GSP đã đầu tư thêm 1 tàu chở LPG tại công ty con và năm 2014 sẽ đầu tư thêm 01 tàu LPG nữa và chạy hình thức theo chuyến (time spot) và dự kiến đem lại doanh thu bình quân 120 tỷ/năm. Năm 2015, GSP cũng sẽ tiếp tục đầu tư mới thêm 02 tàu LPG nữa để đảm bảo kế hoạch vận chuyển trong tương lai khi sản lượng LPG tiêu thụ tiếp tục tăng do các nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động và nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất mở rộng hoàn thành.

Trong cơ cấu đội tàu gồm 07 tàu LPG hiện tại thì có 04 tàu thuộc trực tiếp công ty mẹ GSP, 3 tàu Apollo Pacific, Aquamarine Gas và Oceanus 09 trực thuộc công ty con là Công ty CP Vận tải Việt Nhật (GSP nắm 51% vốn điều lệ). Tổng công suất vận tải hiện nay của GSP đạt mức 20.889 m3 và sẽ tăng lên mức 35.589 m3 vào năm 2015 sau khi 03 tàu mới được đưa vào hoạt động trong năm 2014 – 2015. Năng lực vận tải của GSP hiện nay chiếm khoảng 70% tổng công suất vận tải LPG tại Việt Nam.

### Bán hàng hóa, nhiên liệu

Dịch vụ này GSP thực hiện bán hàng hóa là dầu DO, FO, khí hóa lỏng (LPG) cho các tàu chở LPG mà GSP thuê ngoài để thực hiện vận tải cho nhà máy chế biến khí Dinh Cố và LPG của nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất cũng như các khách hàng khác có nhu cầu. Mặc dù doanh thu khá cao nhưng lợi nhuận đem lại không đáng kể trong cơ cấu lợi nhuận của GSP.

### Hồ sơ công ty

GSP được thành lập vào 25/10/2007 với các cổ đông lớn là các Tổng công ty trong ngành dầu khí như PV Trans, PTSC, PVGas. Sau đó GSP được chuyển về PV Trán với tỷ lệ nắm giữ ở mức 67,74% và là công ty con PV Trans với vốn điều lệ đạt 300 tỷ đồng. Hoạt động của GSP là vận tải khí hóa lỏng (LPG) tại thị trường trong nước, khu vực Đông Nam Á, Tây Á và Bắc Á với đội tàu gồm 7 tàu trong đó có 5 tàu chạy tuyến quốc tế, 2 tàu chạy tuyến trong nước cũng như thuê ngoài một số tàu chạy tuyến trong nước khi có nhu cầu.

Thị phần của GSP chiếm 70% tại Việt Nam về vận tải LPG do GSP có lợi thế lớn nhờ việc vận tải LPG cho PVGas. Thị phần của PVGas hiện nay chiếm khoảng 70% thị phần LPG tại Việt Nam. Việc này đã tạo lợi thế kinh doanh lớn của GSP so với các công ty vận tải khác nhờ khách hàng truyền thống trong nước. Bên cạnh đó, GSP cũng có đội tàu gồm 05 tàu chạy các tuyến nước ngoài cho các khách hàng nước ngoài như Petronas Malaysia, Dealim H&L Co, ...

### Đánh giá GSP với ngành vận tải LPG hiện nay

GSP hiện là công ty hoạt động hiệu quả nhất trong Tổng công ty Vận tải Dầu khí (PV Trans) với việc đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận hàng năm cho PV Trans trong giai đoạn khó khăn vừa qua. Hoạt động kinh doanh của GSP luôn đạt kết quả tốt mặc dù thị trường vận tải dầu sản phẩm đã suy giảm mạnh trong giai nhiều năm qua từ năm 2008 tới nay và vẫn chưa có dấu hiệu phục hồi rõ ràng.

GSP cũng là công ty rất hiếm trong ngành vận tải biển Việt Nam cân bằng được dòng tiền hàng năm cũng như tỷ lệ nợ vay hợp lý, vay ngoại tệ ở mức thấp (2 triệu USD) và dòng tiền hoạt động luôn dương đang bảo khả năng trả nợ hàng năm.

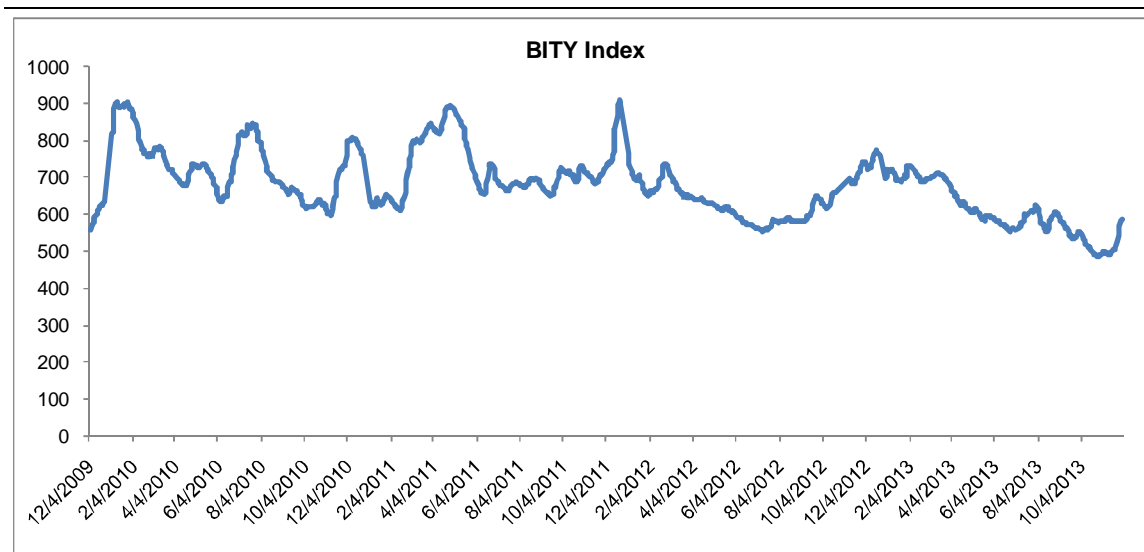
**Bảng 3: So sánh GSP với các đối thủ chính trong vận chuyển hàng lỏng**

Vận tải lỏng	9T/2013			Năm 2012			Năm 2011		
	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp
<b>GSP</b>	<b>621.4</b>	<b>67</b>	<b>10.8%</b>	<b>689.0</b>	<b>81.0</b>	<b>11.8%</b>	<b>690.7</b>	<b>85.5</b>	<b>12.4%</b>
PVT	3,526.4	380.4	10.8%	4,460.6	461.3	10.3%	4,157.5	393.7	9.5%
VTO	1,201.5	87.9	7.3%	1,641.1	208.0	12.7%	1,665.6	438.5	26.3%
VIP	614.9	138.9	22.6%	1,000.6	171.5	17.1%	1,714.8	323.5	18.9%
PTS	206.6	5.2	2.5%	279.8	12.4	4.4%	318.9	25.1	7.9%
PSC	400.7	23.7	5.9%	639.0	28.5	4.5%	899.3	31.4	3.5%
PJC	951.6	24.0	2.5%	1,203.4	37.4	3.1%	1,118.8	39.1	3.5%
<b>Trung bình</b>	<b>7,523.0</b>	<b>727.3</b>	<b>9.7%</b>	<b>9,913.5</b>	<b>1,000.1</b>	<b>10.1%</b>	<b>10,565.5</b>	<b>1,336.8</b>	<b>12.7%</b>

Nguồn: PSI, GSP

GSP đạt kết quả kinh doanh bình quân cao hơn so với mức bình quân của các công ty vận tải hàng lỏng đang niêm yết hiện nay. Mặc dù biên lợi nhuận có sụt giảm do giá cước vận tải không tăng trong khi giá nguyên nhiên liệu tăng dần hàng năm nhưng GSP vẫn đảm bảo được kế hoạch lợi nhuận hàng năm.

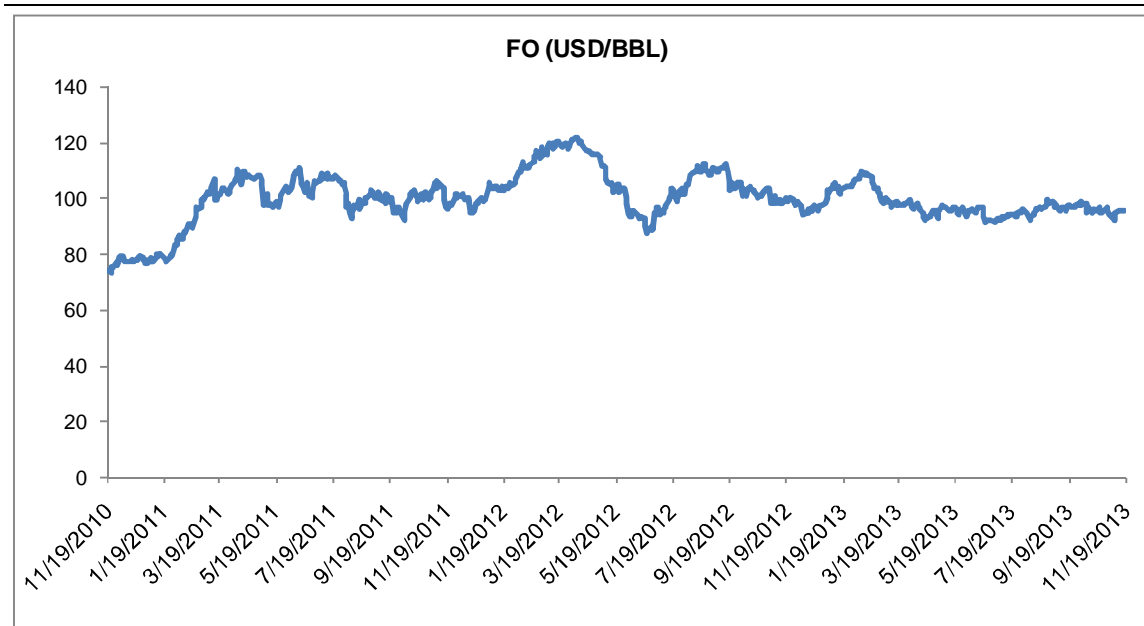
Theo quan sát của chúng tôi thì chỉ số BITY (Baltic Clean Tanker Index), chỉ số vận tải dầu sản phẩm đã có sự tăng trưởng rất nhanh từ tháng 10/2013 tới nay và đã đạt mức 586 điểm vào ngày 2/11/2013 và tăng 15,4% so với tháng 10. Tuy nhiên xét trung thì chỉ số BITY vẫn giảm 22% so với cùng kỳ năm 2012, giảm 30,5% so với cùng kỳ năm 2011.

**Biểu đồ 4: Biến động chỉ số vận tải dầu sản phẩm**


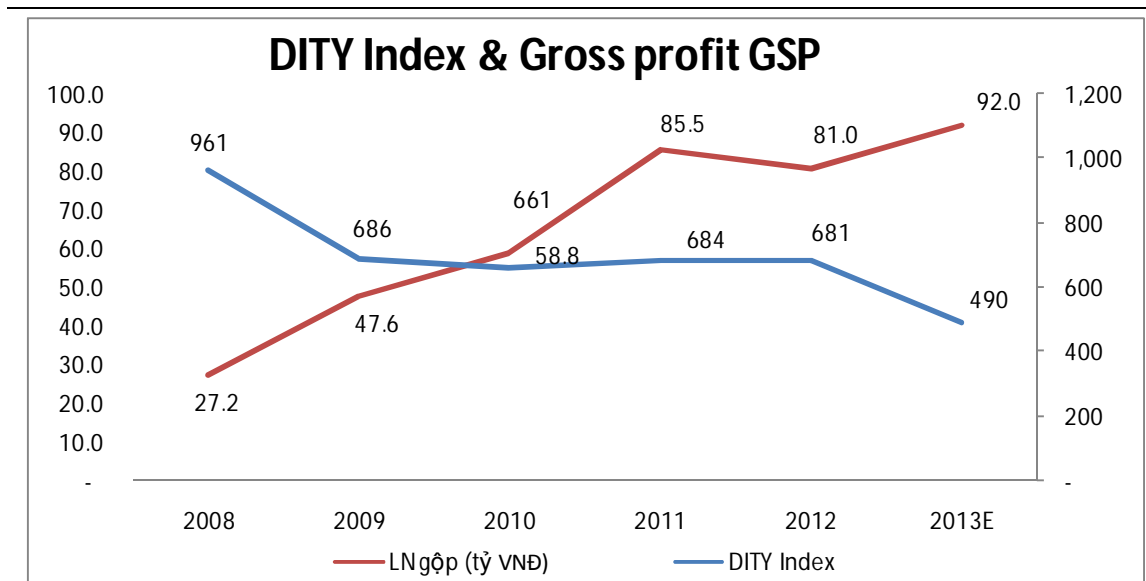
Thời gian	% hôm trước	% 1 tháng	% 3 tháng	% 6 tháng	% 1 năm	% 2 năm	% 5 năm
% thay đổi	0.0%	15.4%	-2.6%	-0.2%	-22.0%	-30.5%	-138.7%
<b>BITY Index</b>	586	496	601	587	715	765	1,399

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Với việc bình quân giá cước vận tải không tăng trong khi giá đầu vào dầu FO tăng mạnh trong năm 2011 và ổn định trong giai đoạn qua thì hoạt động của GSP vẫn khá hiệu quả với việc tăng dần quy mô vận tải để bù đắp cho việc cước vận tải giảm và giá đầu vào tăng cao hàng năm.

**Biểu đồ 6: Biến động giá dầu FO tại Singapore (USD/thùng)**


Nguồn: Bloomberg, GSP, PSI tổng hợp

**Biểu đồ 6: Biến động BDTI với LN gộp của GSP**


Nguồn: Bloomberg, GSP, PSI tổng hợp

Mặc dù xu hướng giá cước vận tải dầu sản phẩm tiếp tục giảm mạnh trong thời gian qua nhưng lợi nhuận của GSP lại tăng dần hàng năm. Mặc dù triển vọng thị trường không thật sự thuận lợi nhưng hoạt động của GSP vẫn tỏ ra rất hiệu quả so sánh với thị trường chung.

Việc quản lý chi phí của GSP trong thời gian qua đã được quản lý chặt chẽ và tỷ lệ chi phí quản lý & chi phí bán hàng/doanh thu trong thời gian qua bình quân chỉ ở mức 3,5%/doanh thu là mức ổn định.

**Bảng 4: Chi phí hoạt động của GSP**

Chi phí (Tỷ VNĐ)	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
<b>Chi phí hoạt động</b>	21.9	5.6%	29.8	7.5%	27.7	68.1%	16.5	30.8%
Chi phí bán hàng	0.8	-38.1%	1.7	100.0%	-	-100.0%	1.2	-32.4%
Chi phí quản lý	21.1	8.6%	28.0	1.2%	27.7	80.9%	15.3	41.4%
<b>Tỷ lệ chi phí/Doanh thu (%)</b>	<b>9T/2013</b>	<b>YoY</b>	<b>2012</b>	<b>YoY</b>	<b>2011</b>	<b>YoY</b>	<b>2010</b>	<b>YoY</b>
<b>Chi phí hoạt động/ Doanh thu (%)</b>	<b>3.5%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>4.3%</b>	<b>-1.8%</b>
Chi phí bán hàng/ Doanh thu	0.1%	-0.1%	0.3%	0.3%	0.0%	-0.3%	0.3%	-0.5%
Chi phí quản lý/ Doanh thu	3.4%	-0.2%	4.1%	0.1%	4.0%	0.0%	4.0%	-1.3%

Nguồn: GSP, PSI tổng hợp

### Tín hiệu tích cực trong cơ cấu vốn

Một trong các rủi ro chính của GSP trong thời gian qua là chi phí tài chính và các khoản vay đầu tư tài sản cố định của GSP trong thời gian trước để lại đã gây những khó khăn rất lớn lên hoạt động của GSP cũng như việc cân đối dòng tiền và đảm bảo làm ăn có lãi.

Trong 6T/2013, GSP đã giảm mạnh chi phí lãi suất với mức giảm -24,1% và chi phí chênh lệch tỷ giá cũng giảm mạnh do tỷ giá USD giảm 1% so với cùng kỳ năm 2012. Thêm vào đó năm 2012, GSP đã hạch toán hết phần chênh lệch tỷ giá của các năm trước nên chi phí tài chính cao hơn so với bình quân. Năm 2013, GSP chỉ hạch toán chênh lệch tỷ giá với giá trị nhỏ nên cũng giảm được chi phí tài chính trong năm.

**Bảng 5: Tình hình nợ thương mại của GSP**

Nợ vay (Tỷ đồng)	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Tổng nợ vay thương mại	185.1	130.9%	77.3	-46.8%	145.4	14.6%	126.9	100.0%
Nợ ngắn hạn	18.1	-21.1%	26.3	-62.8%	70.8	124.4%	31.5	100.0%
Nợ dài hạn	166.9	191.9%	51.0	-31.6%	74.6	-21.8%	95.3	100.0%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	9T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	1.7	-75.2%	8.1	-32.4%	12.0	151.1%	4.8	100.0%
Chi phí lãi vay/Tổng nợ (%)	0.9%	-7.5%	10.5%	2.2%	8.2%	1.7%	3.8%	100.0%

Nguồn: PSI, GSP

Các khoản vay của GSP tăng trong năm 2013 do việc vay hơn 100 tỷ đầu tư tàu Oceanus 09 tại CTCP Vận tải Nhật Việt mà GSP là công ty mẹ. Việc tăng khoản vay này sẽ tác động tới chi phí tài chính của GSP trong quý 4/2013 và các năm tiếp theo.

Thêm vào đó, GSP có kế hoạch đầu tư mới thêm 03 tàu trong năm 2014 – 2015 nên các khoản nợ vay thương mại sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn này do phải dùng vay thương mại để tài trợ các khoản mua mới tàu LPG.

**Bảng 6: Cơ cấu nợ vay và trả nợ của GSP thời gian tới**

KẾ HOẠCH TRẢ NỢ								
	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Nợ ngắn hạn</b>								
Đầu kỳ	31,543	70,780	26,333	26,333	18,140	36,356	14,805	14,805
Tăng/giảm	39,236	(44,447)	(8,194)	(8,194)	18,216	(21,551)	-	-
Cuối kỳ	70,780	26,333	18,140	18,140	36,356	14,805	14,805	14,805
<b>Nợ dài hạn</b>								
Đầu kỳ	95,310	74,571	50,997	50,997	149,636	232,508	481,681	405,532
Tăng nợ gốc	5,041	2,759	136,913	136,913	121,146	290,750	-	-
Giảm nợ gốc	(25,780)	(26,333)	(20,967)	(38,274)	(38,274)	(41,578)	(76,149)	(76,149)
Cuối kỳ	74,571	50,997	166,943	149,636	232,508	481,681	405,532	329,383
<b>Chi phí lãi vay</b>	<b>11,967</b>	<b>8,092</b>	<b>3,989</b>	<b>4,902</b>	<b>12,008</b>	<b>21,047</b>	<b>29,797</b>	<b>24,847</b>

Nguồn: PSI dự báo, GSP

Trong giai đoạn từ 2014 – 2017, GSP hiện nay mới chỉ có kế hoạch đầu tư 3 tàu như đã nói ở trên với capex dự kiến như sau:

**Bảng 7: Các dự án đầu tư mới của GSP**

Kế hoạch đầu tư mới	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Tổng giá trị đầu tư</b>	<b>1,582</b>	<b>188,583</b>	<b>188,583</b>	<b>192,354</b>	<b>392,403</b>	<b>2,410</b>	<b>2,410</b>
Oceanus 09	-	188,583	188,583	-	-	-	-
LPG 01	-	-	-	192,354	0	-	-
LPG 02	-	-	-	-	196,202	-	-
LPG 03	-	-	-	-	196,202	-	-

Nguồn: GSP, PSI dự báo

## DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Với các thông tin chúng tôi thu thập được thì chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của GSP trong giai đoạn 2013-2017 như sau:



**Bảng 8: Dự báo mô hình doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của GSP**

<b>DOANH THU CỦA GSP</b>							
	<b>2012A</b>	<b>9T/2013A</b>	<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Doanh thu (triệu VNĐ)	688,992	621,360	828,479	982,281	1,360,182	1,671,535	1,788,542
Dịch vụ vận tải	496,195	453,595	604,794	742,938	1,104,085	1,397,510	1,495,336
	19%	14%	22%	23%	49%	27%	7%
Hàng hóa	192,797	167,764	223,686	239,344	256,098	274,025	293,206
	-30%	-7%	16%	7%	7%	7%	7%
Dịch vụ vận tải	72.0%	73.0%	73.0%	75.6%	81.2%	83.6%	83.6%
Hàng hóa	28.0%	27.0%	27.0%	24.4%	18.8%	16.4%	16.4%
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>688,992</b>	<b>621,360</b>	<b>828,479</b>	<b>982,281</b>	<b>1,360,182</b>	<b>1,671,535</b>	<b>1,788,542</b>
% Tăng trưởng	0%	7%	20%	19%	38%	23%	7%
<b>Giá vốn hàng bán (%)</b>	<b>2012A</b>	<b>9T/2013A</b>	<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
Dịch vụ vận tải	84.2%	85.3%	85.0%	85.0%	85.0%	84.0%	84.0%
Hàng hóa	98.7%	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%	99.4%
<b>Biên lợi nhuận gộp (%)</b>							
Dịch vụ vận tải	16%	15%	15%	15%	15%	16%	16%
Hàng hóa	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>Lợi nhuận gộp (triệu VNĐ)</b>							
Dịch vụ vận tải	78,444	66,770	90,719	111,441	165,613	223,602	239,254
Hàng hóa	2,573	982	1,310	1,401	1,499	1,604	1,717
<b>Tổng lợi nhuận gộp</b>	<b>81,017</b>	<b>67,752</b>	<b>92,029</b>	<b>112,842</b>	<b>167,112</b>	<b>225,206</b>	<b>240,970</b>
<b>Giá vốn hàng bán (triệu VNĐ)</b>							
Dịch vụ vận tải	417,751	386,825	514,075	631,497	938,472	1,173,909	1,256,082
Hàng hóa	190,224	166,782	222,376	237,942	254,598	272,420	291,490
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>607,975</b>	<b>553,608</b>	<b>736,451</b>	<b>869,440</b>	<b>1,193,071</b>	<b>1,446,329</b>	<b>1,547,572</b>

Nguồn: PSI, GSP



**Bảng 9: Kết quả dự báo của GSP**

Triều VND	BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ BÁO							
	Năm tài chính kết thúc 31/12							
	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>690,726</b>	<b>688,992</b>	<b>621,360</b>	<b>828,479</b>	<b>982,281</b>	<b>1,360,182</b>	<b>1,671,535</b>	<b>1,788,542</b>
Tăng trưởng (%)	82%	0%	14%	19.9%	18.6%	38.5%	22.9%	7.0%
Giá vốn hàng bán	605,190	607,975	554,066	736,451	869,439	1,193,070	1,446,329	1,547,572
% Doanh thu	88%	88%	89%	88.9%	88.5%	87.7%	86.5%	86.5%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>85,536</b>	<b>81,017</b>	<b>67,294</b>	<b>92,029</b>	<b>112,842</b>	<b>167,112</b>	<b>225,206</b>	<b>240,970</b>
% Doanh thu	12.4%	11.8%	10.8%	11.1%	11.5%	12.3%	13.5%	13.5%
Chi phí bán hàng & chi phí quả	27,701	29,776	21,937	29,410	34,870	48,284	59,337	63,491
% Doanh thu	4.0%	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Chi phí quản lý	27,701	28,046	21,125	28,167	33,396	46,244	56,830	60,808
% Doanh thu	4.0%	4.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
Chi phí bán hàng	-	1,731	812	1,243	1,473	2,040	2,507	2,683
% Doanh thu	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>EBIT (Lợi nhuận hoạt động)</b>	<b>57,835</b>	<b>51,241</b>	<b>45,357</b>	<b>62,619</b>	<b>77,972</b>	<b>118,828</b>	<b>165,869</b>	<b>177,480</b>
% Doanh thu	8.4%	7.4%	7.3%	7.6%	7.9%	8.7%	9.9%	9.9%
Khấu hao	40,809	41,019	41,020	44,163	53,591	66,414	92,575	92,575
% Doanh thu	5.9%	6.0%	6.6%	5.3%	5.5%	4.9%	5.5%	5.2%
<b>EBITDA</b>	<b>106,013</b>	<b>107,019</b>	<b>96,356</b>	<b>121,635</b>	<b>143,927</b>	<b>197,943</b>	<b>270,120</b>	<b>288,718</b>
% Doanh thu	15.3%	15.5%	15.5%	14.7%	14.7%	14.6%	16.2%	16.1%
Doanh thu tài chính	20,291	19,861	10,819	14,425	17,103	23,682	29,103	31,141
% Doanh thu	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Chi phí tài chính	20,794	8,234	4,896	5,702	12,008	21,047	29,797	24,847
% Doanh thu	3%	1%	1%	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%	1.4%
Lợi nhuận khác	7,872	3,132	4,058	6,131	7,269	10,065	12,369	12,369
% Doanh thu	1.1%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Lợi nhuận trước thuế	65,204	66,000	55,337	77,472	90,336	131,528	177,545	196,143
% Doanh thu	9.4%	9.6%	8.9%	9.4%	9.2%	9.7%	10.6%	11.0%
Thuế TNDN	16,828	15,196	14,276	19,972	20,326	29,594	39,948	44,132
% Doanh thu	25.8%	23.0%	25.8%	25.8%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>48,376</b>	<b>50,804</b>	<b>41,061</b>	<b>57,500</b>	<b>70,011</b>	<b>101,934</b>	<b>137,597</b>	<b>152,011</b>
Net income margin	7.0%	7.4%	6.6%	6.9%	7.1%	7.5%	8.2%	8.5%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông</b>	<b>41,073</b>	<b>42,563</b>	<b>35,434</b>	<b>48,875</b>	<b>56,009</b>	<b>81,547</b>	<b>110,078</b>	<b>121,608</b>
%LNST	84.9%	83.8%	86.3%	85.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>EPS</b>	<b>1,369</b>	<b>1,419</b>	<b>1,181</b>	<b>1,629</b>	<b>1,867</b>	<b>2,718</b>	<b>3,669</b>	<b>4,054</b>
Tăng trưởng (%)	-20.7%	3.7%	10.6%	14.8%	14.6%	45.6%	35.0%	10.5%
Cổ tức	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000	39,000
Tỷ lệ cổ tức/cổ phiếu	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%

Nguồn: GSP, PSI tổng hợp và dự báo

## ĐỊNH GIÁ

Với việc đầu tư mới thêm 04 tàu chở LPG trong giai đoạn 2013 – 2014 cũng sẽ tạo áp lực về nợ vay và dòng tiền trả nợ lên GSP trong giai đoạn tới. Tuy nhiên, việc thị trường vận tải LPG khá tốt và nhu cầu trên thị trường trong nước từ 02 nhà máy sản xuất LPG hiện tại và nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn trong thời gian tới, cũng như lợi thế vận tải cho PVGas – đơn vị chiếm vị trí thống lĩnh thị phần LPG Việt Nam (chiếm 70% thị trường tiêu thụ LPG trong nước) sẽ giúp GSP ổn định được đầu ra và phát triển.

Chúng tôi dự báo GSP vẫn duy trì mức cổ tức 13% hiện tại và có thể sẽ tăng trong tương lai khi

kết quả kinh doanh tốt dần trong các năm tiếp theo.

Với đội ngũ điều hành tốt hiện nay của GSP, theo đánh giá của chúng tôi thì triển vọng kinh doanh cũng GSP khá khả quan so với ngành vận tải biển Việt Nam hiện nay. Mức định giá của GSP hoàn toàn có cơ sở để có mức định giá cao hơn so với những công ty bình quân trong ngành. Triển vọng tăng trưởng EPS của GSP cũng rất khả quan trong giai đoạn 2013 – 2017 với mức tăng trưởng bình quân 25,3%/năm và tăng đặt biệt mạnh trong năm 2015 - 2016 (+40,6% khi có 3 tàu mới hoạt động trong năm 2014 - 2015), và ổn định giai đoạn 2014 – 2017 bình quân ở mức 11,6%/năm.

**Bảng 10: Định giá theo DCF**

**Phương pháp DCF**

(Triệu VND)

	Năm tài chính 31/12				
	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>EBIT</b>	62,619	77,972	118,828	165,869	177,480
(-) Thuế	(19,972)	(20,326)	(29,594)	(39,948)	(44,132)
<b>Thu nhập sau thuế thuần</b>	<b>42,646</b>	<b>57,647</b>	<b>89,234</b>	<b>125,921</b>	<b>133,348</b>
+ Khấu hao và điều chỉnh	44,163	53,591	66,414	92,575	92,575
- Đầu tư hàng năm	(188,583)	(192,354)	(392,403)	(2,410)	(2,410)
- Tăng/giảm vốn lưu động	73,728	3,327	(4,370)	(4,704)	(1,267)
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>(28,045)</b>	<b>(77,790)</b>	<b>(241,125)</b>	<b>211,381</b>	<b>222,245</b>

Phương pháp định giá DCF	
	<b>Perpetuity</b>
	<b>3.0%</b>
Present Value of Free Cash Flows	(25,677)
Present Value of Terminal Value	541,147
Enterprise Value	515,469
Trừ: Nợ thuần (31/12/2013)	(46,520)
<b>Equity Value</b>	<b>561,990</b>
<b>SLCP lưu hành</b>	30,000,000
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>18,733</b>

Nguồn: PSI dự báo

**Bảng 11: Định giá theo Phương pháp so sánh với một số công ty khác**

( Tỷ VND)		Định giá 2013					Định giá 2014				
Công ty	Enterprise Value	Equity Value	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	
Trong nước:											
PVT	5,814,107	2,535,340	233,117	10.9x	711,396	8.2x	278,799	9.1x	831,986	3.0x	
VTO	1,527,244	536,293	31,488	17.0x	280,767	5.4x	28,339	18.9x	252,690	2.1x	
VIP	1,293,327	587,302	141,500	4.2x	254,731	5.1x	70,750	8.3x	203,785	2.9x	
PSC	98,891	48,000	7,281	6.6x	19,441	5.1x	6,553	7.3x	17,497	2.7x	
PJC	36,147	39,079	10,930	3.6x	30,096	1.2x	9,837	4.0x	27,087	1.4x	
Tổng nội địa	2,955,608	1,210,674	191,198	6.3x	585,036	5.1x	115,478	10.5x	501,059	5.9x	
Khu vực Châu Á:											
2GO PM	3,944,325	2,002,122	266,200	7.5x	1,197,367	3.3x	252,890	7.9x	1,137,499	1.8x	
ESL IN	18,860,154	1,169,614	96,851	12.1x	3,317,441	5.7x	92,008	12.7x	3,151,569	0.4x	
TMA5 IJ	2,486,223	446,049	96,183	4.6x	520,318	4.8x	91,373	4.9x	494,302	0.9x	
LSC PM	779,035	295,480	28,323	10.4x	317,999	2.4x	26,907	11.0x	302,100	1.0x	
Tổng quốc tế	26,069,737	3,913,266	487,556	8.0x	5,353,125	4.9x	463,178	8.4x	5,085,469	5.1x	
Bình quân chung	29,025,345	5,123,939	678,754	7.5x	5,938,161	4.9x	578,657	8.9x	5,586,528	5.2x	

P/E (LNST 2014 dự báo)		
	Trong nước	Quốc tế
LNST	56,009	56,009
P/E Multiple	10.5x	8.4x
Enterprise Value	3,448,212	3,334,220
Trừ: Nợ thuần	2,861,020	2,861,020
<b>Equity Value</b>	<b>587,192</b>	<b>473,201</b>
SLCP lưu hành	30,000,000	30,000,000
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>19,573</b>	<b>15,773</b>

P/E (LNST 2013 dự báo)		
	Trong nước	Quốc tế
LNST	48,875	48,875
P/E Multiple	6.3x	8.0x
Enterprise Value	3,170,497	3,253,304
Trừ: Nợ thuần	2,861,020	2,861,020
<b>Equity Value</b>	<b>309,477</b>	<b>392,284</b>
SLCP lưu hành	30,000,000	30,000,000
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>10,316</b>	<b>13,076</b>

Nguồn: PSI dự báo

**Bảng 12: Tổng hợp định giá**

Valuation Methodology							
(Triệu VND)	Proposed Price	DCF	Dựa trên P/E forward 2014		Dựa trên P/E forward 2013		Trung bình
			Trong nước	Nước ngoài	Trong nước	Nước ngoài	
Enterprise Value	418,309	515,469	3,448,212	3,334,220	3,170,497	3,253,304	3,325,849
Trừ: Nợ thuần	(46,520)	(46,520)	2,861,020	2,861,020	2,861,020	2,861,020	2,861,020
<b>Equity Value</b>	<b>464,829</b>	<b>561,990</b>	<b>587,192</b>	<b>473,201</b>	<b>309,477</b>	<b>392,284</b>	<b>464,829</b>
<b>Giá cổ phiếu (VND)</b>	<b>15,494</b>	<b>18,733</b>	<b>19,573</b>	<b>15,773</b>	<b>10,316</b>	<b>13,076</b>	<b>15,494</b>

Nguồn: PSI dự báo

Chúng tôi đánh giá giá trị của GSP vào khoảng **15.500 VNĐ/cổ phần** tại thời điểm hiện tại.

**Bảng 13: Các tỷ lệ PE, EV/BITDA dự phóng với giá hiện tại**

Năm	P/E	EV/BITDA
2013F	9.5x	3.4x
2014F	8.3x	2.9x
2015F	4.6x	2.1x
2016F	3.4x	1.5x
2017F	3.1x	1.4x

Nguồn: PSI dự báo

**PHỤ LỤC**  
**BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN**

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ BÁO</b>								
	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>9T/2013A</b>	<b>Năm tài chính 31/12</b>				
				<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>	<b>2016F</b>	<b>2017F</b>
<b>Tài sản</b>								
Tiền và tương đương tiền	167,693	123,850	165,882	287,184	264,569	193,654	259,397	347,940
Đầu tư ngắn hạn	5,000	75,000	5,000	5,000	-	-	-	-
Phải thu khách hàng	150,241	32,127	80,410	90,792	107,647	149,061	183,182	196,005
Phải thu khác	3,061	4,805	1,789	4,805	4,805	4,805	4,805	4,805
Tồn kho	19,281	18,764	14,995	19,931	23,530	32,289	39,143	41,883
TS ngắn hạn khác	1,218	4,256	20,920	4,256	4,256	4,256	4,256	4,256
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>347,131</b>	<b>260,613</b>	<b>288,649</b>	<b>411,968</b>	<b>404,808</b>	<b>384,065</b>	<b>490,782</b>	<b>594,888</b>
TSCĐ hữu hình	241,740	202,473	358,421	350,893	493,656	823,645	737,481	651,316
TSCĐ vô hình	133	45	11	43	41	39	37	35
TS dài hạn khác	31,833	49,854	51,833	49,356	48,862	48,373	47,890	47,411
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>623,677</b>	<b>515,114</b>	<b>700,511</b>	<b>812,259</b>	<b>947,367</b>	<b>1,256,122</b>	<b>1,276,189</b>	<b>1,293,650</b>
<b>Phải trả</b>								
Phải trả ngắn hạn								
Phải trả khách hàng	76,095	26,429	68,567	80,707	95,281	130,747	158,502	169,597
Người mua trả tiền trước	-	2,139	-	-	-	-	-	-
Thuế và các khoản phải nộp	8,704	6,020	6,331	8,441	10,009	13,859	17,031	18,224
Phải trả người lao động	5,240	5,219	10,664	14,219	16,859	23,344	28,688	30,696
Dự phòng	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Tổng phải trả ngắn hạn</b>	<b>363,902</b>	<b>106,572</b>	<b>95,202</b>	<b>103,367</b>	<b>122,148</b>	<b>167,951</b>	<b>204,221</b>	<b>218,517</b>
Phải trả ngắn hạn khác	3,392	1,136	7,188	1,170	1,206	1,242	1,279	1,317
Nợ dài hạn								
Nợ ngắn hạn	70,780	26,333	18,140	18,140	36,356	14,805	14,805	14,805
Nợ dài hạn	74,571	50,997	166,943	149,636	232,508	481,681	405,532	329,383
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>145,350</b>	<b>77,330</b>	<b>185,082</b>	<b>328,327</b>	<b>413,608</b>	<b>613,590</b>	<b>498,752</b>	<b>388,868</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>515,090</b>	<b>190,628</b>	<b>293,062</b>	<b>432,864</b>	<b>536,962</b>	<b>782,783</b>	<b>704,252</b>	<b>608,702</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>								
Vốn góp chủ sở hữu	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000	300,000
Lợi nhuận chưa phân phối	41,695	48,573	47,599	61,323	85,332	138,073	222,911	320,720
Các quỹ	7,761	12,322	15,680	18,072	25,073	35,267	49,026	64,227
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>349,455</b>	<b>360,895</b>	<b>363,279</b>	<b>379,395</b>	<b>410,405</b>	<b>473,340</b>	<b>571,937</b>	<b>684,948</b>
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>623,677</b>	<b>515,114</b>	<b>700,511</b>	<b>812,259</b>	<b>947,367</b>	<b>1,256,122</b>	<b>1,276,189</b>	<b>1,293,650</b>

*Nguồn: GSP, PSI dự báo*

## BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

### BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ BÁO

*Triều VND*

	Năm tài chính kết thúc 31/12							
	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>690,726</b>	<b>688,992</b>	<b>621,360</b>	<b>828,479</b>	<b>982,281</b>	<b>1,360,182</b>	<b>1,671,535</b>	<b>1,788,542</b>
Tăng trưởng (%)	82%	0%	14%	19.9%	18.6%	38.5%	22.9%	7.0%
Giá vốn hàng bán	605,190	607,975	554,066	736,451	869,439	1,193,070	1,446,329	1,547,572
% Doanh thu	88%	88%	89%	88.9%	88.5%	87.7%	86.5%	86.5%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>85,536</b>	<b>81,017</b>	<b>67,294</b>	<b>92,029</b>	<b>112,842</b>	<b>167,112</b>	<b>225,206</b>	<b>240,970</b>
% Doanh thu	12.4%	11.8%	10.8%	11.1%	11.5%	12.3%	13.5%	13.5%
Chi phí bán hàng & chi phí qu	27,701	29,776	21,937	29,410	34,870	48,284	59,337	63,491
% Doanh thu	4.0%	4.3%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Chi phí quản lý	27,701	28,046	21,125	28,167	33,396	46,244	56,830	60,808
% Doanh thu	4.0%	4.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
Chi phí bán hàng	-	1,731	812	1,243	1,473	2,040	2,507	2,683
% Doanh thu	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>EBIT (Lợi nhuận hoạt động)</b>	<b>57,835</b>	<b>51,241</b>	<b>45,357</b>	<b>62,619</b>	<b>77,972</b>	<b>118,828</b>	<b>165,869</b>	<b>177,480</b>
% Doanh thu	8.4%	7.4%	7.3%	7.6%	7.9%	8.7%	9.9%	9.9%
Khấu hao	40,809	41,019	41,020	44,163	53,591	66,414	92,575	92,575
% Doanh thu	5.9%	6.0%	6.6%	5.3%	5.5%	4.9%	5.5%	5.2%
<b>EBITDA</b>	<b>106,013</b>	<b>107,019</b>	<b>96,356</b>	<b>121,635</b>	<b>143,927</b>	<b>197,943</b>	<b>270,120</b>	<b>288,718</b>
% Doanh thu	15.3%	15.5%	15.5%	14.7%	14.7%	14.6%	16.2%	16.1%
Doanh thu tài chính	20,291	19,861	10,819	14,425	17,103	23,682	29,103	31,141
% Doanh thu	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Chi phí tài chính	20,794	8,234	4,896	5,702	12,008	21,047	29,797	24,847
% Doanh thu	3%	1%	1%	0.7%	1.2%	1.5%	1.8%	1.4%
Lợi nhuận khác	7,872	3,132	4,058	6,131	7,269	10,065	12,369	12,369
% Doanh thu	1.1%	0.5%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
Lợi nhuận trước thuế	65,204	66,000	55,337	77,472	90,336	131,528	177,545	196,143
% Doanh thu	9.4%	9.6%	8.9%	9.4%	9.2%	9.7%	10.6%	11.0%
Thuế TNDN	16,828	15,196	14,276	19,972	20,326	29,594	39,948	44,132
% Doanh thu	25.8%	23.0%	25.8%	25.8%	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>48,376</b>	<b>50,804</b>	<b>41,061</b>	<b>57,500</b>	<b>70,011</b>	<b>101,934</b>	<b>137,597</b>	<b>152,011</b>
Net income margin	7.0%	7.4%	6.6%	6.9%	7.1%	7.5%	8.2%	8.5%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đ</b>	<b>41,073</b>	<b>42,563</b>	<b>35,434</b>	<b>48,875</b>	<b>56,009</b>	<b>81,547</b>	<b>110,078</b>	<b>121,608</b>
%LNST	84.9%	83.8%	86.3%	85.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
<b>EPS</b>	<b>1,369</b>	<b>1,419</b>	<b>1,181</b>	<b>1,629</b>	<b>1,867</b>	<b>2,718</b>	<b>3,669</b>	<b>4,054</b>
Tăng trưởng (%)	-20.7%	3.7%	10.6%	14.8%	14.6%	45.6%	35.0%	10.5%

*Nguồn: GSP, PSI dự báo*

## BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ DỰ BÁO								
Triều VND	Năm tài chính 31/12							
	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
<b>EBITDA</b>	<b>24,194</b>	<b>107,019</b>	<b>96,356</b>	<b>121,635</b>	<b>143,927</b>	<b>197,943</b>	<b>270,120</b>	<b>288,718</b>
Giảm: Thuế	(16,828)	(15,196)	(14,276)	(19,972)	(20,326)	(29,594)	(39,948)	(44,132)
Giảm: Chi phí tài chính	(20,794)	(8,234)	(4,896)	(5,702)	(12,008)	(21,047)	(29,797)	(24,847)
Giảm: Mua mới TSCĐ	(388)	(1,582)	(188,583)	(188,583)	(192,354)	(392,403)	(2,410)	(2,410)
Add: Extraordinary Income	(7,872)	(3,132)	(4,058)	(6,131)	(7,269)	(10,065)	(12,369)	(12,369)
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>								
Đầu tư ngắn hạn	80,000	(70,000)	70,000	70,000	5,000	-	-	-
Phải thu khách hàng	(102,794)	118,114	(48,283)	(58,665)	(16,855)	(41,414)	(34,121)	(12,823)
Phải thu khác	(1,206)	(1,743)	3,016	-	-	-	-	-
Tồn kho	272	517	3,769	(1,167)	(3,599)	(8,759)	(6,854)	(2,740)
TS ngắn hạn khác	830	(3,038)	(16,664)	-	-	-	-	-
Phải trả khách hàng	51,294	(49,666)	42,138	54,278	14,574	35,466	27,754	11,095
Người mua trả tiền trước	-	2,139	(2,139)	(2,139)	-	-	-	-
Thuế và các khoản phải nộp	989	(2,685)	312	2,422	1,567	3,850	3,172	1,192
Phải trả người lao động	402	(21)	5,445	9,000	2,640	6,486	5,344	2,008
Dự phòng	-	-	-	-	-	-	-	-
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Thay đổi vốn lưu động</b>	<b>29,788</b>	<b>(6,383)</b>	<b>57,593</b>	<b>73,728</b>	<b>3,327</b>	<b>(4,370)</b>	<b>(4,704)</b>	<b>(1,267)</b>
<b>Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh</b>				<b>(25,025)</b>	<b>(84,703)</b>	<b>(259,537)</b>	<b>180,891</b>	<b>203,692</b>
Tăng/giảm vốn vay				227,358	101,089	227,621	(76,149)	(76,149)
<b>Lưu chuyển tiền sau tài chính</b>				<b>202,334</b>	<b>16,386</b>	<b>(31,915)</b>	<b>104,742</b>	<b>127,543</b>
<b>Trả cổ tức</b>				<b>(39,000)</b>	<b>(39,000)</b>	<b>(39,000)</b>	<b>(39,000)</b>	<b>(39,000)</b>
<b>Lưu chuyển tiền sau trả cổ tức</b>				<b>163,334</b>	<b>(22,614)</b>	<b>(70,915)</b>	<b>65,742</b>	<b>88,543</b>
Tăng vốn do phát hành vốn				-	-	-	-	-
<b>Thay đổi vốn từ tài chính</b>				<b>163,334</b>	<b>(22,614)</b>	<b>(70,915)</b>	<b>65,742</b>	<b>88,543</b>
<b>Thay đổi tiền thuần</b>				<b>163,334</b>	<b>(22,614)</b>	<b>(70,915)</b>	<b>65,742</b>	<b>88,543</b>
<b>Tiền đầu kỳ</b>				<b>123,850</b>	<b>287,184</b>	<b>264,569</b>	<b>193,654</b>	<b>259,397</b>
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>167,693</b>	<b>123,850</b>	<b>165,882</b>	<b>287,184</b>	<b>264,569</b>	<b>193,654</b>	<b>259,397</b>	<b>347,940</b>

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI). Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

**Người đọc cần lưu ý:** Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

**PSI** CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**Phòng Nghiên cứu và Phân tích**

Điện thoại: +84 3934 3888

Email: [research@psi.vn](mailto:research@psi.vn)**Người viết: Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736**[hanhnm@psi.vn](mailto:hanhnm@psi.vn)**Phó Trưởng phòng Phụ trách**

Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736

Email: [hanhnm@psi.vn](mailto:hanhnm@psi.vn)