

Công ty cổ phần Bọc ống Dầu khí Việt Nam
(HNX: PVB)

Báo cáo lần đầu

**CẬP NHẬT VÀ KHUYẾN NGHỊ**

PVB là đơn vị đầu tiên tại Việt Nam chuyên thực hiện các công việc bọc ống chuyên dụng cho ngành dầu khí (chủ yếu phục vụ vận chuyển khí), hoạt động của PVB tương đối đặc thù và phụ thuộc rất nhiều vào PVGas cũng như các dự án PVGas sẽ triển khai trong tương lai do PVB hoạt động ở lĩnh vực hẹp và độc quyền tại Việt Nam.

Với năng lực bọc ống đạt 500km/năm thì PVB hiện nay mới đang hoạt động ở mức dưới 50% công suất và khả năng mở rộng sản xuất trong tương lai vẫn còn rất nhiều tiềm năng. Thêm vào đó các dự án của ngành dầu khí có sử dụng tới dịch vụ bọc ống vẫn còn rất nhiều như dự án Hệ thống ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2 (170km), dự án Sư Tử Nâu (17km), dự án Thái Bình (24km), dự án nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn,...

9T/2013, PVB lợi nhuận sau thuế ở mức 48,5 tỷ đồng tăng 46,4% so với cùng kỳ năm 2012 trong khi doanh thu lại giảm 29,6%. Điều này do PVB đã tiết giảm được chi phí giá vốn nên lợi nhuận gộp tăng từ 14,1% lên 18,7% cũng như chi phí tài chính giảm mạnh còn 17,7 tỷ đồng trong 9T/2013.

PVB cũng là đơn vị có mức cổ tức chi trả khá cao với mức chi trả cho các năm qua bình quân ở mức 13,6%/năm trong đó cao nhất là năm 2012 ở mức 22%. Dự báo năm 2013, cổ tức của PVB cũng ở mức 15% và có thể tăng dần theo xu hướng tăng trưởng của lợi nhuận trong tương lai.

Năm 2013, ước doanh thu công ty đạt 526 tỷ đồng (giảm -41% so với năm 2012), lợi nhuận sau thuế ước đạt 57,9 tỷ đồng giảm -1,4% so với năm 2012). EPS vào khoảng 2.682 VNĐ/cổ phần và giảm nhẹ so với năm 2012. Tuy vậy, chúng tôi vẫn kỳ vọng vào sự tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận của PVB khi mà các dự án của PVGas vẫn đang tiếp tục được triển khai đặc biệt từ năm 2014 sau khi các dự án bị tạm hoãn tiến độ trong giai đoạn 2012 - 2013 tiếp tục được triển khai và đẩy mạnh triển khai từ năm 2014 trở đi.

Chúng tôi định giá cổ phiếu PVB ở mức **21.000 VNĐ/cổ phần**. Mức giá này tương đương P/E forward 2013 là 7,83 lần và EV/EBITDA vào khoảng 3,0 lần. Mức giá định giá này cao hơn 69% so với mức giá tham chiếu niêm yết (giá tham chiếu niêm yết ở mức 12.400 VNĐ/cổ phần). Chúng tôi khuyến nghị mua với cổ phiếu PVB tại thời điểm hiện tại khi niêm yết.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

Giá kỳ vọng:	21.000
Giá niêm yết:	12.400
Cao nhất 52 tuần:	N/a
Thấp nhất 52 tuần:	N/a

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HNX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP niêm yết:	21.600.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	267.8
EPS 2012 (VNĐ):	2.719
EPS 2013F (VNĐ):	2.682

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVGas	76.5 %
MBCap	5.8%
Khác	17.7%
Tổng	100%

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EPS (VNĐ)	1,280	2,719	2,682	3,144	4,785	5,365	5,932
Tốc độ tăng trưởng EPS	8.8%	112.4%	-1.4%	17.2%	52.2%	12.1%	10.6%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	11,656	13,139	14,321	15,964	18,749	22,114	25,546
P/E (lần)	16.41	7.72	7.83	6.68	4.39	3.91	3.54
P/B (lần)	1.80	1.60	1.47	1.32	1.12	0.95	0.82
ROA	2.50%	7.65%	7.63%	9.18%	12.48%	12.42%	12.46%
ROE	10.44%	20.70%	18.73%	19.69%	25.52%	24.26%	23.22%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	3.18	1.71	1.46	1.14	1.04	0.95	0.86

Nguồn: PVB, PSI tổng hợp và dự báo

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

9T/2013, PVB đạt tổng doanh thu 486,3 tỷ đồng giảm 29,6% so với cùng kỳ năm 2012, nhưng lợi nhuận của PVB lại tăng 46,4% so với cùng kỳ năm 2012 lên mức 48,5 tỷ đồng trong khi cùng kỳ 9T/2012 chỉ đạt 33,1 tỷ đồng. Sự tăng trưởng lợi nhuận trong 9T/2013 đến chủ yếu từ mức biên lợi nhuận gộp của PVB tăng mạnh từ mức 18,7% so với mức 14,1% của năm 2012. Điều này được lý giải do PVB đã thay thế được đáng kể nhân sự người nước ngoài bằng nhân sự Việt Nam nên chi phí sản xuất kinh doanh giảm đáng kể. Bên cạnh đó chi phí tài chính cũng giảm mạnh từ mức 43,5 tỷ đồng 9T/2012 xuống còn 17,68 tỷ trong 9T/2013.

Điểm sáng trong 9T/2013 là mức biên lợi nhuận gộp của hoạt động bọc ống tăng rất mạnh từ mức 17,2% lên mức 28,4% (biên lợi nhuận gộp tăng tới 11,2%) kéo theo mức tăng chung của biên lợi nhuận gộp trong 9T/2013 lên mức 18,9% mặc dù lợi nhuận gộp của hoạt động xây lắp giảm mạnh do thua lỗ.

Hoạt động xây lắp bị lỗ trong 9T/2013 và PVB đang dần loại bỏ hoạt động xây lắp. Chúng tôi ước tính từ năm 2015, PVB sẽ hoàn toàn từ bỏ và không còn doanh thu trong hoạt động xây lắp mà sẽ chỉ tập trung trong hoạt động bọc ống đem lại nhiều tiềm năng và hiệu quả kinh doanh.

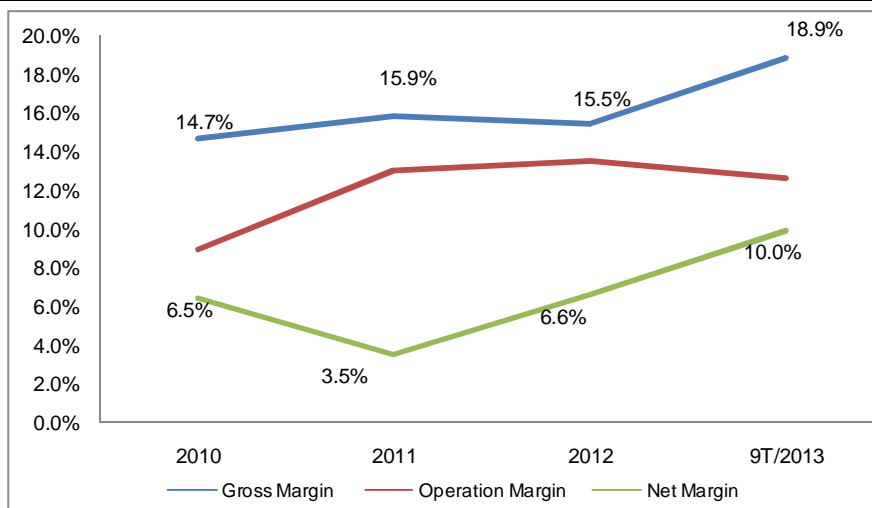
Bảng 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của PVB

Năm tài chính 31/12, Tỷ VND	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	%YoY	2010	%YoY
Doanh thu	486.3	-29.6%	887.6	18.5%	749.3	127.1%	329.9	100.0%
Doanh thu bọc ống	452.5	-32.1%	799.2	64.0%	487.3	501.2%	81.1	100.0%
Doanh thu xây lắp, khác	33.8	42.4%	88.4	-66.2%	262.0	5.3%	248.8	100.0%
Lợi nhuận gộp	9T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Lợi nhuận gộp	18.9%	6.9%	15.5%	-0.4%	15.9%	1.2%	14.7%	100.0%
LN gộp bọc ống	28.4%	13.9%	17.2%	-2.1%	19.3%	17.3%	2.0%	100.0%
LN gộp xây lắp, khác	-19.7%	-20.4%	0.6%	-8.9%	9.5%	-9.3%	18.9%	100.0%

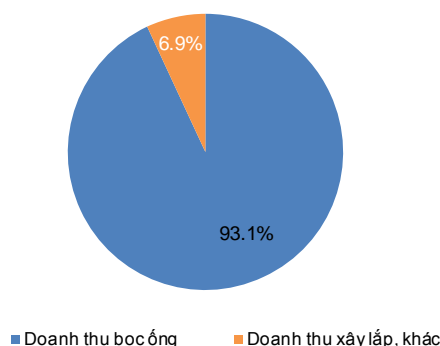
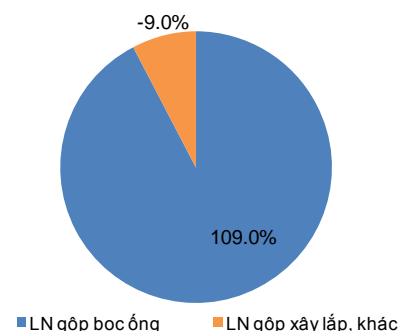
Nguồn: PSI, PVB

Mức biên lợi nhuận gộp của PVB theo đánh giá của chúng tôi là mức rất tốt trong ngành công nghiệp và phù hợp với các công ty trong ngành dầu khí khi mà PVB có lợi thế độc quyền trong chuyên ngành hẹp của mình đang làm nhờ sự hỗ trợ mạnh mẽ của PVN và PVGas cũng như các đơn vị thành viên khác ưu tiên sử dụng dịch vụ và sản phẩm của PVB để thực hiện các dự án tại Việt Nam. Lợi thế là chính là lợi thế lớn nhất của PVB so với các công ty sản xuất ống thép khác khi muốn tham gia vào lĩnh vực hẹp này sẽ rất khó có thể cạnh tranh và lấy được thị trường của PVB hiện tại.

Biểu đồ 1: Diễn biến biên lợi nhuận gộp, biên lợi nhuận thuần và biên lợi nhuận sau thuế



Nguồn: PSI, PVB

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu 6T/2013

Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận 6T/2013


Nguồn PVB, PSI tổng hợp và dự báo

Trong cơ cấu doanh thu thì doanh thu từ hoạt động bọc ống hiện nay chiếm 93,1% trong khi về lợi nhuận thì chiếm 109%. Vì vậy có thể thấy PVB hiện nay là công ty hoạt động trong lĩnh vực bọc ống dầu khí là lĩnh vực tương đối đặc thù mà hiện nay tại Việt Nam chỉ còn PVB đang hoạt động và hoạt động có hiệu quả.

Bên cạnh đó hoạt động xây lắp được PVB thực hiện từ năm 2010 và bị thua lỗ trong năm 2013, với định hướng tập trung vào lĩnh vực bọc ống thì tỷ trọng doanh thu, lợi nhuận của hoạt động xây lắp sẽ giảm dần và có thể hoạt động này sẽ bị loại bỏ hoàn toàn khỏi PVB vào năm 2015.

Do không có công ty tương tự trong ngành hoạt động nên chúng tôi không có công ty so sánh với PVB. Tuy nhiên, trước đây các doanh nghiệp sản xuất ống thép tại Việt Nam đã có một số công ty cung cấp sản phẩm ống dầu khí nhưng hầu như không thành công do không có thị trường và phải rút lui khỏi lĩnh vực này. Vì vậy, với việc là thành viên của PVN và là công ty con của PVGas, PVB đã có lợi thế về mặt khách hàng rất lớn khi có nguồn khách hàng, công việc tương đối ổn định trong thời gian dài đủ để hoàn vốn đầu tư cũng như hoạt động có lãi trong tương lai.

Trong giai đoạn 2010 – 2013, PVB đã thực hiện và hoàn thành nhiều dự án bọc ống lớn trong ngành dầu khí như dự án Nhà máy chế biến khí Cà Mau, Nhà máy điện Nhơn Trạch 2, đường ống dẫn khí thấp áp cho KCN Nhơn Trạch, đường ống dẫn khí cho KCN Hiệp Phước, đường ống dẫn khí KCN Phú Mỹ - Mỹ Xuân,... với tổng chiều dài bọc ống đạt 354,3km.

Bên cạnh đó PVB hiện nay cũng đang triển khai nhiều dự án mới với giá trị khối lượng và chiều dài đường ống tương đối lớn như các dự án Sư Tử Nâu, Nam Côn Sơn 2, BK16, Hàm Rồng – Thái Bình,...

Bảng 2: Một số dự án trong năm 2013 – 2014 của PVB

Dự án	Chủ đầu tư	Giá trị (tỷ VNĐ)	Thời gian
Sư Tử Nâu	Cửu Long JOC	320.0	QI-Q2/2014
Nam Côn Sơn 2	PVGas	200.0	QIII - QIV/2014
BK16	VietsovPetro	50.0	QII/2014
Hàm Rồng - Thái Bình	PVGas	40.0	QIV/2014
Khác	Vietsov, Cửu Long JOC,...	40.0	QII - QIV/2014
Tổng		650.0	

Nguồn: PVB, PSI tổng hợp và dự báo

Ngoài các dự án trên, trong giai đoạn tiếp theo PVB sẽ tiếp tục có các dự án tiềm năng tại các gói thầu khác của dự án Nam Côn Sơn 2 (dự án này có tổng chiều dài đường ống là 170km), PVB cũng đang nghiên cứu dự án nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn với giá trị đang đàm phán vào khoảng 70 triệu USD,...

Tín hiệu tích cực trong cơ cấu vốn

Năm 2013, PVB tiếp tục giảm dư nợ các khoản vay dài hạn theo tiến độ và dự kiến tới hết năm 2014 thì dư nợ dài hạn vay xây dựng nhà máy sẽ cơ bản trả hết. PVB chỉ còn dư nợ ngắn hạn phục vụ sản xuất kinh doanh với mức dư nợ bình quân vào khoảng 100 tỷ đồng. Lãi suất bình quân khoảng 10 – 12%/năm.

Bảng 3: Tình hình nợ thương mại của PVB

Nợ vay (Tỷ đồng)	9T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Tổng nợ vay thương mại	202.2	152.2%	262.1	-45.8%	483.3	47.2%	328.3	100.0%
Nợ ngắn hạn	78.4	-21.5%	99.9	-58.6%	241.1	248.3%	69.2	100.0%
Nợ dài hạn	123.8	-23.7%	162.2	-33.0%	242.2	-6.5%	259.1	100.0%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	9T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	14.5	-64.7%	47.1	23.7%	38.1	340.8%	8.6	100.0%
Chi phí lãi vay/Tổng nợ (%)	7.2%	-8.5%	18.0%	10.1%	7.9%	5.2%	2.6%	100.0%

Nguồn: PSI, PVB

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

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

Bảng 4: Dự báo mô hình doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của PVB

Mô hình ước tính doanh thu trong tương lai									
Triệu VND	2010A	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (tỷ)	329,868	749,269	887,610	486,305	526,000	680,000	750,000	800,000	900,000
Sản xuất bọc ống	81,058	487,301	799,172	452,525	491,000	650,000	750,000	800,000	900,000
Xây lắp	248,810	260,579	87,455	33,780	35,000	30,000	-	-	-
Khác	-	1,389	983	-	-	-	-	-	-
Sản xuất bọc ống	24.6%	65.0%	90.0%	93.1%	93.3%	95.6%	100.0%	100.0%	100.0%
Xây lắp	75.4%	34.8%	9.9%	6.9%	6.7%	4.4%	0.0%	0.0%	0.0%
Khác	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Tổng doanh thu	329,868	749,269	887,610	486,305	526,000	680,000	750,000	800,000	900,000
% Tăng trưởng	100%	127%	18%	-49%	-41%	29%	10%	7%	13%
Giá vốn hàng bán (%)	2010A	2011A	2012A	9T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Sản xuất bọc ống	98.0%	80.7%	82.8%	77.9%	77.0%	79.0%	79.0%	79.0%	79.0%
Xây lắp	81.1%	90.7%	99.5%	124.6%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Khác	-	56.3%	84.7%	-	-	-	-	0.0%	0.0%
LN gộp									
Sản xuất bọc ống	2%	19%	17%	22%	23%	21%	21%	21%	21%
Xây lắp	19%	9%	0%	-25%	0%	0%	0%	0%	0%
Khác	100%	44%	15%	-	-	-	-	-	-
LN gộp									
Sản xuất bọc ống	1,601	94,147	137,261	100,189	112,930	136,500	157,500	168,000	189,000
Xây lắp	46,922	24,332	398	(8,307)	-	-	-	-	-
Khác	-	607	150	-	-	-	-	-	-
Tổng LN gộp	48,523	119,086	137,809	91,882	112,930	136,500	157,500	168,000	189,000
Giá vốn hàng bán									
Sản xuất bọc ống	79,457	393,154	661,911	352,336	378,070	513,500	592,500	632,000	711,000
Xây lắp	201,888	236,247	87,057	42,087	35,000	30,000	-	-	-
Khác	-	782	833	-	-	-	-	-	-
Tổng giá vốn hàng bán	281,345	629,401	748,968	394,423	413,070	543,500	592,500	632,000	711,000

Nguồn: PVB, PSI tổng hợp và dự báo

Bảng 5: Kết quả dự báo của PVB

BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH DỰ BÁO								
Triều VND	Năm tài chính kết thúc 31/12							
	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	329,868	749,268	887,611	526,000	680,000	750,000	800,000	900,000
Tăng trưởng (%)	100%	127%	18%	-40.7%	29.3%	10.3%	6.7%	12.5%
Giá vốn hàng bán	281,345	630,183	749,802	413,070	543,500	592,500	632,000	711,000
% Doanh thu	85%	84%	84%	78.5%	79.9%	79.0%	79.0%	79.0%
Lợi nhuận gộp	48,523	119,085	137,809	112,930	136,500	157,500	168,000	189,000
% Doanh thu	15%	16%	16%	21.5%	20.1%	21.0%	21.0%	21.0%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	18,892	21,645	17,733	14,728	23,800	26,250	28,000	31,500
% Doanh thu	6%	3%	2%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Chi phí quản lý	18,892	21,645	17,733	14,728	23,800	26,250	28,000	31,500
% Doanh thu	5.7%	2.9%	2.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-	-	-
% Doanh thu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT (Lợi nhuận hoạt động)	29,631	97,440	120,076	98,202	112,700	131,250	140,000	157,500
% Doanh thu	9.0%	13.0%	13.5%	18.7%	16.6%	17.5%	17.5%	17.5%
Khấu hao	6,515	41,866	97,096	99,096	102,846	107,846	112,846	117,846
% Doanh thu	2.0%	5.6%	10.9%	18.8%	15.1%	14.4%	14.1%	13.1%
EBITDA	43,230	107,552	264,813	194,198	214,186	237,596	251,246	273,746
% Doanh thu	13.1%	14.4%	29.8%	36.9%	31.5%	31.7%	31.4%	30.4%
Doanh thu tài chính	13,459	7,760	2,947	2,630	3,400	3,750	4,000	4,500
% Doanh thu	4.1%	1.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Chi phí tài chính	15,047	69,433	49,646	22,693	13,040	3,294	5,400	7,200
% Doanh thu	5%	9%	6%	4.3%	1.9%	0.4%	0.7%	0.8%
Lợi nhuận khác	408	(704)	(656)	3,100	1,360	1,500	1,600	1,600
% Doanh thu	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Lợi nhuận trước thuế	28,451	35,063	72,722	72,409	98,300	126,456	133,000	148,700
% Doanh thu	8.6%	4.7%	8.2%	13.8%	14.5%	16.9%	16.6%	16.5%
Thuế TNDN	7,110	8,768	13,989	14,482	21,626	27,820	29,260	32,714
% Doanh thu	25.0%	25.0%	19.2%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Lợi nhuận sau thuế	21,342	26,295	58,732	57,927	76,674	98,636	103,740	115,986
Net income margin	6.5%	3.5%	6.6%	11.0%	11.3%	13.2%	13.0%	12.9%
EPS	1,176	1,280	2,719	2,682	3,550	4,566	4,803	5,370
Tăng trưởng (%)	694.6%	8.8%	112.4%	-1.4%	32.4%	28.6%	5.2%	11.8%

Nguồn: PVB, PSI tổng hợp và dự báo

ĐỊNH GIÁ

Với dòng tiền mạnh từ hoạt động kinh doanh và khả năng trả nợ gốc cao cũng như khả năng sinh lời rất tốt thì PVB là một trong những cổ phiếu sẽ có triển vọng dòng tiền và tiền mặt rất khả quan cho nhà đầu tư quan tâm trong trung và dài hạn.

Bên cạnh đó việc dùng Phương pháp so sánh để định giá chúng tôi khó tìm ra các công ty có quy mô tương tự vào hoạt động cùng ngành nghề ở Việt Nam. Vì vậy chúng tôi sẽ lựa chọn các công ty có liên quan tới lĩnh vực đầu ra của PVB như các công ty phân phối khí qua đường ống, các công ty có hoạt động cơ khí trên biển và sử dụng ống thép phục vụ đầu khí với quy mô tương tự PVB để làm công ty so sánh tại Việt Nam. Theo đánh giá của chúng tôi có thể sử dụng PGD, PGS, CNG, PXS để làm các công ty so sánh tương tự với PVB hiện nay.

Bảng 6: Định giá theo DCF
Phương pháp DCF

(Trệu VND)

	Năm tài chính 31/12				
	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBIT	98,202	101,325	137,375	155,750	173,250
(-) Thuế	(14,482)	(19,152)	(29,152)	(32,685)	(36,139)
Thu nhập sau thuế thuần	83,720	82,173	108,223	123,065	137,111
+ Khấu hao và điều chỉnh	94,241	89,817	92,835	91,052	89,447
- Đầu tư hàng năm	(8,000)	(70,000)	(70,000)	(30,000)	(30,000)
- Tăng/giảm vốn lưu động	(12,704)	9,293	(68,683)	(32,350)	(41,372)
Dòng tiền tự do	157,257	111,283	62,374	151,767	155,185

Phương pháp định giá DCF	
	Perpetuity
	3.0%
Present Value of Free Cash Flows	379,979
Present Value of Terminal Value	377,860
Enterprise Value	757,839
Trừ: Nợ thuần (31/12/2013)	114,665
Equity Value	643,174
SLCP lưu hành	21,600,000
Giá cổ phiếu (VND)	29,777

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 7: Định giá theo phương pháp so sánh
Phương pháp so sánh

(Triệu VND)

Công ty	Enterprise Value	Equity Value	Định giá 2013				Định giá 2014			
			LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA
Trong nước:										
PGD VN	574,579	1,604,460	182,500	8.8x	292,000	2.0x	200,750	8.0x	321,200	1.8x
PGS VN	1,306,833	1,098,200	190,000	5.8x	688,439	1.9x	209,000	5.3x	757,283	1.7x
CNG VN	772,308	893,700	121,151	7.4x	267,127	2.9x	133,266	6.7x	282,601	2.7x
PXS VN	1,166,937	745,000	85,000	8.8x	256,910	4.5x	150,000	5.0x	270,060	4.3x
Tổng nội địa	3,820,656	4,341,360	578,651	7.5x	1,504,476	2.5x	693,016	6.3x	1,631,144	2.3x
Khu vực Châu Á:										
ISSP IJ	3,369,757	1,827,383	466,687	3.9x	674,104	5.0x	629,402	2.9x	883,308	3.8x
CTBN IJ	6,379,467	6,230,597	668,569	9.3x	885,613	7.2x	688,626	9.0x	912,181	7.0x
PGHB MK	4,335,891	3,512,373	387,188	9.1x	655,456	6.6x	428,011	8.2x	697,271	6.2x
WLCO IJ	18,411,984	4,402,180	678,367	6.5x	3,056,460	6.0x	527,966	8.3x	3,321,495	5.5x
Tổng khu vực	32,497,099	15,972,534	2,200,811	7.3x	5,271,633	6.2x	2,274,005	7.0x	5,814,256	5.6x
Bình quân chung	36,317,755	20,313,894	2,779,462	7.3x	6,776,109	5.4x	2,967,021	6.8x	7,445,400	4.9x

	P/E (LNST 2014 dự báo)		
	Domestic	Global	Aggregate
LNST	57,927	57,927	57,927
P/E Multiple	6.3x	7.0x	6.8x
Enterprise Value	477,548	521,546	511,269
Trừ: Nợ thuần	114,665	114,665	114,665
Equity Value	362,884	406,881	396,604
SLCP lưu hành	21,600,000	21,600,000	21,600,000
Giá cổ phiếu (VND)	16,800	18,837	18,361

	P/E (LNST 2013 dự báo)		
	Domestic	Global	Aggregate
LNST	57,927	57,927	57,927
P/E Multiple	7.5x	7.3x	7.3x
Enterprise Value	549,269	535,078	538,032
Trừ: Nợ thuần	114,665	114,665	114,665
Equity Value	434,604	420,413	423,367
SLCP lưu hành	21,600,000	21,600,000	21,600,000
Giá cổ phiếu (VND)	20,121	19,464	19,600

Nguồn: PSI dự báo

Bảng 8: Tổng hợp định giá
Tổng hợp định giá

(Triệu VND)	Dựa trên P/E forward 2014			Dựa trên P/E 2013		Trung bình
	DCF	Trong nước	Nước ngoài	Trong nước	Nước ngoài	
Enterprise Value	757,839	477,548	521,546	549,269	535,078	568,256
Trừ: Nợ thuần (as of Dec 2013)	114,665	114,665	114,665	114,665	114,665	114,665
Equity Value	643,174	362,884	406,881	434,604	420,413	453,591
Investment Value						
Giá cổ phiếu (VND)	29,777	16,800	18,837	20,121	19,464	21,000

Nguồn: PSI dự báo

Chúng tôi đánh giá giá trị của PVB vào khoảng **21.000 VND/cổ phần**, mức giá này theo đánh giá của chúng tôi là tương đối thận trọng và phù hợp với các công ty trong nước cũng như nước ngoài tại thời điểm hiện tại.

Bảng 9: Tổng hợp so sánh

Năm	P/E	EV/BITDA
2013F	7.8x	3.0x
2014F	6.7x	3.0x
2015F	4.4x	2.5x
2016F	3.9x	2.3x
2017F	3.5x	2.2x

Nguồn: PSI dự báo

PHỤ LỤC
BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN DỰ BÁO							
	2010A	2011A	2012A	Năm tài chính 31/12				
				2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Tài sản								
Tiền và tương đương tiền	173,785	36,104	51,438	46,059	49,552	89,894	209,500	319,925
Phải thu khách hàng	128,872	77,313	143,503	144,110	117,945	150,548	170,685	189,863
Phải thu khác	3,110	102,731	105,408	110,679	116,213	122,023	128,125	134,531
Tồn kho	104,084	302,064	128,798	100,877	117,945	150,548	170,685	189,863
TS ngắn hạn khác	4,178	11,398	7,414	7,414	7,414	7,414	7,414	7,414
Tổng tài sản ngắn hạn	421,648	540,840	331,153	409,139	409,070	520,427	686,409	841,596
TSCĐ hữu hình	400,245	445,740	424,274	338,033	318,216	295,380	234,329	174,882
TSCĐ vô hình	114	143	23	22	-	-	-	-
XDCB dở dang	4,770	43,249	-	-	-	-	-	-
TS dài hạn khác	18,976	23,403	12,476	12,351	12,227	12,105	11,984	11,864
TỔNG TÀI SẢN	845,753	1,053,374	767,926	759,544	739,513	827,913	932,722	1,028,343
Phải trả								
Phải trả ngắn hạn								
Phải trả khách hàng	54,597	136,905	49,090	27,044	32,221	40,601	46,032	51,204
Trả trước cho người bán	117,161	49,870	99,195	88,742	88,742	81,637	89,579	87,175
Thuế và các khoản phải nộp	24,170	7,637	4,155	2,462	2,879	3,674	4,166	4,634
Phải trả người lao động	5,013	6,526	1,366	809	946	1,208	1,369	1,523
Chi phí phải trả	20,828	11,202	31,666	31,666	31,666	31,666	31,666	31,666
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-	-	-
Tổng phải trả ngắn hạn	481,401	212,774	185,812	285,807	290,052	369,013	381,021	382,390
Phải trả ngắn hạn khác	66,034	105,540	3,580	3,688	3,798	3,912	4,030	4,150
Nợ dài hạn								
Nợ ngắn hạn	69,232	241,110	99,890	78,436	98,436	50,000	70,000	90,000
Nợ dài hạn	259,107	242,176	162,178	82,289	2,399	-	-	-
Tổng nợ dài hạn	328,339	483,287	262,068	160,724	100,835	50,000	70,000	90,000
Tổng nợ phải trả	876,451	801,600	484,127	450,219	394,685	422,926	455,051	476,541
Vốn chủ sở hữu								
Vốn góp chủ sở hữu	200,000	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000
Lợi nhuận chưa phân phối	18,369	22,126	53,112	72,846	101,559	151,381	212,477	273,795
Các quỹ	10,718	13,647	14,687	20,480	27,270	37,606	49,194	62,007
Tổng vốn chủ sở hữu	229,087	251,773	283,798	309,326	344,828	404,987	477,672	551,802
TỔNG NGUỒN VỐN	845,753	1,053,374	767,926	759,545	739,513	827,913	932,722	1,028,343

Nguồn: PVB, 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							
	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	329,868	749,268	887,611	526,000	615,000	785,000	890,000	990,000
Tăng trưởng (%)	100%	127%	18%	-40.7%	16.9%	27.6%	13.4%	11.2%
Giá vốn hàng bán	281,345	630,183	749,802	413,070	492,150	620,150	703,100	782,100
% Doanh thu	85%	84%	84%	78.5%	80.0%	79.0%	79.0%	79.0%
Lợi nhuận gộp	48,523	119,085	137,809	112,930	122,850	164,850	186,900	207,900
% Doanh thu	15%	16%	16%	21.5%	20.0%	21.0%	21.0%	21.0%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	18,892	21,645	17,733	14,728	21,525	27,475	31,150	34,650
% Doanh thu	6%	3%	2%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Chi phí quản lý	18,892	21,645	17,733	14,728	21,525	27,475	31,150	34,650
% Doanh thu	5.7%	2.9%	2.0%	2.8%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Chi phí bán hàng	-	-	-	-	-	-	-	-
% Doanh thu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT (Lợi nhuận hoạt động)	29,631	97,440	120,076	98,202	101,325	137,375	155,750	173,250
% Doanh thu	9.0%	13.0%	13.5%	18.7%	16.5%	17.5%	17.5%	17.5%
Khấu hao	6,515	41,866	97,096	94,241	89,817	92,835	91,052	89,447
% Doanh thu	2.0%	5.6%	10.9%	17.9%	14.6%	11.8%	10.2%	9.0%
EBITDA	43,230	107,552	264,813	189,343	189,912	228,640	245,022	260,917
% Doanh thu	13.1%	14.4%	29.8%	36.0%	30.9%	29.1%	27.5%	26.4%
Doanh thu tài chính	13,459	7,760	2,947	2,630	3,075	3,925	4,450	4,950
% Doanh thu	4.1%	1.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Chi phí tài chính	15,047	69,433	49,646	22,693	13,040	3,294	5,400	7,200
% Doanh thu	5%	9%	6%	4.3%	2.1%	0.4%	0.6%	0.7%
Lợi nhuận khác	408	(704)	(656)	3,100	1,230	1,570	1,780	1,780
% Doanh thu	0.1%	-0.1%	-0.1%	0.6%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Lợi nhuận trước thuế	28,451	35,063	72,722	72,409	87,055	132,511	148,570	164,270
% Doanh thu	8.6%	4.7%	8.2%	13.8%	14.2%	16.9%	16.7%	16.6%
Thuế TNDN	7,110	8,768	13,989	14,482	19,152	29,152	32,685	36,139
% Doanh thu	25.0%	25.0%	19.2%	20.0%	22.0%	22.0%	22.0%	22.0%
Lợi nhuận sau thuế	21,342	26,295	58,732	57,927	67,903	103,359	115,885	128,131
Net income margin	6.5%	3.5%	6.6%	11.0%	11.0%	13.2%	13.0%	12.9%
EPS	1,176	1,280	2,719	2,682	3,144	4,785	5,365	5,932
Tăng trưởng (%)	694.6%	8.8%	112.4%	-1.4%	17.2%	52.2%	12.1%	10.6%
Cổ tức	16,000	23,112	47,520	32,400	32,400	43,200	43,200	54,000
Tỷ lệ cổ tức/cổ phiếu	8.0%	10.7%	22.0%	15.0%	15.0%	20.0%	20.0%	25.0%
Divident yield (%)	6.5%	8.6%	17.7%	12.1%	12.1%	16.1%	16.1%	20.2%

Nguồn: PVB, PSI dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ DỰ BÁO								
Triều VND	Năm tài chính 31/12							
	2010A	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBITDA	22,805	24,194	264,813	189,343	189,912	228,640	245,022	260,917
Giảm: Thuế	(7,110)	(8,768)	(13,989)	(14,482)	(19,152)	(29,152)	(32,685)	(36,139)
Giảm: Chi phí tài chính	(15,047)	(69,433)	(49,646)	(22,693)	(13,040)	(3,294)	(5,400)	(7,200)
Giảm: Mua mới TSCĐ	-	-	-	(8,000)	(70,000)	(70,000)	(30,000)	(30,000)
Add: Extraordinary Income	(408)	704	656	(3,100)	(1,230)	(1,570)	(1,780)	(1,780)
Thay đổi vốn lưu động								
Đầu tư ngắn hạn	30,000	-	-	-	-	-	-	-
Phải thu khách hàng	(94,126)	51,559	(66,189)	(607)	26,164	(32,603)	(20,137)	(19,178)
Phải thu khác	5,056	(99,620)	(2,678)	(5,270)	(5,534)	(5,811)	(6,101)	(6,406)
Tồn kho	(75,029)	(197,980)	173,266	27,921	(17,068)	(32,603)	(20,137)	(19,178)
TS ngắn hạn khác	(2,964)	(7,220)	3,984	-	-	-	-	-
Phải trả khách hàng	25,751	82,308	(87,815)	(22,046)	5,177	8,380	5,431	5,172
Trả trước cho người bán	62,955	(67,291)	49,325	(10,453)	-	(7,105)	7,942	(2,404)
Thuế và các khoản phải nộp	20,613	(16,533)	(3,483)	(1,693)	417	796	491	468
Phải trả người lao động	(9,233)	1,514	(5,160)	(556)	137	262	162	154
Chi phí phải trả	20,828	(9,625)	20,463	-	-	-	-	-
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	(16,150)	(262,890)	81,714	(12,704)	9,293	(68,683)	(32,350)	(41,372)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh				128,364	95,782	55,940	142,807	144,425
Tăng/giảm vốn vay				(101,343)	(59,890)	27,601	20,000	20,000
Lưu chuyển tiền sau tài chính				27,021	35,893	83,541	162,807	164,425
Trả cổ tức				(32,400)	(32,400)	(43,200)	(43,200)	(54,000)
Lưu chuyển tiền sau trả cổ tức				(5,379)	3,493	40,341	119,607	110,425
Tăng vốn do phát hành vốn				-	-	-	-	-
Thay đổi vốn từ tài chính				(5,379)	3,493	40,341	119,607	110,425
Thay đổi tiền thuần				(5,379)	3,493	40,341	119,607	110,425
Tiền đầu kỳ				51,438	46,059	49,552	89,894	209,500
Tiền cuối kỳ	173,785	36,104	51,438	46,059	49,552	89,894	209,500	319,925

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**Người viết: Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736**hanhnm@psi.vn**Phó Trưởng phòng phụ trách**

Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736

Email: hanhnm@psi.vn