

## CTCP Khoan và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí (PVD – HSX)

### Hưởng lợi từ sự sôi động của ngành

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- qoq	Q2-FY13	+/- yoy
Doanh thu thuần	5.614,8	4.322,5	30%	3.350,5	68%
Lợi nhuận sau thuế	730,9	597,0	22%	451,5	62%
EBIT	952,9	816,3	17%	619,9	54%
Tỷ suất EBIT	17,0%	18,9%	-191bps	18,5%	-153bps

Nguồn: PVD

- **PVD hưởng lợi từ sự sôi động của việc khai thác dầu khí trong nửa đầu năm.**
- **Hiệu quả của việc liên doanh với các đối tác nước ngoài.**
- **PVD Drilling VI: cơ hội để PVD vươn ra biển lớn?**
- **Triển vọng năm 2014 và 2015.**

**Quan điểm và Định Giá:** So với khu vực, PVD là một doanh nghiệp tương đối trẻ trong ngành khoan và khai thác dầu khí nhưng đã đạt được những bước tiến đáng kể trong thời gian qua. Đặc biệt, chúng tôi đánh giá cao việc liên doanh với các đối tác nước ngoài không chỉ góp phần vào lợi nhuận mà còn giúp nâng cao năng lực kỹ thuật và tiềm năng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Trong nửa cuối năm 2014, chúng tôi tin rằng triển vọng lĩnh vực hoạt động của PVD vẫn tiếp tục tích cực nhờ định hướng chung của Tập đoàn đối với hoạt động khai thác thượng nguồn. Các giàn đang hoạt động tiếp tục gia hạn hợp đồng cho năm 2015-2016, đồng thời giàn PV Drilling VI dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 3/2015. Ngoài ra, PVD cũng đang nghiên cứu đầu tư thêm giàn PV Drilling VII nhằm tận dụng cơ hội đến từ sự sôi động của hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí tại khu vực Đông Nam Á, bao gồm Việt Nam.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST cho năm 2014 của công ty đạt lần lượt 19.000 tỷ đồng và 2.342 tỷ đồng (tăng 28,5% và 24,4% so với năm 2013). Trong năm sau, chúng tôi cho rằng công ty có thể duy trì được mức tăng khá, khoảng 15% về doanh thu và 18,5% về lợi nhuận. Hiện tại, P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực đang ở mức 15,77x trong khi PVD đang giao dịch với P/E chỉ khoảng 12,52x. Tuy nhiên, chỉ số PEG của công ty đang ở mức 1,13 (lớn hơn 1 và cao hơn mức bình quân của ngành trong khu vực đang có chỉ số PEG ở mức 0,78). Do đó, chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng của PVD trong quá khứ vẫn chưa tương xứng với mức định giá P/E kỳ vọng nên chúng tôi thực hiện chiết khấu P/E và P/B kỳ vọng đối với cổ phiếu PVD về lần lượt 13,6x và 2,2x. Với lập luận trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu PVD trong **DÀI HẠN** với giá mục tiêu 122.000 đồng/cp.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2012	FY2013	Lũy kế đến	FY2014E	FY2015F
Doanh thu thuần	11.929,5	14.866,7	9.937,3	19.097,2	21.901,4
% tăng trưởng	29,5%	24,6%	52,2%	28,5%	14,7%
Lợi nhuận sau thuế	1.321,8	1.883,4	1.327,9	2.378,3	2.839,4
% tăng trưởng	23,9%	42,5%	52,2%	26,3%	19,4%
Tỷ suất LNST (%)	11,1%	12,7%	13,4%	12,5%	13,0%
ROA (%)	7,0%	9,3%		10,4%	10,8%
ROE (%)	20,0%	22,4%		21,8%	21,8%
EPS (VND)	5.621	7.533		8.422	9.369
EPS đ/chỉnh (VND)	5.032	6.785		8.422	9.369
Giá trị sổ sách (VND)	33.216	35.707		39.386	46.541
Cổ tức tiền mặt (VND)	1.000	2.000		2.000	2.000
P/E (x)	6,7	8,1		12,3*	11,3*
*P/BV (x)	1,1	1,7		2,6*	2,3*

Nguồn: Báo cáo tài chính PVD, Rong Việt tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 17/09/2014

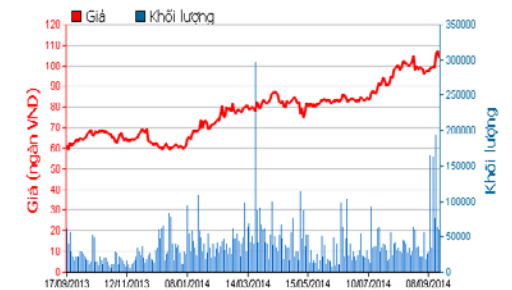
## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	104.000
Giá mục tiêu (VND)	122.000

Thời gian đầu tư	Dài hạn
------------------	---------

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dịch vụ dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	31.520
SLCPDLH	303.077.919
Beta	0,85
Free Float (%)	49,6
Giá cao nhất 52 tuần	108.000
Giá thấp nhất 52 tuần	45.946
KLGD bình quân 20 phiên	583.798



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PVD	35,6	111,8	256,2
DV dầu khí	46,4	119,4	na
VN30 Index	7,3	24,2	39,8
HSX Index	9,3	31,0	36,9

### Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)	50,39
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	4,21
Deutsche Bank AG London	3,67
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	9,00

**Trần Thị Hà My**

(084) 08- 6299 2006 – Ext 348

my.tth@vdsc.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q2-FY14 và Lũy kế 6T**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)	Lũy kế đến HT	+/- (yoy)
Doanh thu	5.614,8	4.322,5	29,9%	3.350,5	67,6%	9.937,3	52,2%
Lợi nhuận gộp	1.116,1	1.005,2	11,0%	817,8	36,5%	2.121,3	32,2%
Chi phí bán hàng và quản lý	312,8	215,7	45,0%	199,2	57,1%	528,5	35,9%
Thu nhập HĐKD	803,3	789,5	1,8%	618,7	29,9%	1.592,8	52,6%
EBITDA	1.217,9	1.081,9	12,6%	874,6	39,3%	2.299,8	33,9%
EBIT	952,9	816,3	16,7%	619,9	53,7%	1.769,2	47,6%
Chi phí tài chính	84,1	81,3	3,5%	93,6	-10,1%	165,4	-13,4%
- Chi phí lãi vay	37,9	41,2	-8,0%	59,9	-36,7%	79,2	-35,1%
Khấu hao	-265,0	-265,6	-0,2%	-254,6	4,1%	-530,6	2,2%
Khoản mục không thường xuyên (*)							
Khoản mục bất thường (*)							
Lợi nhuận trước thuế	915,0	775,0	18,1%	560,0	63,4%	1.690,0	56,9%
Lợi nhuận sau thuế	730,9	597,0	22,4%	451,5	61,9%	1.327,9	52,2%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	730,9	597,0	22,4%	451,5	61,9%	1.327,9	52,2%

Nguồn: PVD, RongViet Securities

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q2-FY14**

Chỉ tiêu	Q2-FY14	Q1-FY14	+/- (qoq)	Q2-FY13	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	19,9%	23,3%	-338bps	24,4%	-453bps
EBITDA/Doanh thu	21,7%	25,0%	-334bps	26,1%	-441bps
EBIT /Doanh thu	17,0%	18,9%	-191bps	18,5%	-153bps
TS lợi nhuận ròng	13,0%	13,8%	-79bps	13,5%	-46bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	13,0%	13,8%	-79bps	13,5%	-46bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
- Vòng quay hàng tồn kho	17,1	13,0	4,0	12,1	5,0
- Vòng quay khoản phải thu	4,7	4,1	0,6	4,4	0,3
- Vòng quay khoản phải trả	3,4	2,8	0,6	2,9	0,5
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,1	1,1	0,0	1,5	-0,5

Nguồn: PVD, (\*) thường niên hóa

### PVD hưởng lợi từ sự sôi động của việc khai thác dầu khí trong nửa đầu năm.

Hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí diễn ra khá sôi động trong nửa đầu năm 2014, cụ thể, Tập đoàn PVN đã thi công 17 giếng khoan thăm dò/thăm lường (+17% so với cùng kỳ) và 47 giếng khoan khai thác. PVD với vai trò là một thành viên của Tập đoàn và chiếm thị phần khá cao trong lĩnh vực khoan đã cho thấy kết quả kinh doanh tích cực.

Trong 6T2014, doanh thu tăng mạnh đạt 9.936 tỷ đồng (+52% yoy). Dịch vụ khoan chiếm tỷ trọng cao nhất trong doanh thu (~60,5%) và tăng trưởng 40% so với 6T2013 nhờ

(1) các giàn sở hữu đều hoạt động với hiệu suất cao (98-99%) với giá cho thuê bình quân tăng 15% so với cùng kỳ;

(2) số lượng giàn khoan thuê ngoài tăng mạnh, bình quân khoảng 6 giàn gấp đôi cùng kỳ 2013.

Bên cạnh dịch vụ khoan, các dịch vụ khác cũng ghi nhận mức tăng trưởng rất cao, trong đó, dịch vụ kỹ thuật giếng khoan tăng 71% so với cùng kỳ và chiếm 31,4% tổng doanh thu; dịch vụ thương mại tăng 92% so với cùng kỳ và chiếm 8% tổng doanh thu.

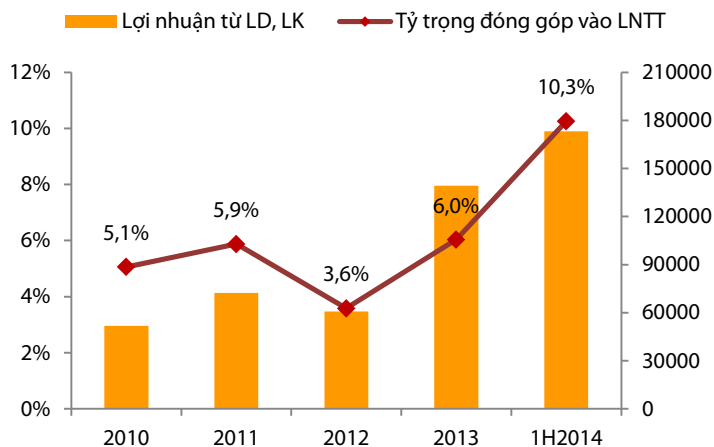
Trong 6T2014, biên lợi nhuận gộp đạt khoảng 21,3%, giảm so với cùng kỳ chủ yếu do tăng số lượng giàn khoan đi thuê. Trong khi đó, biên lợi nhuận ròng duy trì ở mức tương đương cùng kỳ (~13,4%) nhờ ghi nhận 123 tỷ đồng lợi nhuận từ liên doanh PVD – Baker Hughes trong Q2/2014. LNST cho cổ đông công ty mẹ trong 6 tháng đầu năm đạt 1.327 tỷ đồng (+52% yoy).

### Hiệu quả của việc liên doanh với các đối tác nước ngoài

Chúng tôi cho rằng chiến lược liên doanh với các đối tác nước ngoài được PVD mở rộng từ năm 2007 đến nay là một hướng đi đúng đắn của doanh nghiệp. Bắt đầu từ việc liên kết với các nhà cung cấp, đến nay PVD đã có 7 liên doanh mang lại những lợi ích thiết thực và tập trung bổ khuyết cho hoạt động kinh doanh chính. Trong số 7 công ty liên doanh, PVD-Baker Hughes có thể xem là một trong những liên doanh thành công nhất của PVD với doanh thu và lợi nhuận cao nhất. Trong năm 2013, PVD đã ghi nhận khoản lợi nhuận là 161 tỷ đồng đến từ liên doanh PVD – Baker Hughes (lợi nhuận của năm 2011 và 2012). Trong quý 2/2014, PVD tiếp tục ghi nhận thêm 123 tỷ đồng lợi nhuận đến từ liên doanh trên, điều này đóng góp đáng kể vào tổng lợi nhuận đến từ liên doanh liên kết và nâng tỷ trọng của khoản mục này trong lợi nhuận trước thuế lên hơn 10% trong 1H2014.

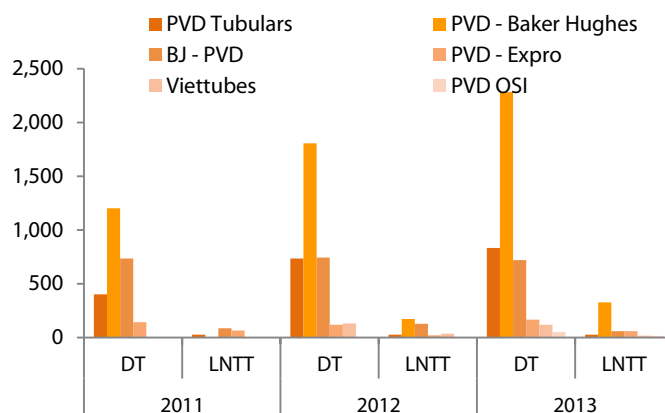
Một liên doanh mới nhất của công ty (PVD-Overseas - PVDO) là liên doanh của PVD với công ty FEG (Falcon Energy Group Limited) cùng đầu tư giàn khoan tự nâng thế hệ mới (PV Drilling VI). Đến hiện tại, quá trình đóng giàn PV Drilling VI đang được thực hiện đúng tiến độ và dự kiến sẽ đưa vào hoạt động sớm nhất là tháng 3/2015. Một lưu ý khác là đầu năm 2014, PVD cho biết sẽ tăng tỷ lệ nắm giữ trong liên doanh PVDO từ 55% lên 80%. Cuối tháng 8/2014, công ty con của Keppel Corporation Limited (Joy Pride Investment Ltd) đã hoàn tất thoái toàn bộ 35% tỷ lệ nắm giữ của công ty này trong liên doanh. Như vậy, liên doanh PVDO hiện tại gồm có PVD (nắm giữ 80%), FEG (nắm giữ 5%), Crystal Heights Holdings Ltd (nắm giữ 5%) và Overseas Drilling Holdings Ltd (nắm giữ 10%). Doanh thu và lợi nhuận đến từ giàn PV Drilling VI do đó sẽ được hợp nhất và góp phần vào tăng trưởng của công ty trong năm 2015.

**Hình 1: Tỷ trọng đóng góp của LD, LK vào LNTT**



Nguồn: PVD, RongViet Securities

**Hình 2: Doanh thu và lợi nhuận đến từ các liên doanh**

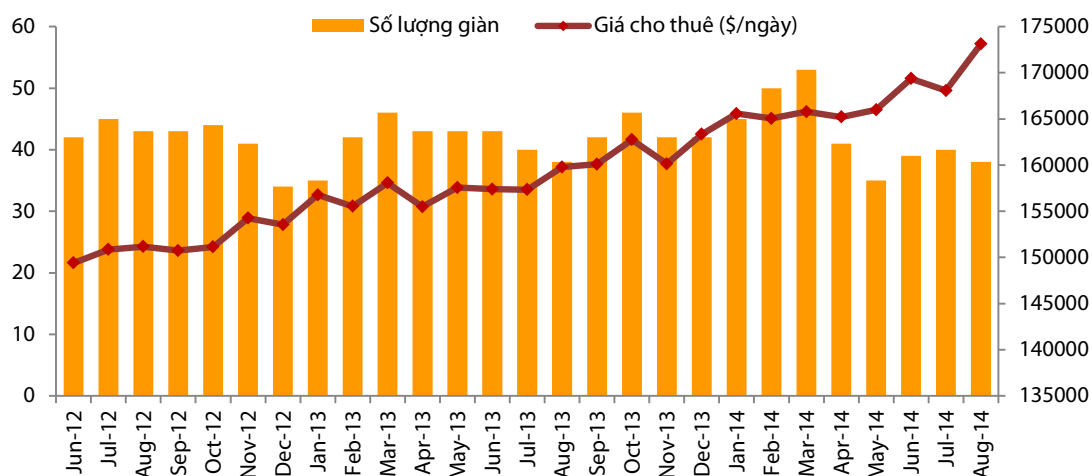


Nguồn: PVD, RongViet Securities

### PVD Drilling VI: cơ hội để PVD vươn ra biển lớn?

Theo Bloomberg, lượng giàn khoan Jackup mới được cung cấp cho thị trường Đông Nam Á (ĐNÁ) từ nay đến 2017 là 40 giàn, trong đó, hơn ½ sẽ được đưa ra thị trường trong năm 2015. Trong khi đó, lượng giàn Jackup đang hoạt động tại ĐNÁ là 31 giàn, trong đó có khoảng 4 giàn đến độ tuổi cần phải thay thế (3 giàn của ENSCO và 1 giàn của Rowan). Theo đánh giá của Infield Systems (công ty nghiên cứu về năng lượng tại Anh), nhu cầu của thị trường khoan tại ĐNÁ hiện đang rất sôi động, đặc biệt là ở Indonesia, Malaysia và Việt Nam. Vốn đầu tư đối với hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí cho giai đoạn 2013-2019 ước khoảng 97,5 tỷ USD, tương đương với mức đầu tư bình quân 14 tỷ USD/năm và cao hơn rất nhiều so với con số 9,5 tỷ USD vào thời điểm năm 2012. Có thể thấy, triển vọng thị trường khoan trong các năm tới là tích cực, tuy nhiên, vì số lượng giàn khoan tự nâng cung ra tại khu vực ĐNÁ cũng khá nhiều nên chúng tôi cho rằng mức độ cạnh tranh sẽ lớn hơn.

**Hình 3: Lượng giàn khoan đang hoạt động tại khu vực Đông Nam Á và giá cho thuê theo ngày**



Nguồn: Bloomberg

Đặt PVD trong bức tranh chung của ngành và khu vực, chúng tôi cho rằng doanh nghiệp sẽ có nhiều thuận lợi hơn nếu tăng cường chiếm lĩnh thị trường khoan tại Việt Nam (hiện tại thị phần của PVD tại Việt Nam bao gồm giàn khoan sở hữu và giàn khoan thuê là 70%), đặc biệt sắp tới PVD sẽ có thêm 1 giàn Jackup mới (PV Drilling VI).

Những thuận lợi có thể kể đến là (1) nhu cầu trong nước còn khá cao, trung bình 1 năm Việt Nam cần 14-15 giàn khoan tự nâng; (2) lợi thế quen thuộc thị trường; (3) sự hỗ trợ từ PVN giúp PVD có thể kết nối các chiến dịch khoan đảm bảo hiệu suất hoạt động của giàn. Như đã đề cập ở trên, nhu cầu giàn khoan tại khu vực ĐNÁ không phải là không có, tuy nhiên, nếu đi ra nước ngoài hoạt động sẽ vấp phải nhiều khó khăn, rào cản với chi phí cao hơn. Do đó, chúng tôi cho rằng PVD cần thêm thời gian để chuẩn bị, việc đầu tư giàn mới (PV Drilling VII) đang được xem xét và chúng tôi cho rằng điều này nằm trong khả năng tài chính của công ty.

### Triển vọng năm 2014 và 2015

Nửa cuối năm 2014, PetroVietnam sẽ ký thêm 2-5 hợp đồng dầu khí mới và thi công 14 giếng khoan thăm dò/thăm lường, hoạt động khai thác và thăm dò tiếp tục tích cực như giai đoạn đầu năm. Kết hợp với kết quả khả quan trong nửa đầu năm 2014, chúng tôi đưa ra ước tính đối với doanh thu của công ty trong năm nay đạt xấp xỉ 19.000 tỷ đồng, tăng 28,5% so với cùng kỳ và vượt kế hoạch 37,2%. Động lực

chính cho tăng trưởng doanh thu năm nay đến từ các giả định sau: (1) Tăng giá cho thuê giàn (bình quân khoảng 8% so với năm trước); (2) Số ngày hoạt động của giàn khoan thuê tăng 79% so với cùng kỳ; (3) Dịch vụ kỹ thuật khác tăng trưởng mạnh nhờ sự sôi động của hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí. LNST cho cổ đông công ty mẹ dự kiến đạt 2.342 tỷ đồng (+24,4% so với năm 2013), vượt 9,3% kế hoạch cả năm, tương đương EPS là 8.295 đồng/cp.

**Bảng 3: Thời gian hợp đồng đối với các giàn sở hữu và giàn thuê (2014-2015)**

	Q1-2014	Q2-2014	Q3-2014	Q4-2014	Từ năm 2015 trở đi
PV Drilling I			Đã gia hạn HĐ với Cửu Long JOC đến tháng 8/2016		
PV Drilling II			Có thể gia hạn HĐ với Lam Sơn JOC đến cuối năm 2015		
PV Drilling III		Xem xét lại hàng năm			
PV Drilling V		Đã ký kết đến cuối năm 2016 và tiếp tục được gia hạn thêm			
PV Drilling 11		HĐ đến hết năm 2015			
EnSCO 107	ENI, bundled services				
EnSCO 104		Mitra, Santos			
Tucana	PVEP				
Naga2	Hoàng Long JOC				
Key Gilbratar	PVEP				
Naga 3		JPVC			
Galveston Key		Cửu Long JOC			
EnSCO 109		Hoàng Long JOC			

Nguồn: PVD

Trong năm sau, các giàn sở hữu cũ đã được gia hạn hợp đồng cho đến cuối năm, thậm chí có giàn đã được gia hạn đến cuối năm 2016. Hiện tại, PVD chưa cho biết kế hoạch bảo trì cụ thể trong năm sau nên chúng tôi giả định công ty sẽ thực hiện bảo trì nhỏ giàn PVD 1 và bảo trì lớn giàn PVD 2. Ngoài ra, chúng tôi giả định giàn PV Drilling VI sẽ bắt đầu đi vào hoạt động từ tháng 3/2015 và đóng góp vào sự tăng trưởng của công ty trong năm sau. Doanh thu và lợi nhuận ước tính cho năm 2015 lần lượt đạt 21.900 tỷ đồng và 2.800 tỷ đồng, tương đương với EPS dự phóng là 9.269 đồng/cp.

### Quan điểm và định giá

So với khu vực, PVD là một doanh nghiệp tương đối trẻ trong ngành khoan và khai thác dầu khí nhưng đã đạt được những bước tiến đáng kể trong thời gian qua. Đặc biệt, chúng tôi đánh giá cao việc liên doanh với các đối tác nước ngoài không chỉ góp phần vào lợi nhuận mà còn giúp nâng cao năng lực kỹ thuật và tiềm năng phát triển trong tương lai của doanh nghiệp. Trong nửa cuối năm 2014, chúng tôi tin rằng triển vọng lĩnh vực hoạt động của PVD vẫn tiếp tục tích cực nhờ định hướng chung của Tập đoàn đối với hoạt động khai thác thượng nguồn. Các giàn đang hoạt động tiếp tục được gia hạn hợp đồng cho năm 2015-2016, đồng thời giàn PV Drilling VI dự kiến đi vào hoạt động trong tháng 3/2015. Ngoài ra, PVD cũng đang nghiên cứu đầu tư thêm giàn PV Drilling VII nhằm tận dụng cơ hội đến từ sự sôi động của hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí tại khu vực Đông Nam Á, bao gồm Việt Nam.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST cho năm 2014 của công ty đạt lần lượt 19.000 tỷ đồng và 2.342 tỷ đồng (tăng 28,5% và 24,4% so với năm 2013). Trong năm sau, chúng tôi cho rằng công ty có thể duy trì được mức tăng trưởng khá, khoảng 15% về doanh thu và 18,5% về lợi nhuận. Hiện tại, P/E của các công ty cùng ngành trong khu vực đang ở mức 15,77x trong khi PVD đang giao dịch với P/E chỉ khoảng 12,52x. Tuy nhiên, chỉ số PEG của công ty đang ở mức 1,13 (lớn hơn 1 và cao hơn mức bình quân của ngành trong khu vực đang có chỉ số PEG ở mức 0,78). Do đó, chúng tôi cho rằng sự tăng trưởng của PVD trong quá khứ vẫn chưa tương xứng với mức định giá P/E kỳ vọng nên chúng tôi thực hiện chiết khấu P/E và P/B kỳ vọng đối với cổ phiếu PVD về lần lượt 13,6x và 2,2x. Với lập luận trên, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **TÍCH LŨY** cổ phiếu PVD trong **DÀI HẠN** với giá mục tiêu **122.000 đồng/cp**.

**Bảng 4: Một số công ty trong ngành tại khu vực**

Công ty	Mã CK	Quốc gia	VHTT	P/E	P/B	PEG	ROA	ROE
<b>Trung bình ngành</b>				<b>15,77</b>	<b>2,61</b>	<b>0,78</b>	<b>6,70</b>	<b>12,77</b>
CTCP Khoan và dịch vụ Khoan Dầu khí	PVD VN	Việt Nam	32.425	12,52	2,90	1,13	10,93	24,82
Benakat Integra Tbk Pt	BIPI IJ	Indonesia	8.433	8,82	0,82	-	3,40	11,24
Mermaid Maritime Pcl	MMT SP	Thái Lan	8.777	7,13	0,77	0,27	7,11	10,15
Aban Offshore Ltd	ABAN IN	Ấn Độ	14.157	6,80	-	-	-	-
Alam Maritim Resources Bhd	AMRB MK	Malaysia	8.321	17,13	1,57		4,30	9,43
Spt Energy Group Inc	1251 HK	Trung Quốc	15.735	15,97	2,60	0,55	9,96	16,93
Petrosea Tbk Pt	PTRO IJ	Indonesia	2.177	11,12	0,53	-	1,62	4,80
Jutal Offshore Oil Services	3303 HK	Trung Quốc	6.314	28,91	1,65		3,88	5,88
Honghua Group	196 HK	Trung Quốc	17.017	9,68	1,02	1,01	3,60	10,73
Yantai Jereh Oilfield-A	002353 CH	Trung Quốc	135.406	31,66	5,39	-	14,51	22,38
China Oilfield Services-H	2883 HK	Trung Quốc	310.428	9,72	1,80	1,27	9,96	20,37
Wah Seong Corp Bhd	WSC MK	Malaysia	9.186	16,37	1,38	0,42	3,47	8,60

Nguồn: Bloomberg, giá tại ngày 15/09/2014

**Bảng 5: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2014E	FY2015F
Tăng trưởng doanh thu (%)	28%	15%
Số lượng giàn khoan thuê bq	5	5
Giá cho thuê bq giàn sở hữu theo ngày(PV Drilling I, II, III, VI)	\$155.000-165.000	\$155.000-165.000
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	22%	23%
Tỷ suất EBIT (%)	17%	18%

Nguồn: PVD, RongViet Securities





Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	2012A	2013A	2014E	2015F
Doanh thu thuần	11.929	14.867	19.097	21.901
Giá vốn	9.247	11.533	14.984	16.965
<b>Lãi gộp</b>	<b>2.683</b>	<b>3.333</b>	<b>4.113</b>	<b>4.936</b>
Chi phí bán hàng	38	45	59	66
Chi phí quản lý	752	946	1.108	1.314
Thu nhập từ HĐTC	54	99	154	151
Chi phí tài chính	420	346	323	339
Lợi nhuận khác	110	-25	40	42
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1.697</b>	<b>2.291</b>	<b>3.040</b>	<b>3.652</b>
Thuế TNDN	250	298	547	657
Lợi ích cổ đông thiểu số	126	110	115	161
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.322</b>	<b>1.883</b>	<b>2.378</b>	<b>2.834</b>
EBIT	<b>1.999</b>	<b>2.514</b>	<b>3.250</b>	<b>3.873</b>
EBITDA	3.022	3.615	4.399	5.211

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2012A	2013A	2014E	2015F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	29,5	24,6	28,5	14,7
Lợi nhuận HKKD	28,9	23,8	25,8	20,7
EBITDA	36,9	19,6	21,7	18,4
EBIT	33,6	25,8	29,3	19,1
Lợi nhuận sau thuế	23,9	42,5	26,3	19,2
Tổng tài sản	3,0	12,6	14,5	17,4
Vốn chủ sở hữu	12,7	40,7	21,3	18,2
Tốc độ tăng trưởng nội tại	16,8	15,8	16,3	17,1
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	22,5	22,4	21,5	22,5
LN HKKD / Doanh thu	15,9	15,8	15,4	16,2
EBITDA/ Doanh thu	25,3	24,3	23,0	23,8
EBIT/ Doanh thu	16,8	16,9	17,0	17,7
LNST/ Doanh thu	11,1	12,7	12,5	12,9
ROA	7,0	9,3	10,3	10,6
ROIC or RONA	14,9	17,9	20,4	21,2
ROE	20,0	22,4	21,8	21,8
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,5	4,1	4,1	4,0
Vòng quay hàng tồn kho	10,3	12,6	12,5	11,8
Vòng quay khoản phải trả	2,7	2,7	2,7	2,5
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	0,9	1,2	1,4	1,3
Nhanh	0,8	1,0	1,3	1,1
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	172,6	118,2	103,5	102,5
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	27,8	18,6	10,4	16,0
Vay dài hạn/ Vốn CSH	69,6	38,5	30,6	27,4

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	2012A	2013A	2014E	2015F
Tiền	1.068	2.598	4.085	4.180
Đầu tư tài chính ngắn hạn	0	20	159	159
Các khoản phải thu	3.117	4.184	5.061	5.804
Tồn kho	788	1.044	1.349	1.527
Tài sản ngắn hạn khác	106	122	219	197
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>5.079</b>	<b>7.967</b>	<b>10.873</b>	<b>11.867</b>
Tài sản cố định hữu hình	13.055	12.314	11.555	16.292
Tài sản cố định vô hình	144	151	73	60
Xây dựng cơ bản dở dang	119	18	1.438	3
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	458	957	638	638
Tài sản dài hạn khác	227	84	40	40
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>14.005</b>	<b>13.525</b>	<b>13.745</b>	<b>17.033</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>19.084</b>	<b>21.492</b>	<b>24.618</b>	<b>28.901</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	2.244	2.249	2.997	3.393
Khoản phải trả ngắn hạn khác	1.506	2.686	3.266	3.745
Vay và nợ ngắn hạn	1.941	1.829	1.244	2.255
Vay và nợ dài hạn	4.868	3.783	3.648	3.872
Khoản phải trả dài hạn khác	1.508	1.076	1.201	1.201
<b>Tổng nợ</b>	<b>12.066</b>	<b>11.625</b>	<b>12.355</b>	<b>14.466</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.992</b>	<b>9.838</b>	<b>11.937</b>	<b>14.109</b>
Vốn đầu tư của CSH	2.105	2.755	3.031	3.031
Lợi nhuận giữ lại	2.030	2.892	4.331	6.162
Các quỹ	817	1.074	1.337	1.670
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.992</b>	<b>9.838</b>	<b>11.937</b>	<b>14.109</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	25	30	326	326
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>19.084</b>	<b>21.492</b>	<b>24.618</b>	<b>28.901</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2012A</b>	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015F</b>
LNTT	1.697	2.305	3.040	3.652
Khấu hao	1.023	1.100	1.149	1.338
<b>Các điều chỉnh</b>	<b>268</b>	<b>-3</b>	<b>-53</b>	<b>-63</b>
Thay đổi vốn lưu động	-297	-723	-753	-881
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>2.690</b>	<b>2.679</b>	<b>3.384</b>	<b>4.046</b>
Thay đổi TSCĐ	-813	-252	-1.655	-4.597
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-144	-527	380	18
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	74	180	223	241
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-882</b>	<b>-599</b>	<b>-1.052</b>	<b>-4.339</b>
Nhận/trả lại vốn góp	-2	1.464	273	0
Vay mới/trả nợ vay	-1.094	-1.775	-749	1.210
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-314	-248	-486	-831
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-1.409</b>	<b>-559</b>	<b>-962</b>	<b>379</b>
Tiền thuần trong kỳ	399	1.520	1.370	87
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>668</b>	<b>1.068</b>	<b>2.598</b>	<b>4.085</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	0	29	120	8
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.068</b>	<b>2.618</b>	<b>4.085</b>	<b>4.180</b>

## BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%	<-15%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM

Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986

Website: [www.vdsc.com.vn](http://www.vdsc.com.vn)

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin - TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2014.**