

MUA

Giá: VND 34.500
Mục tiêu: VND 50.500

YEAK Chee Keong, CFA
yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg
(65) 6433 5730

Nguyễn Thị Ngân Tuyền
tuyen.nguyen@kimeng.com.vn
(84) 8 44 555 888 – ext 8081

Thông tin cổ phiếu

Tổng quan: Khởi đầu là bộ phận dịch vụ ngoài khơi của PetroVietnam, PVD đã phát triển nhanh chóng trong vài năm qua từ đơn vị cho thuê dụng cụ dầu khí và xử lý sự cố tràn dầu trở thành nhà thầu cung cấp dịch vụ trọn gói trong lĩnh vực khoan và dịch vụ khoan cho hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí.

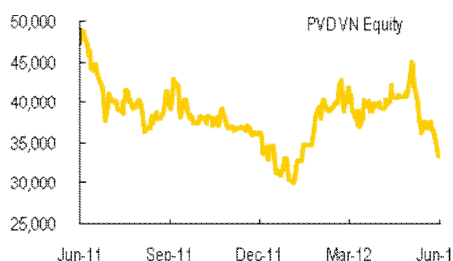
Mã cổ phiếu:	PVD VN
Số lượng cổ phiếu (triệu):	210,2
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng):	7.064,4
GTGD bình quân (tỷ đồng):	10,5
VN Index:	426,39
Tỷ lệ giao dịch tự do (%):	3,65

Cổ đông lớn:	%
PetroVietnam	50,4
Deutsche Bank	6,00
PVFC	3,65

Chỉ tiêu chính

ROE (%)	18,2
Tiền mặt ròng (VND b):	116,6
NTA/CP (VND):	0,14
Khả năng trả lãi vay (x):	5,5

Biểu đồ giá



% thay đổi giá

Cao/thấp nhất 52 tuần (VND) 50.000 / 29.300

	1-tháng	3-tháng	6-tháng	1-năm	YTD*
Giá CP	-19,6	-16,4	-7,2	-29,3	1,2
So với Index	-10,2	-12,8	-15,1	-28,0	-16,6

PV Drilling (PVD)

Cơ hội đầu tư mới

Công ty hàng đầu về lĩnh vực dầu khí, khuyến nghị MUA. CTCP khoan và dịch vụ khoan dầu khí (PVD) là công ty tiên phong trong lĩnh vực dầu khí ở Việt Nam với lợi thế cạnh tranh ở thị trường nội địa và nổi lên như là một nhà thầu dầu khí quốc tế tiềm năng. Mức tăng trưởng trong năm 2012 có thể sẽ bị hạn chế vì số lượng giàn khoan thuê ngoài sẽ thấp hơn do không có sẵn khi thị trường khoan đang phục hồi. Tuy vậy, PVD vẫn có những điều kiện tốt để phát triển. Cổ phiếu của công ty đang được giao dịch ở mức P/E 6,1x, gần đáy từ trước đến nay và thấp hơn các công ty cùng ngành. Chúng tôi khuyến nghị MUA với giá mục tiêu là 50.500 đồng, dựa trên P/E kỳ vọng là 10x.

Lợi thế từ PetroVietnam (PVN). Một lợi thế rất rõ là PVD có cổ đông lớn là PVN, tập đoàn dầu khí quốc gia nắm giữ trên 50% vốn cổ phần. Điều này ít nhiều đã giúp PVD tăng thêm lợi thế trong việc đua tranh các hợp đồng vốn được thống lĩnh bởi đối thủ nước ngoài trước đây. PVN có kế hoạch tham vọng trong lĩnh vực thăm dò và khai thác (E&P), đặc biệt là ở khu vực nước sâu trong sẽ là phương tiện cho PVD phát triển. Là công ty duy nhất trong nước tiên phong về lĩnh vực khoan dầu khí, PVD chiếm lĩnh thị phần trong lớn các dịch vụ liên quan đến việc khoan dầu, từ sở hữu điều hành giàn khoan đến dịch vụ kỹ thuật, hỗ trợ khoan, xử lý tràn dầu đến lắp đặt, giám sát, và các dịch vụ khảo sát, cung ứng nhân lực khoan và đo karota khí

Gia tăng năng lực trên thị trường quốc tế. PVD có tham vọng trở thành nhà thầu khoan hoạt động quốc tế và đang từng bước xây dựng năng lực giàn khoan để đạt mục tiêu đó. Công ty hiện đang sở hữu 3 giàn khoan biển, 1 giàn khoan đất liền, và 1 giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm. Công ty sẽ tiếp tục đầu tư hơn 700 triệu đô la Mĩ trong năm 2012-2016 để phát triển giàn khoan.

Phát hành cổ phiếu riêng lẻ thay cho phát hành trái phiếu. Kế hoạch phát hành 200 triệu USD trái phiếu quốc tế của PVD đã được đình lại và thay thế bằng việc phát hành riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu. Theo chúng tôi, với tỷ lệ nợ trên vốn vào khoảng 1,16x, PVD khó mà phát hành trái phiếu với lãi suất thấp. Do đó, kế hoạch phát hành cổ phiếu sẽ hợp lý hơn trong điều kiện này.

PV Drilling (PVD) – Bảng tóm tắt kết quả kinh doanh

Năm tài khóa 31/12	2008	2009	2010	2011	2012E
Doanh thu	406,6	449,6	527,8	597,6	678,3
EBITDA	102,9	106,3	124,9	140,7	150,5
Lợi nhuận ròng	47,4	52,1	60,2	70,9	76,5
EPS	22,6	24,9	26,2	28,3	30,6
Tăng trưởng EPS (%)	(10,2)	10,5	5,0	8,0	8,0
Cổ tức (VND)	9,6	7,2	8,4	9,9	10,7
PER	7,1	6,4	6,1	5,7	5,2
EV/EBITDA (x)	6,3	6,4	5,4	5,3	5,3
Div Yield (%)	6,0	4,5	5,3	6,2	6,7
P/BV(x)	1,2	1,1	0,9	0,8	0,7
Net gearing (%)	111,7	116,6	60,9	66,5	67,7
ROE (%)	18,5	18,2	16,3	14,9	13,9
ROA (%)	8,8	7,8	8,3	8,6	8,2

Nguồn: Maybank IB-Kim Eng

Hoạt động dầu khí ở Việt Nam

Kế hoạch tham vọng của PetroVietnam. Việt Nam đứng thứ tư về hoạt động khai thác dầu khí ở khu vực Châu Á Thái Bình Dương và đứng thứ 3 ở khu vực Đông Nam Á. PVN đã rất tích cực trong việc tìm kiếm các dự án thăm dò và khai thác dầu khí (E&P) cả ở thềm lục địa và ngoài khơi. Theo kế hoạch 5 năm 2011-2015, PVN sẽ thúc đẩy hoạt động thăm dò và khai thác để gia tăng trữ lượng dầu phát hiện được lên mức 35-45 triệu tấn từ mức khoảng 23 triệu tấn trong năm 2011. Hiện Tập đoàn dầu khí quốc gia đã có 87 hợp đồng dầu khí trong nước và 13 dự án E&P quốc tế thông qua hợp tác với những công ty dầu khí khác. Theo thống kê của Bp, dự trữ dầu của Việt Nam ở mức 4,5 tỷ thùng dầu vào tháng 6/2010 và sản lượng dầu sản xuất ở mức 300.000-400.000 thùng mỗi ngày. PVN dự kiến ngân sách khoảng 10 tỷ USD cho hoạt động thăm dò trong nước và nước ngoài cho giai đoạn 2011-2015. Chúng tôi tin rằng kế hoạch đầu tư này sẽ làm gia tăng nhu cầu về hoạt động khoan và kỹ thuật dịch vụ giếng khoan.

Nhu cầu về giàn khoan. Với ước tính 65-75 giếng và 100 giếng cỡ nhỏ kỳ vọng được khoan mỗi năm, Việt Nam sẽ cần khoảng 10-15 giàn khoan biển hàng năm. Hiện đang có khoảng 40 giàn khoan đang được xây mới trong khu vực dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong 2 năm tới. Nhiều người cho rằng điều này có thể gây nên tình trạng dư thừa giàn khoan. Tuy nhiên, cần chú ý rằng khoảng 40% số giàn khoan đang hoạt động tại Việt Nam hiện nay đã hơn 20 năm tuổi và có thể sẽ dần được thay thế. Vì vậy, tình trạng thừa cũng có thể được giảm nhẹ phần nào. PVD cũng cho biết một số khách hàng tiềm năng như Lam Sơn JOC, Côn Sơn JOC, JVPC, Premier và KNOC đang có nhiều nhu cầu về giàn khoan biển. Thêm vào đó, Chevron hiện đang có nhu cầu về giàn Tender Barge ở Việt Nam và PVD sẽ đáp ứng nhu cầu này bằng xúc tiến kế hoạch đầu tư mới vào Tender Barge.

Bảng 1: Giàn khoan biển hiện ở Việt Nam (tháng 5/2012)

No.	Rig name	Manager	Operator	Current status	Rig type	Water depth	Delivery	Age
1	Murmanskaya	ArcticMorNefteGazRazvedka	VietSovPetro	Drilling	Jackup	331ft	1991	21
2	Ocean Monarch	Diamond Offshore	Talisman	Drilling	Semisub	8,000ft	1974	38
3	ENSCO 107	ENSCO	Premier Oil	Drilling	Jackup	400ft	2006	6
4	Energy Searcher	Northern Offshore Ltd	VietGazprom (NOC)	Drilling	Drillship	2,500ft	1982	30
5	PV Drilling I	PV Drilling	Hoang Long JOC	Inspection	Jackup	300ft	2007	5
6	PV Drilling II	PV Drilling	PetroVietnam (NOC)	Drilling	Jackup	400ft	2009	3
7	PV Drilling III	PV Drilling	VietSovPetro	Drilling	Jackup	400ft	2009	3
8	PV Drilling V	PV Drilling	Bien Dong POC	Drilling	Tender	5,000ft	2011	1
9	JP Bussell	Rowan	Petronas Carigali (NOC)	Drilling	Jackup	300ft	2008	4
10	West Aquarius	Seadrill Ltd	ExxonMobil	Drilling	Semisub	10,000ft	2009	3
11	West Ariel	Seadrill Ltd	VietSovPetro	Drilling	Jackup	400ft	2008	4
12	West Prospero	Seadrill Ltd	VietSovPetro	Drilling	Jackup	400ft	2007	5
13	GSF Galveston Key	Transocean Ltd.	Cuu Long JOC	Drilling	Jackup	300ft	1978	34
14	GSF Key Hawaii	Transocean Ltd.	PetroVietnam (NOC)	Drilling	Jackup	300ft	1983	29
15	Cuu Long	VietSovPetro	VietSovPetro	Drilling	Jackup	300ft	1982	30
16	Tam Dao 01	VietSovPetro	VietSovPetro	Drilling	Jackup	300ft	1988	24
17	Tam Dao 02	VietSovPetro	VietSovPetro	Drilling	Jackup	300ft	2010	2
18	Tam Dao 03	VietSovPetro	PetroVietnam (NOC)	Drilling	Jackup	300ft	2012	0
19	D/S Deep Venture	Aban Offshore	n/a	Ready Stacked	Drillship	4,200ft	1981	31

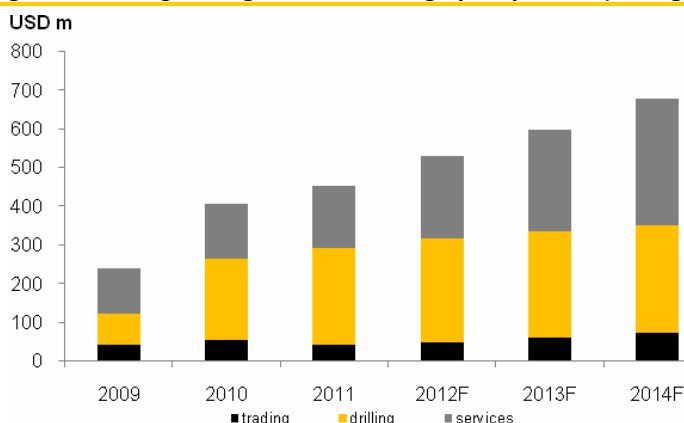
Nguồn: Rigzone, Maybank KE

Lợi thế cạnh tranh tự nhiên

Mối quan hệ với PetroVietnam là một lợi thế. Chúng tôi thích PVD vì lợi thế cạnh tranh tự nhiên của công ty này nhờ vào bản chất là trong những công ty con chủ chốt của PVN. Là Tập đoàn dầu khí quốc gia, PVN có ảnh hưởng nhất định đến những hoạt động dầu khí trong nước. Do đó, PVD đương nhiên được hưởng lợi thế khi cạnh tranh với đối thủ nước ngoài trong các cuộc đấu thầu các hợp đồng trong nước về hoạt động khoan và dịch vụ khoan dầu khí.

Phát triển nhanh chóng trong lĩnh vực khoan dầu khí. Vào buổi đầu thành lập năm 2001, hoạt động của PVD chỉ là cho thuê dụng cụ khoan và cung cấp dịch vụ ứng cứu sự cố tràn dầu. Tháng 3/2007, PVD mạo hiểm bước vào lĩnh vực điều hành giàn khoan khí giàn khoan biển đầu tiên được bàn giao và đi vào hoạt động, phục vụ cho kế hoạch khoan của Liên doanh điều hành Hoàng Long-Hoàn Vũ. Chỉ sau năm năm, PVD đã nhanh chóng phát triển số lượng giàn khoan. PVD đang hiện sở hữu và điều hành ba giàn khoan biển, một giàn khoan đất liền và một giàn khoan tiếp trợ. Thị phần về dịch vụ khoan ở thị trường trong nước của PVD đã tăng nhanh từ 10% năm 2008 lên 50% trong năm 2011. Doanh thu của mảng dịch vụ khoan cũng tăng trưởng mạnh mẽ từ 82 triệu USD năm 2009 lên, 249 triệu USD trong năm 2011, đóng góp khoảng 55% tổng doanh thu.

Bảng 2: PVD – tăng trưởng doanh thu mảng dịch vụ khoan (drilling)



Nguồn: Công ty, Maybank KE dự báo

Chiếm lĩnh thị phần ở nhiều lĩnh vực hoạt động. Thêm vào đó, PVD nắm giữ thị phần lớn trong nhiều lĩnh vực khác nhau liên quan đến hoạt động cho thuê và điều hành giàn khoan.

Bảng 3: Thị phần dịch vụ khoan và hỗ trợ công tác khoan ở VN

Dịch vụ	Thị phần	Đối thủ cạnh tranh
Cung cấp giàn khoan	50%	SeaDrill, Transocean, Diamond Offshore, Northern Drilling
Kỹ thuật giếng khoan	50%	Schlumberger, Halliburton, Weatherford, Goerservices, ILO
Cementing & Stimulation	80%	Schlumberger, Halliburton
Ứng cứu sự cố tràn dầu	90%	Vietsovetro
Kiểm tra và bảo trì thiết bị khoan	70%	ICO Asia Pacific, South Sea Inspection, Vina Offshore, Vietubes
Cung ứng nguồn nhân lực khoan	90%	Bayong Services, Accent Logistics, Alpha Service
Mud logging	85%	PVEP, Cuulong JOC, Thang Long JOC, Vietgazprom, Dai Hung PVEP

Nguồn: Công ty

Tăng trưởng ngắn hạn bị hạn chế bởi công suất

Kế hoạch tăng trưởng 2012 thấp. PVD đạt mức tăng trưởng 20% trong năm 2011 cho cả doanh thu lẫn lợi nhuận. Tuy nhiên, mức tăng trưởng của 2 chỉ tiêu này trong năm 2012 được ĐHCĐ thông qua khá thấp, lần lượt ở mức 9,7% và 7,8%.

Bảng 4: PVD – Kế hoạch doanh thu lợi nhuận 2012

(tỷ đồng)	2012	2011	% n/n
Doanh thu	10.100	9.211	9,7
LNTT	1.314	1.229	6,9
LNST	1.150	1.067	7,8

Nguồn: Công ty

Tăng trưởng chậm hơn do 2 lý do chủ yếu sau:

1. Giàn PV Drilling I được dự kiến sẽ tạm ngưng hoạt động trong 45 ngày để bảo dưỡng định kỳ mỗi 5 năm.
2. Số lượng giàn khoan thuê ngoài của PVD sẽ ít hơn do nhu cầu về giàn khoan gia tăng trong thời điểm hiện tại nên ít có sẵn giàn chưa hoạt động cho PVD thuê để cung cấp lại dịch vụ trọn gói cho các công ty điều hành. Với khó khăn này, hiện PVD chỉ có 1 giàn thuê ngoài hoạt động trong năm 2012, khá thấp so với 5 giàn thuê ngoài hoạt động trong năm 2011

Lỡ mất cơ hội kinh doanh do thiếu giàn khoan. Tất cả 5 giàn khoan mà PVD sở hữu đều đang có hợp đồng hoạt động. Tuy nhiên, PVD cũng đang phải bỏ qua nhiều cơ hội kinh doanh do số lượng giàn khoan sở hữu quá ít. Trong khi PVD có khả năng cho thuê lại 5 giàn trong năm 2011 với giá cho thuê giàn cao hơn tương đối so với khu vực thì năm 2012 với tình hình nhu cầu cao mà nguồn cung khan hiếm, PVD sẽ gặp khó khăn trong việc tìm kiếm giàn khoan để thuê. Hiện PVD chỉ đang thuê được một giàn (GSF Key Hawaii) từ Transocean để cung cấp dịch vụ điều hành khoan trọn gói cho PVEP Đại Hùng với giá cho thuê ở mức 131 ngàn USD/ngày.

Bảng 5: Chi tiết giá cho thuê giàn khoan của PVD

	Loại giàn	Hợp đồng với	Giá cho thuê (USD/ngày)	Thời gian
Giàn khoan thuộc sở hữu của PVD				
PV Drilling I	Jackup	Hoang Long JoC	118.000	6/2013
PV Drilling II	Jackup	PVEP Dai Hung	124.000	6/2012
		JVPC	127.000	3/2013
PV Drilling III	Jackup	Vietso Petro	129.000	11/2014
PVD 11	Land rig	Seba	30.500	11/2014
Tender Assist Rig	Semisub	Bien Dong POC	205.000	10/2014
Giàn khoan thuê ngoài				
GSF Key Hawaii	Jackup	PVEP Dai Hung	131.000	1/2013

Nguồn: Công ty, Rigzone

Gia tăng tỷ lệ hiệu dụng giàn khoan là tiền đề cho giá cho thuê tăng. Giá cho thuê giàn khoan hiện đang vào xu hướng tăng cùng với tỷ lệ hiệu dụng giàn khoan. Một tỷ lệ hiệu dụng ở mức 80% là cột mốc chủ yếu để xem xét vì thông thường đây là ngưỡng để chúng tôi kỳ vọng một sự đột phá trong giá thuê giàn khoan. PVD với tỷ lệ hiệu dụng luôn ở mức trên 98% sẽ có lợi thế lớn trong việc thỏa thuận giá thuê

giàn cho những hợp đồng sắp tới cho cả giàn khoan sở hữu cũng như thuê ngoài. Tỷ lệ hiệu dụng bình quân của khu vực Đông Nam Á (76%) đang ở mức thấp nhất trong bảng so sánh bên dưới.

Bảng 6: Tỷ lệ hiệu dụng giàn khoan biển theo khu vực

Khu vực	Tỷ lệ hiệu dụng giàn khoan
Africa – West	83.6%
Asia – Southeast	76.0%
Europe – North Sea	88.1%
Mediterranean	77.3%
Middle East – Persian Gulf	78.8%
North America – Mexico	77.8%
North America – US Gulf of Mexico	77.1%
South America - Brazil	85.9%

Nguồn: Rigzone

Đầu tư mở rộng năng lực

Đầu tư vào tender barge (xà lan tiếp trợ). PVD đã lên kế hoạch đầu tư xây mới một tender barge (tổng đầu tư 150 triệu USD) trong một liên doanh 51:49 với Seadrill. Tender barge này được dự kiến sẽ có hợp đồng với Chevron để thực hiện các hoạt động thăm dò và khai thác của công ty này. PVD lên kế hoạch nhu cầu vốn cho năm 2012 là 2.767 tỷ đồng. Trong đó, bao gồm cả khoản giải ngân 694 tỷ đồng trong tổng số 1.553 tỷ đồng vốn đầu tư vào dự án Tender Barge. Ngoài ra, PVD cũng có kế hoạch dài hạn đầu tư vào tài sản cố định lên đến 600 triệu USD cho giai đoạn 2012-2015.

Bảng 7: Nhu cầu vốn năm 2012

	Tỷ đồng	Triệu USD
Dự án tender barge (51%)	694	33,3
Góp vốn liên doanh	164	7,9
Trang thiết bị công cụ phục vụ các giàn khoan	170	8,2
Trang thiết bị phục vụ CNTT	45	2,2
Trang thiết bị khác phục vụ cho sản xuất kinh doanh	280	13,4
Mua sắm tài sản khác	53	2,5
Kế hoạch giải ngân 2012	1.408	67,5
Dự kiến giải ngân năm 2013 cho giàn tender barge	859	41,2
Bổ sung vốn lưu động	500	24,0
Tổng cộng	2.767	132,7

Nguồn: Công ty

Kế hoạch tăng vốn. Để tài trợ cho nhu cầu vốn như trên, PVD lên kế hoạch phát hành riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu trong Q3/12. Với tỷ lệ nợ ròng trên vốn chủ sở hữu là 1,16x, PVD có thể sẽ khó mà tăng thêm nợ vay với chi phí thấp trong thời điểm hiện nay. Việc phát hành thêm cổ phiếu sẽ làm pha loãng giá trị cổ phiếu của cổ đông hiện hữu nhưng đồng thời cũng là giảm tỷ lệ nợ trên vốn. Với kế hoạch cần thêm rất nhiều vốn để đầu tư tài sản cố định trong tương lai, chúng tôi tin rằng PVD sẽ rất linh hoạt trong việc phát hành trái phiếu (nợ vay) hoặc phát hành thêm cổ phiếu để đảm bảo tỷ lệ nợ trên vốn an toàn và chi phí tài chính hợp lý nhất.

Mối đe dọa mới nổi của các nhà thầu dầu khí quốc tế

Tích lũy kinh nghiệm. Kể từ lúc tham gia vào hoạt động kinh doanh trong lĩnh vực khoan năm 2007, PVD đã phát triển rất mạnh mẽ từ chỉ sở hữu 1 giàn khoan biển, đến nay đã có trong tay 3 giàn khoan biển, 1 giàn đất liền và 1 giàn tiếp trợ với thị phần tăng mạnh từ 10% năm 2008 lên 50% trong năm 2011. Qua thời gian ngắn, PVD đã tích lũy được kinh nghiệm dồi dào trong lĩnh vực khoan và các dịch vụ liên

quan đến khoan dầu khí thông qua liên doanh và hợp tác với các tập đoàn lớn trên thế giới.

PVN đạt được những thành công ở nước ngoài. Khi Tập đoàn mẹ PVN rất thành công trong việc có được những hợp đồng dầu khí bên ngoài lãnh thổ Việt Nam, PVD cũng sẽ được hưởng lợi từ vị thế này. Chúng tôi tin rằng PVD đủ sức để cạnh tranh với các nhà thầu dầu khí quốc tế dựa trên tiềm lực hiện tại cũng như kinh nghiệm, thành tích đã được ghi nhận trong thời gian qua.

Tình hình tài chính và dự phóng

Tiềm năng tăng trưởng doanh thu. Dự báo doanh thu cho năm 2012 của chúng tôi dựa trên những hợp đồng hiện tại trong lĩnh vực khoan. Do đó, PVD vẫn còn có thể tăng trưởng doanh thu tùy thuộc vào khả năng tìm kiếm giàn khoan thuê ngoài để cung cấp dịch vụ điều hành khoan trọn gói. Chúng tôi cũng ước tính, doanh thu từ mảng dịch vụ liên quan đạt mức tăng trưởng từ 20-30% trong giai đoạn 2012-2014.

Cải thiện tỷ lệ lợi nhuận gộp biên. Lợi nhuận biên gộp đã giảm trong năm 2010 do giá cho thuê giàn giảm mạnh trong giai đoạn 2009-2010. Giá cho thuê giàn đã chạm đáy trong năm nay và đang có dấu hiệu phục hồi. Đây là tín hiệu tốt cho PVD trong việc cải thiện lợi nhuận biên gộp khi ký mới các hợp đồng. Chúng tôi kỳ vọng lợi nhuận biên gộp sẽ tăng trong năm 2012 nhờ sự đóng góp của giàn khoan tiếp trợ (TAD) đã được đưa vào hoạt động từ đầu năm với giá cho thuê là 205 ngàn USD/ngày và lợi nhuận gộp biên ước tính là 50%. Lĩnh vực dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan cũng duy trì mức lợi nhuận gộp biên trong khoảng 20-23%. Về dài hạn, chúng tôi dự báo lợi nhuận gộp biên sẽ tăng từ 22,3% trong năm 2011 lên mức 24-25%.

Bảng 8: Dự báo các chỉ tiêu tài chính chủ yếu

(triệu USD)	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F
Thương mại	42,1	56,2	43,2	48,0	60,0	75,0
Khoan dầu khí	82,0	207,0	249,3	269,7	274,9	274,9
Dịch vụ	115,9	143,4	160,8	210,2	262,7	328,4
Tổng cộng doanh thu	240,1	406,6	453,3	527,8	597,6	678,3
Lợi nhuận gộp	72,7	94,4	102,0	129,4	150,2	165,7
Tăng trưởng doanh thu (%)	9,9	69,4	10,6	17,4	13,2	13,5
Lợi nhuận gộp biên (%)	30,3	23,2	22,3	24,5	25,1	24,4
Lợi nhuận ròng	47,7	47,4	52,1	60,2	70,9	76,5
Tăng trưởng LN ròng (%)	(8,7)	(0,8)	10,0	15,7	17,7	8,0
LN ròng biên (%)	19,9	11,6	11,5	11,4	11,9	11,3
EBITDA	71,6	102,9	106,3	124,9	140,7	150,5
EPS (US cents)	25,1	22,6	24,9	26,2	28,3	30,6
EPS pha loãng (US cents)	22,7	22,6	24,9	24,0	28,3	30,6

Nguồn: Công ty, Maybank KE dự báo

Kiểm soát chi phí. Để tăng cường hoạt động E&P, PVD đã đầu tư rất lớn vào những công nghệ cao cũng như phát triển nguồn nhân lực kỹ thuật cao. Qua thời gian, PVD đã tuyển dụng và đào tạo được hàng ngũ chuyên gia chất lượng cao trong lĩnh vực khoan và lực lượng công nhân kỹ thuật có kinh nghiệm để quản lý và điều hành các giàn khoan. Chúng tôi tin rằng công ty có thể tiết kiệm được chi phí về nhân công hơn nữa qua việc phát triển lực lượng lao động trong nước được đào tạo lành nghề để dần thay thế các vị trí đòi hỏi kỹ năng cao mà trước đây được độc quyền bởi người nước ngoài.

Tỷ lệ nợ trên vốn cao đáng lo ngại nhưng đang có xu hướng giảm.

Tỷ lệ nợ ròng trên vốn của PVD đang ở mức 1,16x là kết quả của việc vay nợ nhiều trong thời gian qua. Tuy nhiên, việc vay nợ là cần thiết để công ty phát triển số lượng giàn khoan. Lãi suất bình quân trong năm 2011 vào khoảng 4,13% và hầu hết là tiền USD. Khi mà PVD có kế hoạch tài chính thông qua việc phát hành tăng vốn và điều này có thể làm giảm bớt tỷ lệ nợ ròng trên vốn, chúng tôi tin rằng công ty vẫn cần rất nhiều vốn trong tương lai để thực hiện kế hoạch đầu tư 600 triệu USD phát triển giàn khoan (bao gồm cả semi submersible). PVD cũng xây dựng cấu trúc vốn mục tiêu là 30% vốn và 70% nợ. Do đó chúng tôi cho rằng PVD sẽ còn tiếp tục tham gia vào thị trường nợ cho những kế hoạch tài chính tương lai sau đợt tăng vốn này. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ trên vốn của PVD đang có xu hướng giảm.

Pha loãng cổ phiếu từ việc phát hành riêng lẻ. Việc phát hành riêng lẻ cổ phiếu mới sẽ làm pha loãng giá trị cổ phiếu của các cổ đông hiện hữu. Kế hoạch phát hành 40 triệu cổ phiếu dự kiến sẽ thực hiện trong Q3/12 với giá phát hành không thấp hơn giá trị sổ sách.

Kế hoạch trả cổ tức. Đại hội cổ đông vừa qua thông qua kế hoạch tỷ lệ cổ tức có thể chia cho năm 2012 là 35% lợi nhuận có thể chia. Tỷ lệ này thấp hơn năm 2011 (41%). Cổ tức có thể được trả tiền mặt hoặc cổ phiếu. Tuy nhiên, tùy theo kết quả kinh doanh và nhu cầu đầu tư trong năm 2012, HĐQT sẽ xem xét giữ lại toàn bộ cổ tức 2012.

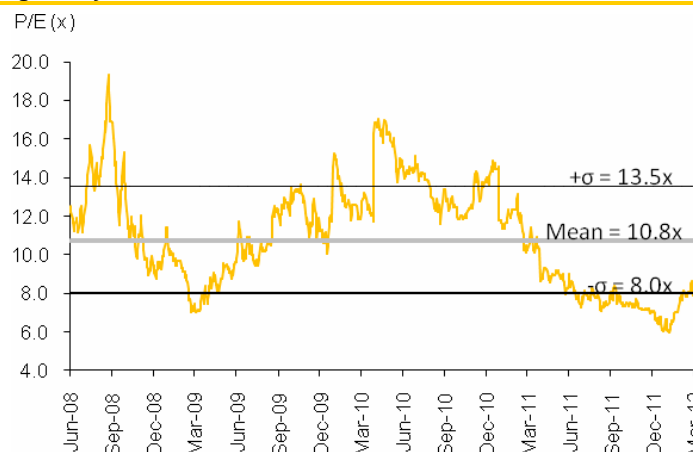
Áp lực lạm phát không là mối lo ngại. Không như các công ty Việt Nam khác, PVD ít bị ảnh hưởng bởi lạm phát tăng cao cũng như giảm giá của tiền đồng do doanh thu của PVD chủ yếu là tiền USD và hầu hết chi phí cũng được tính theo USD. PVD cũng được phép ghi nhận báo cáo tài chính bằng tiền USD từ năm 2010, do đó công còn phải lo ngại về những phiến toái từ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện.

Định giá

Chúng tôi định giá PVD dựa trên P/E 10x EPS pha loãng 2012 để phản ánh khả năng pha loãng tiềm tàng từ việc phát hành riêng lẻ 40 triệu cổ phiếu mới trong quý 3/12. Mức định giá P/E rất gần với mức P/E bình quân 10,8x của PVD trong 3 năm qua. Mức P/E mà chúng tôi chọn thấp hơn P/E bình quân 11,8x của các công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi cũng xem xét tới các yếu tố khác như tính thanh khoản thấp của PVD, rủi ro của thị trường mới nổi, tỷ lệ nợ trên vốn cao và khả năng pha loãng cổ phiếu.

Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên phương pháp so sánh tương đương là 50.500 đồng. Cổ phiếu PVD đang được giao dịch ở mức P/E thấp hơn -1 độ lệch chuẩn so với trung bình và đang rất gần đáy trong lịch sử định giá của chính nó. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu này với kỳ vọng tăng giá là 50%.

Bảng 9: Dãy P/E của PVD



Nguồn: Bloomberg

Bảng 10: So sánh các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Vốn hóa (tỷ USD)	Giá (*)	PER (x)			P/S (x)	P/BV (x)	ROE (%)	GPM (%)	NPM (%)	Net D/E (%)	Yield (%)	
			Y-1	Y	Y+1								
Aban Offshore	INR	0,26	329,35	4,9	-	-	0,5	0,5	13,8	-	10,2	406,0	1,1
Schlumberger	USD	83,00	62,24	15,9	14,4	11,7	2,0	2,6	16,0	20,5	12,6	16,3	1,8
Transocean	USD	14,20	40,52	-	14,0	8,0	1,4	0,9	-30,9	8,1	-62,6	60,2	-
Diamond Offshore	USD	8,10	58,27	9,2	13,6	11,0	2,5	1,8	23,5	39,4	29,0	6,0	0,9
Noble Corp	USD	7,78	30,81	18,9	11,2	7,0	2,7	1,0	5,0	20,8	13,8	47,3	-
Seadrill	NOK	15,16	196,5	14,9	10,3	9,1	3,6	2,5	24,6	-	33,4	157,4	9,9
EnSCO	USD	10,28	44,45	12,1	8,4	6,4	2,7	0,9	7,1	33,5	21,1	42,4	3,4
Rowan	USD	3,79	30,52	21,3	12,3	7,6	3,6	0,9	18,2	26,3	78,5	16,1	-
Atwood Oceanics	USD	2,48	38	9,1	9,8	7,4	3,5	1,4	18,0	58,6	42,1	13,9	-
Average				13,3	11,8	8,5	2,5	1,4	10,6	29,6	19,8	85,1	3,4
PV Drilling	VND	0,34	33.600	6,4	6,1	5,7	0,7	1,1	18,2	22,3	11,6	116,3	6,0

Source: Bloomberg, Maybank KE

(*) theo tiền tệ của địa phương

Tổng quan về công ty

Tổng CTCP Khoan và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí (PVD) tiền thân là bộ phận ngoài khơi (PTSC offshore) của CTCP Dịch Vụ Kỹ thuật Dầu khí (PTSC). Công ty được tách ra và thành lập như là công ty con của PVN năm 2001, cổ phần hóa năm 2005 theo quyết định của Bộ Công Nghiệp và niêm yết trên HOSE 15/2/2006.

Hoạt động kinh doanh chính. PVD cung cấp giàn khoan và nhiều dịch vụ kỹ thuật liên quan đến khoan dầu khí phục vụ cho hoạt động thăm dò và khai thác không chỉ ở Việt Nam và còn trên thị trường thế giới.

Dịch vụ chính bao gồm:

- Sở hữu và điều hành các giàn khoan biển và đất liền
- Cung cấp giàn khoan nước sâu cho hoạt động E&P
- Quản lý ống chống toàn diện và xuất nhập khẩu, phân phối và mua bán các sản phẩm OCTG
- Dịch vụ đo địa vật lý giếng khoan dầu khí
- Dịch vụ bảo trì thiết bị công nghiệp
- Dịch vụ Quản lý Cản khoan và Ống chống (cung cấp, sửa chữa, kiểm định và bảo trì OCTG)
- Dịch vụ đo karota khí
- Cho Thuê Thiết Bị Khoan
- Dịch vụ cung cấp chuyên gia địa chất
- Kéo thả ống chống
- Dịch vụ chuyên gia dự đoán áp suất vỉa trong khi khoan
- Dịch vụ bắn vỉa dầu khí
- Dịch vụ kỹ thuật khoan và khai thác dầu khí
- Ứng cứu sự cố dầu tràn
- Dịch vụ kéo thả thiết bị đo trong giếng khoan và khai thác dầu khí “Slickline”
- Dịch vụ thiết kế chế tạo
- Sửa chữa, bảo dưỡng, kiểm định vật tư thiết bị và phương tiện chuyên ngành dầu khí
- Dịch vụ cất giữ, bảo quản và vận chuyển vật liệu nổ công nghiệp dùng trong công nghiệp dầu khí
- Dịch vụ cung ứng nguồn nhân lực khoan
- Mua bán vật tư, thiết bị cho ngành dầu khí và các ngành công nghiệp khác
- Dịch vụ kỹ thuật khác thông qua hợp tác kinh doanh với các đối tác nước ngoài.

KẾT QUẢ KINH DOANH (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	FY2010	FY2011	FY2012F	FY2013F
Doanh thu	406.6	449.6	527.8	597.6
GVHB (loại trừ khấu hao)	(279.5)	(314.5)	(365.3)	(414.3)
Khấu hao	(32.8)	(34.7)	(33.1)	(33.1)
Lợi nhuận gộp	94.4	100.4	129.4	150.2
Chi phí bán hàng & QLDN	(24.3)	(28.7)	(37.7)	(42.6)
EBIT	70.1	71.7	91.8	107.5
Lãi (lỗ) hoạt động tài chính	(16.4)	(14.4)	(16.1)	(18.5)
Lãi (lỗ) từ liên doanh, liên kết	2.7	3.5	4.2	4.8
Lãi (lỗ) khác	(1.7)	(0.8)	(1.6)	(1.8)
Lợi nhuận trước thuế	54.7	60.0	78.3	92.0
Thuế TNDN	(7.1)	(7.7)	(9.8)	(11.5)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(0.2)	(0.3)	(8.3)	(9.6)
Lợi nhuận ròng	47.4	52.1	60.2	70.9
EBITDA	102.9	106.3	124.9	140.7
EPS (VND)	22.6	24.9	26.2	28.3
	FY2010	FY2011	FY2012F	FY2013F
Tăng trưởng (% YoY)				
Doanh thu	406.6	449.6	527.8	597.6
EBIT	(279.5)	(314.5)	(365.3)	(414.3)
EBITDA	(32.8)	(34.7)	(33.1)	(33.1)
Lợi nhuận ròng	94.4	100.4	129.4	150.2
EPS	(24.3)	(28.7)	(37.7)	(42.6)

BÁO CÁO DÒNG TIỀN (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	FY2010	FY2011	FY2012F	FY2013F
Dòng tiền hđ kinh doanh	773.3	889.9	951.0	1,129.5
Lợi nhuận ròng	169.6	188.0	212.7	270.2
Khấu hao	45.1	32.1	38.1	65.5
Thay đổi vốn hoạt động	1.4	0.0	0.0	0.0
Khác	18.1	48.2	49.6	48.9
Dòng tiền hđ đầu tư	98.5	96.4	121.8	152.7
Đầu tư TSCĐ ròng (capex)	6.5	11.3	3.1	3.1
Thay đổi trong đầu tư DH	603.7	702.0	738.3	859.3
Khác	7.9	14.9	14.9	14.9
Dòng tiền sau hđ đầu tư	580.1	677.2	713.6	834.5
Dòng tiền hđ tài chính	15.7	9.9	9.9	9.9
Thay đổi vốn góp cổ đông	496.3	591.2	501.8	600.2
Thay đổi khoản nợ vay	210.9	244.2	263.0	290.3
Thay đổi nợ dài hạn khác	85.1	101.5	96.5	95.8
Cổ tức	75.4	98.4	126.4	154.4
Dòng tiền ròng	50.4	44.4	40.1	40.1

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN (tỷ đ)

Năm tài khóa 31/12	FY2010	FY2011	FY2012F	FY2013F
Tổng tài sản	66.2	114.3	80.5	94.4
Tài sản ngắn hạn	47.4	52.1	60.2	70.9
Tiền	32.8	34.7	33.1	33.1
Đầu tư ngắn hạn	5.7	(22.5)	(28.0)	(30.7)
Hàng tồn kho	(19.6)	50.0	15.1	21.1
Phải thu khách hàng	(67.3)	(131.4)	(69.5)	(154.1)
Khác	(87.8)	(131.8)	(69.5)	(154.1)
Tài sản dài hạn	1.8	(5.6)	0.0	0.0
Đầu tư dài hạn	18.7	5.9	0.0	0.0
Tài sản cố định ròng	(1.0)	(17.1)	11.0	(59.7)
Khác	(2.6)	4.1	(5.0)	87.2
Nợ phải trả	(2.0)	(0.4)	82.3	0.0
Nợ phải trả ngắn hạn	1.0	24.5	(73.0)	99.0
Phải trả nhà cung cấp	(1.6)	0.3	0.8	9.2
Vay ngắn hạn	0.0	(20.3)	(15.1)	(21.1)
Khác	(3.6)	(13.1)	6.0	27.4
Nợ phải trả dài hạn	FY2010	FY2011	FY2012F	FY2013F
Vay dài hạn				
Khác	66.2	114.3	80.5	94.4
Nguồn vốn	47.4	52.1	60.2	70.9
Vốn góp của cổ đông	32.8	34.7	33.1	33.1
Các quỹ	5.7	(22.5)	(28.0)	(30.7)
Khác	(19.6)	50.0	15.1	21.1
Cổ đông thiểu số	(67.3)	(131.4)	(69.5)	(154.1)

CÁC CHỈ SỐ

Năm tài khóa 31/12	FY2010	FY2011	FY2012F	FY2013F
Khả năng sinh lợi (%)				
Tỷ suất lợi nhuận gộp	69.4	10.6	17.4	13.2
Tỷ suất EBIT	23.9	2.3	28.0	17.2
Tỷ suất EBITDA	43.6	3.4	17.4	12.6
Tỷ suất lợi nhuận ròng	(0.8)	10.0	15.7	17.7
ROA	(10.2)	10.5	5.0	8.0
ROE				
Tình hình tài chính	23.2	22.3	24.5	25.1
Nợ vay/VCSH (%)	17.2	15.9	17.4	18.0
Nợ vay ròng/VCSH (%)	25.3	23.7	23.7	23.5
Khả năng trả lãi vay (X)	11.6	11.6	11.4	11.9
K.năng trả lãi&vay NH (X)	8.8	7.8	8.3	8.6
Dòng tiền/lãi vay (X)	18.5	18.2	16.3	14.9
Điền/lãi&nợ vay NH (X)				
Khả năng TT hiện hành (X)	128.5	127.4	69.6	79.3
Khả năng TT nhanh (X)	111.7	116.6	60.9	66.5
Tiền mặt/(nợ) ròng (tỷ VND)	4.2	5.5	5.7	5.8
Trên mỗi cổ phiếu (VND)	0.9	0.7	0.7	0.7
EPS	3.9	8.8	5.0	5.1
CFPS	0.9	1.1	0.6	0.6
BVPS	0.8	0.8	0.8	0.9
SPS	0.7	0.6	0.6	0.8
EBITDA/share	0.6	0.5	0.6	0.6
Cổ tức tiền mặt	21.0	34.6	44.9	40.2

Source: Company, Kim Eng

RESEARCH OFFICES

REGIONAL

PK BASU

Regional Head of Research & Economics
(65) 6432 1821 pk.basu@maybank-ke.com.sg

Wong Chew Hann, CA

Regional Head of Institutional Research
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

THAM Mun Hon

(852) 2268 0630 thammunhon@kimeng.com.hk
▪ Regional Strategist

ONG Seng Yeow

(852) 2268 0644 ongsengyeow@maybank-ke.com.sg
▪ Regional Products & Planning

MALAYSIA

Wong Chew Hann, CA *Head of Research*
(603) 2297 8686 wchewh@maybank-ib.com

- Strategy
- Construction & Infrastructure

Desmond CH'NG, ACA

(603) 2297 8680 desmond.chng@maybank-ib.com
▪ Banking - Regional

LIAW Thong Jung

(603) 2297 8688 tjlaw@maybank-ib.com
▪ Oil & Gas

- Automotive
- Shipping

ONG Chee Ting

(603) 2297 8678 ct.ong@maybank-ib.com
▪ Plantations

Mohshin AZIZ

(603) 2297 8692 mohshin.aziz@maybank-ib.com
▪ Aviation

- Petrochem
- Power

Yin Shao Yang, CPA

(603) 2297 8916 samuely@maybank-ib.com
▪ Gaming – Regional

- Media
- Power

Wong Wei Sum, CFA

(603) 2297 8679 weisum@maybank-ib.com
▪ Property & REITs

LEE Yen Ling

(603) 2297 8691 lee.yl@maybank-ib.com
▪ Building Materials

- Manufacturing
- Technology

LEE Cheng Hooi *Head of Retail*

chenghooi.lee@maybank-ib.com
▪ Technicals

HONG KONG / CHINA

Edward FUNG *Head of Research*
(852) 2268 0632 edwardfung@kimeng.com.hk

- Construction

Ivan CHEUNG

(852) 2268 0634 ivancheung@kimeng.com.hk
▪ Property

Ivan LI

(852) 2268 0641 ivanli@kimeng.com.hk
▪ Banking & Finance

Jacqueline KO

(852) 2268 0633 jacquelineko@kimeng.com.hk
▪ Consumer Staples

Andy POON

(852) 2268 0645 andypoon@kimeng.com.hk
▪ Telecom & equipment

Samantha KWONG

(852) 2268 0640 samanthakwong@kimeng.com.hk
▪ Consumer Discretionaries

Alex YEUNG

(852) 2268 0636 alexyeung@kimeng.com.hk
▪ Industrial

Catherine CHAN

(852) 2268 0631 cathrinechan@kimeng.com.hk
▪ Cement

INDIA

Jigar SHAH *Head of Research*

(91) 22 6623 2601 jigar@kimeng.co.in
▪ Oil & Gas

- Automobile
- Cement

Anubhav GUPTA

(91) 22 6623 2605 anubhav@kimeng.co.in
▪ Metal & Mining

- Capital goods
- Property

Haripreet BATRA

(91) 226623 2606 haripreet@kimeng.co.in
▪ Software

Ganesh RAM

(91) 226623 2607 ganeshram@kimeng.co.in
▪ Telecom

Gagan KWATRA

(91) 226623 2612 gagan@kimeng.co.in
▪ Small Cap

ECONOMICS

Suhaimi ILIAS

Chief Economist
(603) 2297 8682 suhaimi_ilias@maybank-ib.com
▪ Singapore | Malaysia

Luz LORENZO

(63) 2 849 8836 luz_lorenzo@maybank-atrke.com
▪ Philippines | Indonesia

Chaiyachoke SUWISUTT ANGKUL

(662) 658 6300 chaiyachoke.s@maybank-ke.co.th
▪ Thailand

SINGAPORE

Stephanie WONG *Head of Research*

(65) 6432 1451 swong@maybank-ke.com.sg
▪ Strategy

- Small & Mid Caps

Gregory YAP

(65) 6432 1450 gyap@maybank-ke.com.sg
▪ Technology & Manufacturing

- Telcos - Regional

Wilson LIEW

(65) 6432 1454 wilsonliew@maybank-ke.com.sg
▪ Hotel & Resort

- Property & Construction

James KOH

(65) 6432 1431 jameskoh@maybank-ke.com.sg
▪ Logistics

- Resources
- Consumer

YEAK Chee Keong, CFA

(65) 6433 5730 yeakcheekeong@maybank-ke.com.sg
▪ Healthcare

- Offshore & Marine

Alison FOK

(65) 6433 5745 alisonfok@maybank-ke.com.sg
▪ Services

- S-chips

Bernard CHIN

(65) 6433 5726 bernardchin@maybank-ke.com.sg
▪ Transport

- Shipping
- Aviation

INDONESIA

Katarina SETIAWAN *Head of Research*

(62) 21 2557 1125 ksetiawan@kimeng.co.id
▪ Consumer

- Strategy
- Telcos

Lucky ARIESANDI, CFA

(62) 21 2557 1127 lariesandi@kimeng.co.id
▪ Base metals

- Coal
- Heavy Equipment

Rahmi MARINA

(62) 21 2557 1128 marina@kimeng.co.id
▪ Banking

- Multifinance

Pandu ANUGRAH

(62) 21 2557 1137 panugrah@kimeng.co.id
▪ Auto

- Heavy equipment
- Plantation

Adi N. WICAKSONO

(62) 21 2557 1130 anwicaksono@kimeng.co.id
▪ Generalist

Anthony YUNUS

(62) 21 2557 1134 ayunus@kimeng.co.id
▪ Cement

Arwani PRANADJAYA

(62) 21 2557 1129 apranadjaya@kimeng.co.id
▪ Technicals

PHILIPPINES

Luz LORENZO *Head of Research*

+63 2 849 8836 luz_lorenzo@maybank-atrke.com
▪ Strategy

Laura Dy-LIACCO

(63) 2 849 8840 laura_dyliacco@maybank-atrke.com
▪ Utilities

- Conglomerates
- Telcos

Lovell SARREAL

(63) 2 849 8841 lovell_sarreal@maybank-atrke.com
▪ Consumer

- Media
- Cement

Kenneth NERECINA

(63) 2 849 8839 kenneth_nerecina@maybank-atrke.com
▪ Conglomerates

- Property
- Ports/ Logistics

Katherine TAN

(63) 2 849 8843 kat_tan@maybank-atrke.com
▪ Banks

- Construction

THAILAND

Mayuree CHOWWIKRAN *Head of Research*

(66) 2658 6300 ext 1440 mayuree.c@maybank-ke.co.th
▪ Strategy

Maria BRENDA SANCHEZ LAPIZ *Co-Head of Research*

Dir (66) 2257 0250 | (66) 2658 6300 ext 1399
Maria.L@maybank-ke.co.th

Andrew STOTZ *Strategist*

(66) 2658 6300 ext 1399
Andrew@maybank-ke.co.th

Suttatip PEERASUB

(66) 2658 6300 ext 1430 suttatip.p@maybank-ke.co.th
▪ Media

Sutthichai KUMWORACHAI

(66) 2658 6300 ext 1400 sutthichai.k@maybank-ke.co.th
▪ Energy

Termporn TANTIVAT

(66) 2658 6300 ext 1520 termporn.t@maybank-ke.co.th
▪ Property

Woraphon WIROONSRI

(66) 2658 6300 ext 1560 woraphon.w@maybank-ke.co.th
▪ Banking & Finance

Jarooppan WATTANA WONG

(66) 2658 6300 ext 1404 jarooppan.w@maybank-ke.co.th
▪ Transportation

Suchot THIRAWANNARAT

(66) 2658 6300 ext 1550 suchot.t@maybank-ke.co.th
▪ Automotive

- Construction Materials
- Soft commodity

VIETNAM

Michael KOKALARI, CFA *Head of Research*

+84 838 38 66 47 michael.kokalari@kimeng.com.vn
▪ Strategy

Nguyen Thi Ngan Tuyen

+84 844 55 58 88 x 8081 tuyen.nguyen@kimeng.com.vn
▪ Food and Beverage

Ngo Bich Van

+84 844 55 58 88 x 8084 van.ngo@kimeng.com.vn
▪ Banking

Nguyen Quang Duy

+84 844 55 58 88 x 8082 duy.nguyenquang@kimeng.com.vn
▪ Rubber

Dang Thi Kim Thoa

+84 844 55 58 88 x 8083 thoa.dang@kimeng.com.vn
▪ Consumer

Nguyen Trung Hoa

+84 844 55 58 88 x 8088 hoa.nguyen@kimeng.com.vn
▪ Steel

Sugar

Macro

PHỤ LỤC 1

Khuyến nghị đầu tư

Kim Eng Vietnam Research sử dụng hệ thống đánh giá như sau

MUA	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng hơn 15%
GIỮ	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng giữa -15% tới 15%
BÁN	Tổng lợi nhuận kỳ vọng trong 12 tháng dưới -15%

Áp dụng khuyến nghị đầu tư

Chuyên viên phân tích duy trì việc phân tích các cổ phiếu và danh sách cổ phiếu có thể được điều chỉnh tùy theo yêu cầu từng thời điểm. Khuyến nghị đầu tư chỉ áp dụng cho các cổ phiếu trong danh sách. Báo cáo về các công ty không nằm trong danh sách sẽ không thực hiện định giá và khuyến nghị.

Một số từ viết tắt thông thường (khi được sử dụng trong báo cáo)

Adex = Advertising Expenditure (chi phí quảng cáo)	FCF = Free Cashflow (dòng tiền tự do)	PE = Price Earnings (Giá / lợi nhuận trên mỗi cổ phần)
BV = Book Value (giá trị sổ sách)	FV = Fair Value (Giá trị thị trường)	PEG = PE Ratio To Growth (hệ số PE tăng trưởng)
CAGR = Compounded Annual Growth Rate (tăng trưởng kép)	FY = Financial Year (Năm tài khóa)	PER = PE Ratio (Hệ số P/E)
Capex = Capital Expenditure (đầu tư TSCD)	FYE = Financial Year End (kết thúc năm tài khóa)	QoQ = Quarter-On-Quarter (so với quý trước)
CY = Calendar Year (Năm theo dương lịch)	MoM = Month-On-Month (so với tháng trước)	ROA = Return On Asset (tỷ suất lợi nhuận trên tổng tài sản)
DCF = Discounted Cashflow (chiết khấu dòng tiền)	NAV = Net Asset Value (giá trị tài sản ròng)	ROE = Return On Equity (tỷ suất lợi nhuận trên tổng vốn)
DPS = Dividend Per Share (cổ tức 1 cổ phần)	NTA = Net Tangible Asset (giá trị tài sản hữu hình ròng)	ROSF = Return On Shareholders' Funds (tỷ suất lợi nhuận trên VCSH)
EBIT = Earnings Before Interest And Tax (Lợi nhuận trước thuế và lãi vay)	P = Price (giá)	WACC = Weighted Average Cost Of Capital (Chi phí vốn bình quân)
EBITDA = EBIT, Depreciation And Amortisation (Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao)	P.A. = Per Annum (hàng năm)	YoY = Year-On-Year (so với cùng kỳ năm trước)
EPS = Earnings Per Share (Lợi nhuận 1 cổ phần)	PAT = Profit After Tax (Lợi nhuận sau thuế)	YTD = Year-To-Date (lũy kế từ đầu năm đến ngày hiện tại)
EV = Enterprise Value (giá trị doanh nghiệp)	PBT = Profit Before Tax (Lợi nhuận trước thuế)	

PHỤ LỤC 1: 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 Kim Eng, 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, sự 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 nội dung trong bất cứ hình thức nào và giữ lại mọi thông tin trong nội dung như thông tin độc 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 thể 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.

 **Malaysia**
Maybank Investment Bank Berhad
 (A Participating Organisation of
 Bursa Malaysia Securities Berhad)
 33rd Floor, Menara Maybank,
 100 Jalan Tun Perak,
 50050 Kuala Lumpur
 Tel: (603) 2059 1888;
 Fax: (603) 2078 4194

Stockbroking Business:
 Level 8, Tower C, Dataran Maybank,
 No.1, Jalan Maarof
 59000 Kuala Lumpur
 Tel: (603) 2297 8888
 Fax: (603) 2282 5136

 **Philippines**
**Maybank 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

 **South Asia Sales Trading**
 Connie TAN
 connie@kimeng.com
 Tel: (65) 6333 5775
 US Toll Free: 1 866 406 7447

 **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

 **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

 **Thailand**
**Maybank 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)

 **North Asia Sales Trading**
 Eddie LAU
 eddielau@kimeng.com.hk
 Tel: (852) 2268 0800
 US Toll Free: 1 866 598 2267

 **London**
**Maybank 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

 **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

 **Vietnam**
In association with
**Kim Eng Vietnam Securities
 Company**
 1st Floor, 255 Tran Hung Dao St.
 District 1
 Ho Chi Minh City, Vietnam

 Tel: (84) 844 555 888
 Fax: (84) 838 38 66 39

 **New York**
**Maybank Kim Eng Securities
 USA Inc**
 777 Third Avenue, 21st Floor
 New York, NY 10017, U.S.A.

 Tel: (212) 688 8886
 Fax: (212) 688 3500

 **India**
Kim Eng Securities India Pvt Ltd
 2nd Floor, The International 16,
 Mahārishi Karve Road,
 Churchgate Station,
 Mumbai City - 400 020, India

 Tel: (91).22.6623.2600
 Fax: (91).22.6623.2604

 **Saudi Arabia**
In association with
Anfaal Capital
 Villa 47, Tujjar Jeddah
 Prince Mohammed bin Abdulaziz
 Street P.O. Box 126575
 Jeddah 21352

 Tel: (966) 2 6068686
 Fax: (966) 26068787

www.maybank-ib.com | www.kimengresearch.com.sg

PHỤ LỤC 1

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 HẠN QUỐC, HOẶC CUNG CẤP CHO BẤT KỲ NGƯỜI HẠN QUỐC NÀO. VIỆC VI PHẠM NHỮNG QUY ĐỊNH NÀY CỨNG LÀ VI PHẠM LUẬT CHỨNG KHOÁN HẠN 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 CỨNG 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 3/2/2012, 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.