

# TCT Dung dịch Khoan và Hóa phẩm Dầu khí (PVC)

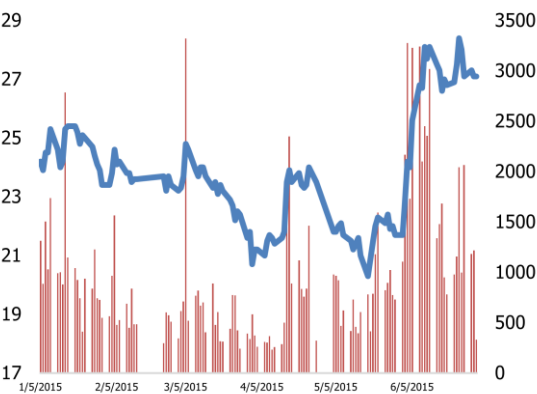
## Báo cáo phân tích 30/06/2015

Khuyến nghị	<b>MUA</b>
Giá mục tiêu (VND)	42.500
Tiềm năng tăng giá	56,8%
Cổ tức (VND)	1.200
Lợi suất cổ tức	4,4%

## Thông tin cổ phiếu, ngày 30/06/2015

Giá hiện tại (VND)	27.100
Số lượng CP niêm yết	50.000.000
Số lượng CP lưu hành	50.000.000
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	1.355
Khoảng giá 52 tuần	13.600 – 44.800
KLGD TB 12 tháng	1.168.485
% sở hữu nước ngoài	12,06%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49%
Số lượng được phép sở hữu	24.500.000
Số lượng còn được phép mua	18.471.037

## Biến động giá trong 6 tháng



## Liên hệ

Chuyên viên phân tích cao cấp  
Phí Quốc Tuấn

Email: [tuan.phiquoc@mbs.com.vn](mailto:tuan.phiquoc@mbs.com.vn)

Tel: +84 943069690

## Số lượng giếng dầu sẽ được khoan nhiều hơn trong tương lai

	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
Doanh thu	4.312	3.774	3.849	4.536	4.626
LNST	212	164	171	213	220
EPS	4.217	3.286	3.413	4.258	4.399
BVPS	19.406	22.168	26.156	31.379	36.808
ROE	23,2%	15,8%	14,1%	14,8%	12,9%
PE	6,5x	8,3x	8,0x	6,4x	6,2x
PB	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x	0,7x

Đơn vị: tỷ VND (trừ dữ liệu trên mỗi phần)

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

**Chúng tôi xác định giá mục tiêu đối với cổ phiếu PVC của TCT Dung dịch Khoan và Hóa phẩm Dầu khí là 42.500 đồng/cổ phiếu, cao hơn hiện tại 56,8% dựa vào các luận điểm sau:**

- Độc quyền trong lĩnh vực cung cấp dung dịch khoan**  
 PVC hiện tại là sở hữu 100% thị trường dịch vụ dung dịch khoan dầu khí thông qua hai công ty là DMC WS (100% sở hữu) và MI – VN (51% sở hữu). Tổng doanh thu của công ty này đóng góp đến 60% doanh thu và 95% lợi nhuận hợp nhất cho PVC.
- Lợi nhuận từ dịch vụ cung cấp dung dịch khoan dần được chuyển dịch sang lợi ích cổ đông Công ty mẹ**  
 Mặc dù chỉ đóng góp 37,7% doanh thu và 24,1% lợi nhuận của PVC trong dịch vụ dung dịch khoan, DMC WS tăng trưởng với tốc độ tăng trưởng gộp doanh thu và lợi nhuận lần lượt là 55,6% và 130% trong giai đoạn 2010-2014 (công ty được thành lập năm 2010). Chúng tôi tin rằng, DMC WS có thể thành được thị phần lớn hơn trong tương lai và đóng góp vào sự tăng trưởng của PVC.
- Khối lượng công việc được đảm bảo trong vòng 10 năm**  
 Tiềm năng tăng trưởng trong vòng các năm tới của PVC đến từ dự án Lô B – Ô Môn dự kiến triển khai giai đoạn 2017-2018. Việc dự án đi vào hoạt động sẽ tạo nguồn công việc ổn định cho PVC trong vòng 10 năm. Chúng tôi ước tính sẽ có khoảng 150 giếng dầu cần đến dịch vụ dung dịch khoan của PVC khi dự án đi vào triển khai, cao hơn 25% so với năm 2014.

## ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi định giá mục tiêu của cổ phiếu PVC là 42.500 đồng, cao hơn 56.8% giá hiện tại dựa trên phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFE. Giá mục tiêu tương đương với mức PE là 12,9x, 12,5x và 10x dựa trên EPS ước tính cho năm 2015, 2016, 2017.

## RỦI RO ĐẦU TƯ CHÍNH

- Rủi ro giá dầu giảm**  
 Giá dầu giảm mạnh tác động đến giá cả các dịch vụ dầu khí kèm theo nói chung bao gồm dịch vụ cung cấp bởi PVC. Tuy nhiên, theo chúng tôi, rủi ro này đã giảm bớt phần nào khi hiện tại, giá dầu đã dần đi vào giai đoạn ổn định.
- Tri hoãn đầu tư dự án của chủ đầu tư**  
 Dự án lô B Ô Môn có tác động rất lớn đến hoạt động kinh doanh trong những năm tới. Nếu dự án được tiến hành chậm hơn dự kiến, lợi nhuận của PVC trong những năm sau sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, theo chúng tôi khả năng chậm tiến độ là không lớn khi mà tỷ trọng đóng góp của PVN trong GDP và ngân sách nhà nước là rất lớn. Ngoài ra, dự án Lô B đóng vai trò quan trọng trong việc đóng góp tăng trưởng GDP và cân bằng cung cầu khi mà mỏ Bạch Hổ đang dần cạn kiệt nhanh chóng.

## LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

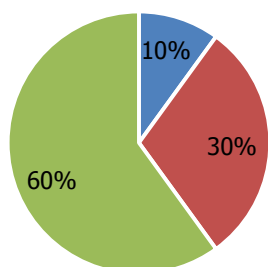
### Lợi nhuận phần lớn đến từ hoạt động cung cấp dung dịch khoan

Cơ cấu doanh thu Công ty bao gồm ba mảng hoạt động chính là:

- Lĩnh vực sản xuất: công ty sản xuất các sản phẩm hóa chất phục vụ khai thác dầu khí như: Barite, Bentonite, Xi măng G, CaCO<sub>3</sub>... Hoạt động này hiện tại chiếm khoảng 10-15% doanh thu hợp nhất của PVC.
- Lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật: bao gồm dịch vụ dung dịch khoan, dịch vụ hỗ trợ khai thác dầu khí, dịch vụ làm sạch bể chứa, dịch vụ xử lý môi trường. Hoạt động này chiếm khoảng 60% doanh thu hợp nhất của PVC.
- Lĩnh vực kinh doanh: Công ty phân phối các sản phẩm Polypropylene (BSR), Polyester (Đình Vũ) và nhập khẩu kinh doanh các sản phẩm như nhựa đường, lưu huỳnh. Hoạt động này chiếm khoảng 30% doanh thu hợp nhất của PVC.

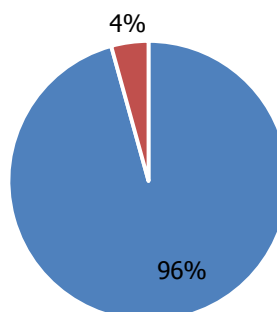
PVC nắm 100% thị phần cung cấp dịch vụ dung dịch khoan trong nước. 60% doanh thu và 95% lợi nhuận của PVC đến từ hoạt động này.

Cơ cấu doanh thu



- Lĩnh vực sản xuất
- Lĩnh vực kinh doanh
- Dịch vụ kỹ thuật

Cơ cấu lợi nhuận



- Dịch vụ kỹ thuật đầu khí
- Dịch vụ khác

(Nguồn: PVC)

Mặc dù cơ cấu doanh thu có tỷ trọng lớn đến từ lĩnh vực kinh doanh và lĩnh vực sản xuất, tuy nhiên phần lớn lợi nhuận của PVC lại đến từ hoạt động dịch vụ dung dịch khoan, cụ thể ở đây là từ hai công ty con là Công ty MI Việt Nam và công ty DMC WS. Hiện tại, PVC chiếm 100% thị phần mảng dịch vụ cung cấp dung dịch khoan và xử lý giếng khoan tại thị trường Việt Nam. Tỷ trọng đóng góp của MI VN và WS trong doanh thu hợp nhất và lợi nhuận hợp nhất lần lượt là 45% và 95,7%. Như vậy, mặc dù vẫn chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu nhưng chưa thực sự đạt hiệu quả, chỉ đóng góp 5% lợi nhuận cho PVC.

Công ty	Sở hữu	Doanh thu 2014	Doanh thu 2013	Lợi nhuận 2014	Lợi nhuận 2013
Công ty mẹ		1.574	1.779	136	102
DMC MB	95,72%	242	242	5.2	6.4
DMC MN	75,42%	482	414	0.47	-6.4
DMC MT	90,14%	275	329	0.079	0.039
DMC WS	100%	1075	512	75.9	18.8
MI VN	51%	1776	1205	239	164
Hợp nhất (*)		4331	3615	329	157

(\*) trước cổ đông thiểu số; đơn vị: tỷ VND

(Nguồn: PVC, MBS Research)

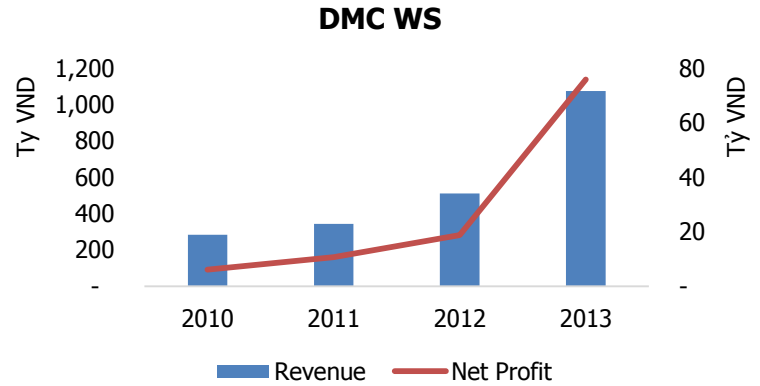
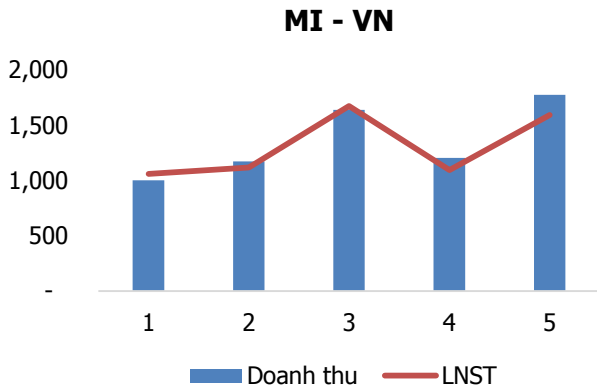
### Lợi nhuận được chuyển dịch dần sang công ty mẹ

Về cơ cấu sở hữu các công ty con, hiện tại PVC sở hữu 51% của MI VN và 100% của DMC WS.

- MI – VN là Công ty liên doanh của DMC và M-I SWACO - thành viên của Tập đoàn Schlumberger (Mỹ) hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dung dịch khoan và các dịch vụ kỹ thuật có liên quan đến các giếng khoan. Trung bình doanh thu hàng năm

của MI VN là vào khoảng 50-80 triệu USD, lợi nhuận xung quanh mức 8-11 triệu USD.

- Trong khi đó, DMC – WS là công ty 100% vốn của DMC, cũng hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dung dịch khoan, được thành lập năm tháng 9 năm 2010, sau MI – VN khá lâu.



(Nguồn: PVC)

Giai đoạn trước đây, lợi nhuận của MI Việt Nam chiếm phần lớn tỷ trọng trong lợi nhuận của PVC, tuy nhiên PVC chỉ sở hữu 51% nên phần lợi ích của cổ đông công ty mẹ PVC không cao.

Tuy nhiên, kể từ khi thành lập DMC WS với 100% vốn sở hữu, phần lợi ích từ hoạt động dung dịch khoan dần chuyển sang công ty mẹ nhiều hơn. Doanh thu của DMC WS tăng trưởng với tốc độ CAGR là 55.6% cho giai đoạn 2011-2014 trong khi lợi nhuận thuần cũng tăng trưởng với CAGR là 130%. Tỷ trọng lợi nhuận của DMC WS trong mảng dung dịch khoan năm 2014 chiếm 24,1%, cao nhất trong giai đoạn 2011-2014.

Đơn vị: triệu đồng	2011	2012	2013	2014
Lợi nhuận từ MI	167.500	251.044	164.000	239.000
Lợi nhuận từ DMC WS	6.209	10.695	18.800	75.900
Tỷ trọng lợi nhuận từ WS	3,6%	4,1%	10,3%	24,1%

(Nguồn: BC PVC)

Biên lợi nhuận thuần của MI VN ổn định ở mức 13% - 14% trong khi đó mức biên lợi nhuận thuần của WS là thấp hơn nhiều và dần được cải thiện. Việc biên lợi nhuận của WS thấp hơn so với MI được lý giải bởi nguyên nhân là giá dịch vụ của DMC WS thấp hơn so với MI.

Theo chúng tôi, động lực tăng trưởng của hoạt động hoạt động dịch vụ dung dịch khoan của PVC đến từ Công ty WS bởi:

- Thứ nhất, WS có khả năng mở rộng được ra thị trường nước ngoài. Việc PVN mở rộng khai thác dầu khí ở nước ngoài tạo điều kiện cho WS mở rộng ra các thị trường này trước tiên. Trong khi đó MI VN vẫn sẽ ổn định thị trường tại Việt Nam
- Thứ hai, giá dịch vụ của WS thấp hơn so với của MI, công ty cũng đã đạt được thị phần đáng kể chỉ sau 4 năm thành lập. Với lợi thế giá cả thấp hơn, khả năng trúng thầu của WS được chúng tôi đánh giá cao hơn.
- Thứ ba, hiện tại PVC đã phát triển các hệ dung dịch khoan thay thế cho hệ dung dịch cũ, tạo lợi thế cạnh tranh cho DMC WS về chất lượng sản phẩm.

Với động lực tăng trưởng từ WS, theo chúng tôi, lợi ích cổ đông Công ty mẹ sẽ dần lớn hơn trong miếng bánh lợi nhuận từ dịch vụ dung dịch khoan.

Biên lợi nhuận thuần	2010	2011	2012	2013	2014
MI VN	15,7%	14,3%	15,3%	13,6%	13,5%
DMC WS		2,2%	3,1%	3,7%	7,1%

(Nguồn: BCTN PVC)

Lợi nhuận từ mảng dung dịch khoan dần được chuyển dịch nhiều hơn sang Công ty mẹ khi lợi nhuận DMC WS tăng trưởng

**Khối lượng công việc được đảm bảo trong vòng 10 năm.**

Triển vọng tương lai của PVC đến từ dự án Lô B Ô Môn dự kiến được triển khai trong khai đoạn 2017-2018.

Ngày 17/6/2015, PVN đã mua lại toàn bộ phần vốn các dự án của Chevron tại Việt Nam bao gồm:

- 42,4% cổ phần tại lô B và 48/95 nâng sở hữu của PVN tại đây lên 65,9%
- 43,4% cổ phần tại bể ngoài khơi 52/97 Tây Nam Việt Nam nâng sở hữu của PVN lên 73,4%
- 28,7% cổ phần tại đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn, nâng sở hữu PVN lên 79,7%.

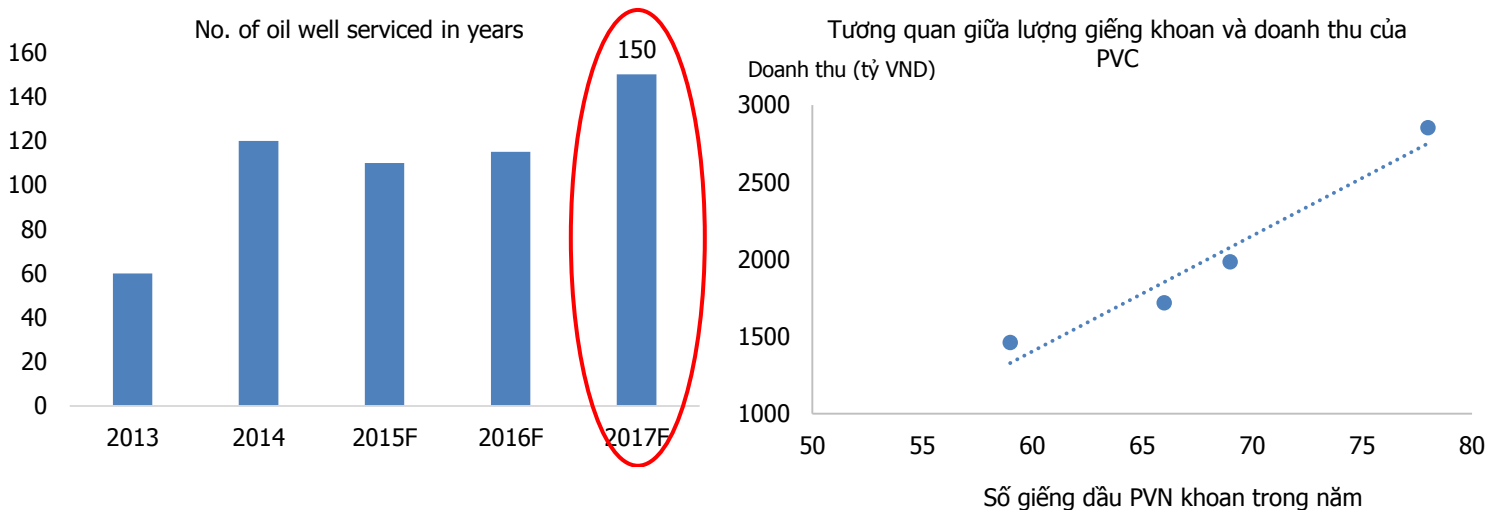
Các lô khí này được phát hiện từ năm 1996, và tuyên bố thương mại vào năm 2002 với trữ lượng ước tính là 107 tỷ m<sup>3</sup>. Dự án lô B Ô Môn sẽ vận chuyển khí từ lô B, 48/95, 52/97 vào Trung Tâm nhiệt điện Ô Môn, khu điện đạm khí Cà Mau. Mặc dù được phát hiện sớm tuy nhiên quá trình khai thác bị trì hoãn do việc không thống nhất giá khí giữa PVN và các nhà đầu tư nước ngoài. PVN muốn mua giá khí cố định theo lộ trình trong khi các bên Chevron muốn thả nổi giá khí.

Việc mua lại cổ phần này sẽ thúc đẩy quá trình đàm phán giá khí do PVN nắm quyền chi phối, dĩ sau đó là đầu tư xây dựng và khai thác mỏ.

Với kỳ vọng Lô B Ô Môn đi vào triển khai vào giai đoạn 2016-2017, nguồn công việc cho PVC sẽ là rất lớn. Dự kiến sẽ có 1000 giếng khoan phát triển trong vòng 10 năm. Ước tính trung bình có khoảng 100 giếng khoan phát triển chưa kể số lượng các giếng thăm định thăm dò mới và các giếng hoạt động được sửa chữa. Ước tính của chúng tôi trung bình một năm sẽ có khoảng 150 giếng cần tới các dịch vụ của PVC khi mà lô B Ô Môn đi vào triển khai.

Biểu đồ dưới đây cho thấy sự tương quan giữa doanh thu mảng dịch vụ dung dịch khoan và số giếng khoan mới hàng năm của PVN giai đoạn 2011-2014. Việc gia tăng số lượng giếng khoan sẽ làm gia tăng mạnh doanh thu của PVC. Ngoài ra, giá trị hợp đồng trên mỗi giếng khoan cũng giá ổn định.

*Trong năm 2014, PVC đã cung cấp dịch vụ tại 120 giếng khoan tại Việt Nam. Với kỳ vọng những năm tới, trung bình 150 giếng khoan mỗi năm sẽ được cung cấp dịch vụ bởi PVC, cao hơn 25% của năm 2014, có thể thấy tiềm năng tăng trưởng của PVC vẫn còn rất lớn.*



(Source: MBS Research)

## ĐỊNH GIÁ

Giá mục tiêu cho cổ phiếu PVC của chúng tôi là 42.500 VND/cổ phiếu, cao hơn 56,8% giá hiện tại (27.100 VND/cổ phiếu). Định giá của chúng tôi dựa vào phương pháp FCFF để phản ánh tiềm năng dài hạn của PVC.

### Phương pháp FCFF

Các giả định chính như sau:

- Doanh thu vào năm 2015 và 2016 vào khoảng 3.800 tỷ VND (ước tính dựa trên kết quả kinh doanh quý I năm 2015 và thông tin từ PVC)
- Chúng tôi kỳ vọng dự án lô B – Ô Môn sẽ thực hiện năm 2017 dựa lượng lớn công việc tại các giếng cho PVC. Chúng tôi ước tính doanh thu năm 2017 từ mảng dịch vụ khoan và khoảng 3.000 tỷ dựa vào khối lượng công việc ước tính từ các giếng khoan. Các năm tiếp theo doanh thu tăng theo lạm phát là 3%.
- Các mảng khác ước tính doanh thu trung bình là 1.500 tỷ (trung bình giai đoạn trước)
- Tỷ suất EBITDA ước tính giảm xuống mức 9,8% do giá dầu giảm (tỷ suất này bằng giá trị Quý 1 -2015)
- Tỷ lệ nợ vay /VCSH ổn định ở mức 0,42
- PVC không có đầu tư lớn trong những năm tới, tỷ lệ đầu tư / doanh thu là 1,2% (trung bình hai năm gần nhất)
- Khấu hao theo dự kiến, sử dụng phương pháp đường thẳng
- Lợi ích của cổ đông thiểu số chiếm 35% lợi nhuận sau thuế
- Tỷ lệ cổ tức là 10% năm 2015 và 12% cho các năm tiếp theo
- Tăng trưởng bền vững năm 2015 là 1%
- WACC ước tính vào khoảng 13,06% dựa trên cơ sở là lợi tức trái phiếu chính phủ kỳ hạn 5 năm là 5,5%, lợi nhuận kỳ vọng thị trường là 12,5%, độ nhạy rủi ro là 1,3.

Đơn vị: Tỷ đồng	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
Doanh thu thuần	3.774	3.849	4.536	4.626	4.688	4.751
EBITDA	370	377	445	453	459	466
Thuế TNDN	22%	22%	20%	20%	20%	20%
Khấu hao	-32	-38	-44	-50	-57	-64
(-) Chi đầu tư TSCĐ và TSDH khác	-45	-46	-55	-56	-56	-57
(-) Thay đổi VLĐ ngoài tiền mặt	109	-17	-158	-21	-14	-14
<b>FCFF</b>	<b>288</b>	<b>239</b>	<b>152</b>	<b>297</b>	<b>308</b>	<b>314</b>
WACC	13,06%					
Kỳ chiết khấu	0,75	1,75	2,75	3,75	4,75	5,75
Hệ số chiết khấu	0,91	0,81	0,71	0,63	0,56	0,49
<b>Net Present Value</b>	<b>263</b>	<b>193</b>	<b>109</b>	<b>187</b>	<b>172</b>	<b>1453</b>
Tổng PV (FCF)	<b>2.376</b>					
(+) Tiền và tương đương tiền	451					
(-) Nợ	-480					
(-) Lợi ích cổ đông thiểu số	-164					
<b>Giá trị công ty (Tỷ đồng)</b>	<b>2.184</b>					
Số lượng CP lưu hành (triệu cổ phiếu)	50					
<b>Giá trị mỗi cổ phần (VND)</b>	<b>43.672</b>					
(-) Cổ tức đã trả (VND)	1.200					
<b>Giá mục tiêu (VND)</b>	<b>42.500</b>					

### Tỷ lệ chiết khấu

Beta	1,3
Lãi suất trái phiếu kỳ hạn 5 năm	5,50%
Tỷ suất sinh lời thị trường	12,50%
<b>WACC</b>	<b>13,06%</b>

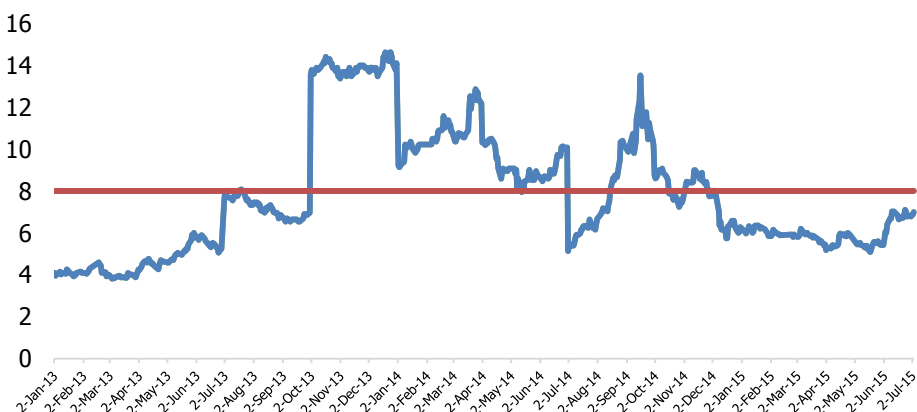
### So Sánh PE

Giá mục tiêu của chúng tôi là 42.500 cho cổ phiếu của PVC tương đương với mức PE là 10x dựa trên EPS của năm 2017.

- Mức PE hiện tại của cổ phiếu PVC là 6,8x. Giai đoạn 2013 đến nay, cổ phiếu PVC được giao dịch ở mức trung bình 8x. Trong giai đoạn EPS cao như năm 2014, PVC được giao dịch ở mức PE trung bình là 9x.
- So sánh với các công ty cùng ngành khác trong khu vực, cổ phiếu PVC với PE ước tính là 10x (trên EPS dự phóng 2017) vẫn thấp hơn khá nhiều so với mức trung vị PE của ngành là 13,8x (xem bảng dưới).

Vì vậy, theo chúng tôi, việc giao dịch với PE 10x vẫn là mức hợp lý cho cổ phiếu của PVC để phản ánh tiềm năng tăng trưởng của PVC.

Mức PE giai đoạn 2013-2015 của PVC



(Nguồn: MBS Research)

### So sánh với các công ty trong khu vực

Mã cp	Tên	Vốn hóa (triệu USD)	PE (x)	ROE
DLUM MK Equity	DELEUM BERHAD	564	10,0x	23,2%
UZMA MK Equity	UZMA BHD	641	13,8x	17,6%
PETR MK Equity	PERDANA PETROLEUM BHD	1.153	15,2x	11,6%
MJL BD Equity	MJL BANGLADESH LTD	29.234	42,7x	9,2%
MPL BD Equity	MEGHNA PETROLEUM LTD	20.972	8,9x	
<b>Trung bình</b>			<b>18,1x</b>	<b>15,4%</b>
<b>Trung vị</b>			<b>13,8x</b>	<b>14,6%</b>
PVC vn equity	Drilling Mud Joint Stock Corp	61	6,8x	23,2%

(Nguồn: Bloomberg)

### Phân tích độ nhạy

Tỷ suất EBITDA và tỷ lệ chiết khấu WACC là hai yếu tố tác động lớn nhất đến giá trị của PVC. Chúng tôi sử dụng phân tích độ nhạy để đánh giá tác động của hai yếu tố này.

		Giá cổ phiếu PVC				
		Thay đổi WACC				
		11,8%	12,4%	13,1%	13,7%	14,4%
Thay đổi EBITDA	8,9%	41.914	39.413	37.056	34.832	32.733
	9,3%	44.854	42.200	39.698	37.337	35.110
	9,8%	47.942	45.127	42.472	39.968	37.605
	10,3%	51.183	48.199	45.385	42.730	40.225
	10,8%	54.587	51.425	48.444	45.631	42.976

## Rủi ro đầu tư

### Rủi ro giá dầu

Mặc dù chiếm 100% trong lĩnh vực cung cấp dung dịch khoan, tuy nhiên, do là công ty con của PVN, nên việc giá dầu giảm tác động chung đến giá cả các dịch vụ dầu khí đi kèm nói chung và các dịch vụ của PVC nói riêng.

### Rủi ro trì hoãn đầu tư dự án Lô B – Ô Môn

Dự án Lô B – Ô Môn sẽ đóng góp lớn cho doanh thu của PVC trong những năm tới. Trong trường hợp dự án triển khai chậm hơn dự kiến, lợi nhuận của PVC có thể sẽ bị ảnh hưởng. Tuy nhiên, chúng tôi tin rằng rủi ro này là không lớn do tầm quan trọng của PVN trong đóng góp vào GDP và ngân sách nhà nước với tỷ lệ trong năm 2014 lần lượt là 21% và 19%. Việc gia tăng sản lượng khai thác là cần thiết để đạt được mức tăng trưởng GDP là 7% một năm. Mỏ Bạch Hổ, một trong những mỏ lớn nhất tại bể Cửu Long sẽ cạn kiệt và dừng sản xuất trong những năm tới dẫn đến thiếu hụt nguồn khí cho sản xuất điện và phân bón. Vì vậy, việc Lô B – Ô Môn được thực hiện sớm là cần thiết để đáp ứng nhu cầu và giúp cho duy trì tăng trưởng GDP.

### Rủi ro tỷ giá

Giá trị tài sản và nợ có gốc ngoại tệ (USD) vào cuối năm 2013 và 2014:

	Tài sản		Nợ	
	31/12/2014	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2013
	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND	Tỷ VND
Giá trị quy đổi theo VND	34,9	50,9	461,3	370,8

Độ nhạy của lợi nhuận với tỷ giá USD:

	2014	2013
	Tỷ VND	Tỷ VND
Độ nhạy của biến động tỷ giá USD đối với lợi nhuận sau thuế	-42,6	-32,0

Như vậy, với 10% đồng USD tăng giá so với đồng VND, lợi nhuận sau thuế năm 2014 của PVC giảm 43 tỷ VND. Với diễn biến tỷ giá VND tăng 3% từ đầu năm, ước tính lợi nhuận của PVC có thể bị ảnh hưởng 10 tỷ VND trong năm 2015.

**PHỤ LỤC**

<b>CĐKT (Tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015Q1</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>Tài sản ngắn hạn</b>					
Tiền & tương đương tiền	496	438	581	843	1.079
Khoản phải thu	740	855	679	693	820
Hàng tồn kho	847	754	828	845	997
Chi phí trả trước, TSNH khác	37	313	362		
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>2.121</b>	<b>2.077</b>	<b>2.119</b>	<b>2.412</b>	<b>2.934</b>
<b>Tài sản dài hạn</b>					
Tài sản cố định hữu hình	226	220	256	265	277
Tài sản cố định vô hình	25	24	24	23	22
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	15	15	0	0	0
Tài sản dài hạn khác	34	32	32	32	32
<b>Tổng tài sản dài hạn</b>	<b>312</b>	<b>305</b>	<b>325</b>	<b>333</b>	<b>344</b>
<b>Tổng tài sản</b>	<b>2.433</b>	<b>2.382</b>	<b>2.444</b>	<b>2.745</b>	<b>3.277</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>					
Phải trả người bán	507	364	464	473	557
Vay ngắn hạn	450	409	466	523	628
Nợ khác	184	330	238	243	286
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>1.141</b>	<b>1.104</b>	<b>1.168</b>	<b>1.239</b>	<b>1.471</b>
<b>Nợ dài hạn</b>					
Vay nợ dài hạn	72	71	0	0	0
Nợ dài hạn khác	0	7	0	0	0
<b>Tổng nợ dài hạn</b>	<b>72</b>	<b>78</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>1.213</b>	<b>1.182</b>	<b>1.168</b>	<b>1.239</b>	<b>1.471</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>970</b>	<b>1.008</b>	<b>1.108</b>	<b>1.308</b>	<b>1.569</b>
Vốn đầu tư của CSH và thặng dư vốn CP	500	500	500	500	500
Lợi nhuận giữ lại	352	391	589	789	1.050
Các quỹ khác	118	117	19	19	19
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số</b>	<b>213</b>	<b>164</b>	<b>166</b>	<b>196</b>	<b>236</b>
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>2.433</b>	<b>2.382</b>	<b>2.444</b>	<b>2.745</b>	<b>3.277</b>

<b>KQKD (Tỷ VND)</b>	<b>2014</b>	<b>2015Q1</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.312</b>	<b>899</b>	<b>3.774</b>	<b>3.849</b>	<b>4.536</b>
EBITDA	526	88	370	377	445
Khấu hao	-28	-8	-32	-38	-44
<b>EBIT</b>	<b>498</b>	<b>80</b>	<b>338</b>	<b>339</b>	<b>401</b>
Thu nhập tài chính	31	5	31	43	58
Chi phí tài chính	-50	-9	-44	-45	-49
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>432</b>	<b>89</b>	<b>324</b>	<b>337</b>	<b>409</b>
Thuế	-102	-21	-71	-74	-82
Lợi nhuận từ công ty liên kết	0	0	0	0	0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>330</b>	<b>68</b>	<b>253</b>	<b>263</b>	<b>328</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	-119	-27	-88	-92	-115
<b>Lợi nhuận cho cổ đông mẹ</b>	<b>212</b>	<b>40</b>	<b>164</b>	<b>171</b>	<b>213</b>
<b>EPS (VND)</b>	<b>4.217</b>	<b>797</b>	<b>3.286</b>	<b>3.413</b>	<b>4.258</b>
<b>Chỉ số tài chính</b>	<b>2014</b>	<b>2015Q1</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>Hệ số thanh khoản</b>					
Hệ số thanh toán hiện thời	1,86	1,88	1,82	1,95	1,99
Hệ số thanh toán nhanh	0,43	0,40	0,50	0,68	0,73
<b>Hệ số hoạt động</b>					
ROIC					
<b>Hệ số đòn bẩy</b>					
Hệ số nợ/EBITDA	0,99	5,45	1,26	1,39	1,41
Đòn bẩy tài chính	2,11	2,04	2,05	2,16	2,22
<b>Hệ số sinh lời</b>					
Tỷ suất EBIT/Doanh thu	11,6%	8,9%	9,0%	8,8%	8,8%
Tỷ suất lợi nhuận ròng/doanh thu	7,7%	7,5%	6,7%	6,8%	7,2%
ROA	9,1%	N/A	6,7%	6,6%	7,1%
ROE	23,2%	N/A	15,8%	14,1%	14,8%
<b>Hệ số khác</b>					
BVPS	19.406	20.155	22.168	26.156	31.379
P/E	6,5x	N/A	8,3x	8,0x	6,4x
P/B	1,4x	1,4x	1,2x	1,0x	0,9x

(Nguồn: MBS Research)



**Liên hệ**

**Research: Phí Quốc Tuấn**

Email: [tuan.phiquoc@mbs.com.vn](mailto:tuan.phiquoc@mbs.com.vn)

Tel: +84 943069690

**Institutional Sales: Gordon Edward Alexander**

Email: [Gordon.Edward@mbs.com.vn](mailto:Gordon.Edward@mbs.com.vn)

Tel: +84 904 017 141

**Hệ Thống Khuyến Nghị:** Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

**Xếp hạng** **Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại**

MUA >=20%

KHẢ QUAN Từ 10% đến 20%

PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG Từ -10% đến +10%

KÉM KHẢ QUAN Từ -10% đến - 20%

BÁN <= -20%

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)**

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư, và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP. HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác. Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp. Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC) và Công ty CP Việt R.E.M.A.X (Viet R.E.M), MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

**MBS tự hào được nhìn nhận là:**

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán; và
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

**MBS HỘI SỞ**

Tòa nhà MB, số 3 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)

**Tuyên bố miễn trách nhiệm:** Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.