

**ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ**

**ĐỒ THỊ GIAO DỊCH**



**KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ**

Quan điểm đầu tư	Mua Mạnh
Giá kỳ vọng	44,100
Giá thị trường	30,000
Triển vọng 3 tháng	Tăng
Triển vọng 6 tháng	Tăng
Triển vọng 12 tháng	Tăng

**THÔNG TIN GIAO DỊCH**

CPLH hiện tại (triệu cp)	446.7
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	12,909
Tổng giá trị sổ sách (tỷ)	8,442
Sở hữu nước ngoài (%)	14.93%
Giá hiện tại (đ/cp)	28,700
KLTB 10 ngày (cp)	639,342
Giá thấp nhất 52T (đ)	13,000
Giá cao nhất 52T (đ)	31,200
+/- 7 ngày qua	+2.86%
+/- 1 tháng qua	+3.23%

- ❖ PVS là doanh nghiệp lớn nhất chuyên cung cấp các dịch vụ kỹ thuật cho ngành công nghiệp dầu khí Việt Nam. PVS đang tăng cường đầu tư, nâng cấp, mở rộng các dịch vụ cung cấp nhằm đáp ứng nhu cầu tăng trưởng của ngành dầu khí. Giá cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí tăng do ảnh hưởng từ xu hướng tăng chung của khu vực và nhu cầu khai thác dầu khí.
- ❖ PVS phát triển thị trường ra nước ngoài đang thu được những kết quả khả quan như PVS thắng thầu quốc tế tàu dịch vụ đi Malaysia (4 tàu), tàu nhà ở Accommodation Barge đi Myanmar; tàu địa chấn đi làm dịch vụ quốc tế liên tục và tham gia một số dự án thầu EPC như HRD cho ONGC India, Dự án EPCC MLS cho Total Brunei... . Đồng thời việc đẩy mạnh hợp tác liên doanh, liên kết với các công ty nước ngoài cũng tạo điều kiện thuận lợi cho việc mở rộng thị trường ra nước ngoài.
- ❖ Năm 2013 kết quả kinh doanh được cải thiện rõ rệt khi DTT tăng 3.23% đồng thời GVHB giảm nhẹ 0.64% do kiểm soát được tốt chi phí trong 2 hoạt động chính của doanh nghiệp là cung cấp dịch vụ cơ khí dầu khí và dịch vụ cung ứng tàu kỹ thuật dầu khí, dẫn đến LNST tăng mạnh 28.94%. Việc tái cơ cấu tiếp tục diễn ra mạnh mẽ hơn trong 2 năm tiếp theo khi đề án tái cơ cấu giai đoạn 2012- 2015 của Tập đoàn Dầu khí bước vào giai đoạn cuối.
- ❖ Năm 2014, BSC dự báo doanh PTSC có khả năng đạt 26,900 tỷ doanh thu, tăng 6.2% so với năm 2013 và lợi nhuận sau thuế ước đạt 1,600 tỷ đồng nhờ sự tăng trưởng mạnh của hoạt động FSO/FPSO khi bắt đầu thực hiện hợp đồng cho thuê FPSO Lam Sơn. Ngoài ra kết quả trên chưa tính đến khả năng hoàn nhập dự phòng từ dự án Ethanol Dung Quất (492 tỷ) trong năm 2014, mang lại thu nhập bất thường, cải thiện mạnh mẽ lợi nhuận 2014 cho doanh nghiệp.

**Quan điểm đầu tư:** PVS là cổ phiếu rất đáng quan tâm của ngành dầu khí, có quy mô lớn thứ 2 trong ngành, cùng với các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh ROA, ROE thuộc nhóm tốt nhất của ngành. Tuy nhiên xét về giá cổ phiếu, PVS hiện vẫn nằm trong nhóm có P/E và P/B thấp nhất của ngành dầu khí. Trên cơ sở đánh giá tiềm năng tăng trưởng trong năm 2014, sử dụng 2 phương pháp định giá so sánh là P/E và P/B tham chiếu các công ty dịch vụ dầu khí tại khu vực châu Á, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của PVS là 44,100. **Chúng tôi cho rằng PVS là một cổ phiếu đáng quan tâm cho cả việc trading ngắn hạn hay đầu tư dài hạn. Khuyến nghị mua mạnh PVS với giá mục tiêu 44,100 đồng/cp trong kỳ đầu tư 12 tháng.**

Trợ lý phân tích  
Vũ Thu Hà

Email: [havt@bsc.com.vn](mailto:havt@bsc.com.vn)

Chuyên viên phân tích Kỹ thuật  
Nguyễn Biên Phòng

Email: [Phongnb@bsc.com.vn](mailto:Phongnb@bsc.com.vn)

Các chỉ tiêu tài chính	2009	2010	2011	2012	2013
Doanh thu thuần (tỷ đ)	10,679.75	16,879.61	24,312.61	24,590.71	25,385.83
% tăng trưởng y-o-y	23.16%	58.05%	44.04%	1.14%	3.23%
Tổng tài sản (tỷ đ)	12,401	17,513	23,546	21,223	23,821
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	3,498.48	3,525.27	5,913.48	6,245.92	8,216.68
CPLH bình quân (Triệu cp)	274.7	376.67	373.91	446.7	446.7
LN sau thuế (tỷ đ)	574.09	926.39	1,442.10	1,262.60	1,627.94
% tăng trưởng y-o-y	6.86%	61.37%	55.67%	-12.45%	28.94%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	3,319	4,658	4,973	3,756	3,394
Giá trị sổ sách (đ/cp)	12,924.24	9,359.27	15,815.32	13,982.34	18,394.17
Lợi nhuận gộp biên	9.49%	6.92%	8.07%	6.96%	10.45%
ROS	5.38%	5.49%	5.93%	5.13%	6.41%
ROE	16.41%	26.28%	24.39%	20.21%	19.81%
ROA	4.63%	5.29%	6.12%	5.95%	6.83%

Nguồn: BCTC PVS



## TRIỂN VỌNG NGÀNH DỊCH VỤ DẦU KHÍ

### Danh sách các nhà máy lọc dầu mới

Nhà máy lọc (hóa) dầu	Công suất (triệu tấn/năm)	Tiến trình	Dự kiến hoàn thành
Dung Quất	10	2015 khởi công	2018-2020
Nghi Sơn	10	Đã khởi công	2017
Nhơn Hội	33	Triển khai lập dự án đầu tư 15/8/2013; khởi công 2016	2019
Vùng Rô	8	Đã ký HĐ tổng thể	2018
Long Sơn	8	Hoàn tất thu xếp tài chính cuối 2014	2020-2030
Nam Vân Phong	10	Tìm đối tác	sau 2020
Tổng	79		

**Ngành dầu khí toàn cầu có cơ hội phục hồi, đặc biệt là tại châu Á**, nhu cầu dầu khí đang tăng lên dẫn đến nhu cầu khai thác và các dịch vụ đi kèm. Giá các dịch vụ dầu khí đang tăng lên do hoạt động, thăm dò khai thác mở đang được đẩy mạnh trong khu vực.

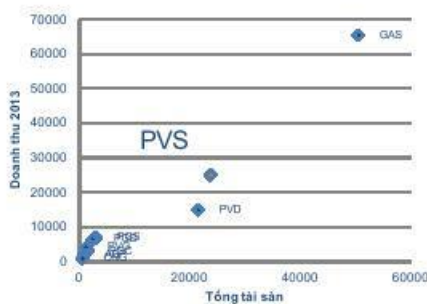
- Theo dự báo của cơ quan đánh giá tín nhiệm Moody Investor Service, thu nhập trước lãi, thuế và khấu hao (EBITDA) của ngành dầu khí châu Á sẽ tăng hơn 5%. Việc gia tăng đầu tư khoan, thăm dò, khai thác các mỏ mới sẽ cải thiện doanh thu và lợi nhuận của các công ty trong ngành.
- Sản xuất khí đốt sẽ tiếp tục tăng trưởng khi nhu cầu cho nhiên liệu này tăng cao cùng với sự hồi phục sản xuất kinh doanh của các khách hàng lớn như sản xuất vật liệu xây dựng, chế biến thực phẩm... đồng thời nhu cầu khí đốt của người dân cũng tăng lên khi thời tiết ngày càng khắc nghiệt.

**Ngành dầu khí Việt Nam sẽ tiếp tục tăng trưởng.** PVN tăng 33% vốn đầu tư so với năm 2013 lên 101.6 nghìn tỷ đồng cho thấy việc chú trọng đầu tư phát triển của Tập đoàn đặc biệt là gia tăng đầu tư khoan, thăm dò, khai thác các mỏ mới. Nhiều nhà máy lọc dầu sẽ được xây mới và mở rộng, và Việt Nam sẽ trở thành trung tâm lọc dầu của Châu Á. Việc tái cấu trúc trong tập đoàn Dầu khí sẽ diễn ra mạnh mẽ hơn khi càng gần với ngày kết thúc đề án tái cấu trúc tập đoàn Dầu Khí giai đoạn 2012-2015.

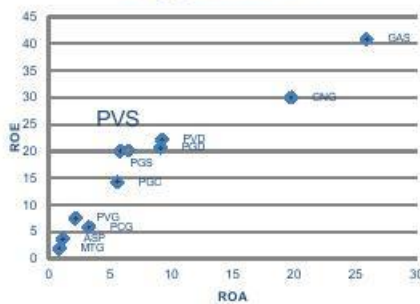
- Theo báo cáo của BMI, trữ lượng dầu ở Việt Nam từ 2014 được dự đoán sẽ tăng lên 0.5% từ 44000 triệu thùng lên 44200 triệu thùng. Nguyên nhân một phần từ việc thăm dò thành công tại giếng khoan SV-6 lỗ 15-1 bể Cửu Long của Perenco, dự kiến sẽ cung cấp hơn 10 nghìn thùng/ ngày. Trữ lượng khí thiên nhiên cũng được dự đoán sẽ tăng lên 0.2%.
- Năm 2014, BMI dự báo sản xuất dầu của Việt Nam sẽ tăng khoảng 4.8% lên 398.2 nghìn thùng/ngày và nhu cầu tiêu thụ dầu sẽ tăng khoảng 5% lên 416.5 nghìn thùng/ngày.

## SO SÁNH PVS VỚI CÁC DOANH NGHIỆP TRONG NGÀNH DẦU KHÍ VIỆT NAM

Quy mô các doanh nghiệp dầu khí



Hiệu quả kinh doanh của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí 2013



Định giá các cổ phiếu dầu khí của thị trường hiện tại



- Xét theo quy mô:** PVS có quy mô doanh thu và tổng tài sản xếp thứ 2 trong ngành dầu khí niêm yết, chỉ sau GAS.
- Xét theo hiệu quả kinh doanh:** PVS xếp thứ 5 về kết quả kinh doanh năm 2013, và nằm trong top 5 công ty có quy mô ROE và ROA lớn nhất của ngành.
- Xét theo định giá:** PVS hiện vẫn nằm trong nhóm có P/E và P/B thấp nhất của ngành. Đặc biệt là chỉ số P/E dưới 10 trong khi EPS thuộc nhóm cao trong ngành dầu khí niêm yết.

### Phân tích rủi ro:

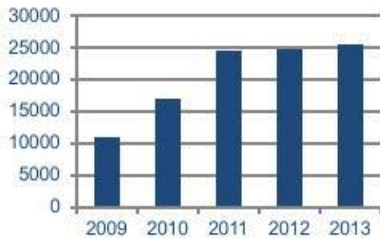
- Chậm tiến độ các dự án:** với khối lượng công việc lớn, thời gian thi công gấp rút, hoạt động của PTSC luôn tiềm ẩn rủi ro từ việc chậm tiến độ các dự án.
- Rủi ro thời tiết:** thời tiết xấu không những ảnh hưởng đến tiến độ thi công các dự án của doanh nghiệp mà còn ảnh hưởng đến chất lượng cung cấp dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng ROV.
- Rủi ro tỷ giá:** công ty thực hiện nhiều giao dịch có gốc ngoại tệ nên rủi ro tỷ giá là một trong những rủi ro trọng yếu của công ty. Theo phân tích độ

nhạy. thì tính đến hết Q2.2013, nếu tỷ giá tăng 5% thì lợi nhuận trước thuế của doanh nghiệp sẽ tăng hơn 117 tỷ đồng. Tuy nhiên, với chính sách tiếp tục ổn định vĩ mô trong năm 2014 thì rủi ro tỷ giá đối với doanh nghiệp sẽ không đáng kể.

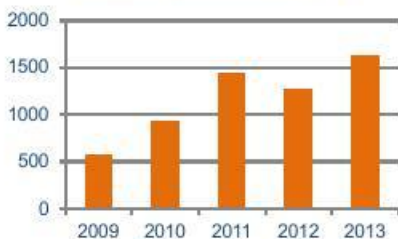
- **Rủi ro vận hành:** với số lượng 20 tàu dịch vụ dầu khí, 3 tàu khảo sát địa chấn và 3 thiết bị ROV được hoạt động tương đối liên tục cần tính đến rủi ro khi doanh nghiệp phải tiến hành bảo dưỡng, sửa chữa tàu và thiết bị máy móc.

**HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT VÀ KINH DOANH**

Doanh thu thuần (tỷ đ)



Lợi nhuận sau thuế (tỷ đ)



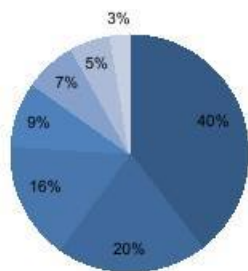
**PVS là doanh nghiệp chuyên cung cấp các dịch vụ kỹ thuật cho ngành công nghiệp dầu khí lớn nhất Việt Nam.** PTSC chủ yếu cung cấp các dịch vụ được sắp xếp theo mức độ đóng góp vào doanh thu như sau:

1. Dịch vụ cơ khí dầu khí
2. Dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng
3. Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng ROV
4. Dịch vụ vận hành, bảo dưỡng (O&M), vận chuyển, lắp đặt, đầu nối, chạy thử, sửa chữa các công trình dầu khí
5. Dịch vụ căn cứ cảng
6. Dịch vụ kho nổi chứa xử lý và xuất dầu thô.

**Năm 2013 kết quả kinh doanh được cải thiện rõ rệt:** năm 2013 DTT tăng 3.23% và LNST tăng mạnh 28.94% Nguyên nhân chủ yếu là do kiểm soát được tốt chi phí trong 2 hoạt động chính của doanh nghiệp là cung cấp dịch vụ cơ khí dầu khí và dịch vụ cung ứng tàu kỹ thuật dầu khí. Tuy nhiên, trong năm 2013, do doanh nghiệp không có các khoản hoàn nhập dự phòng bảo hành như các năm trước nên thu nhập khác của doanh nghiệp giảm đến 81.12%.

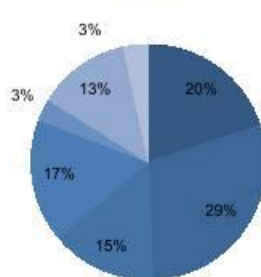
**Năm 2013, PTSC thực hiện tái cơ cấu mạnh mẽ** khi giải thể Công ty TNHH MTV Cảng dịch vụ Dầu khí Quảng Bình; rút vốn tại 2 công ty CTCP Điện tử, Viễn thông và Tự động hóa Dầu khí (PAIC) và CTCP Dầu khí Đầu tư khai thác cảng Phước An (PAP) và chuyển đổi CTCP PTSC Quảng Ngãi thành chi nhánh của PTSC, chuyển đổi CTCP Khách sạn Dầu khí và CTCP PTSC M&C thành công ty TNHH MTV. Đồng thời cơ cấu cán bộ cao cấp cũng có nhiều thay đổi như thay đổi thành viên HĐQT, thành viên Ban kiểm soát và phó tổng giám đốc.

Cơ cấu doanh thu năm 2013



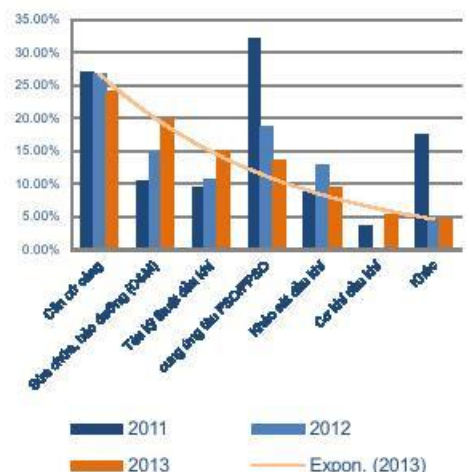
- Cơ khí dầu khí
- Tàu kỹ thuật dầu khí
- Khảo sát dầu khí
- Sửa chữa, bảo dưỡng (O&M)
- Khác
- Căn cứ cảng
- cung ứng tàu FSO/FPSO

Cơ cấu lợi nhuận gộp năm 2013

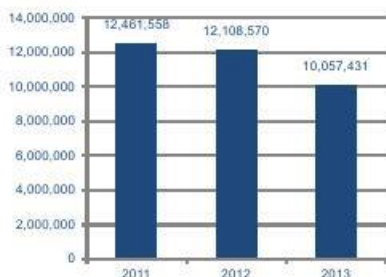


- Cơ khí dầu khí
- Tàu kỹ thuật dầu khí
- Khảo sát dầu khí
- Sửa chữa, bảo dưỡng (O&M)
- Khác
- Căn cứ cảng
- cung ứng tàu FSO/FPSO

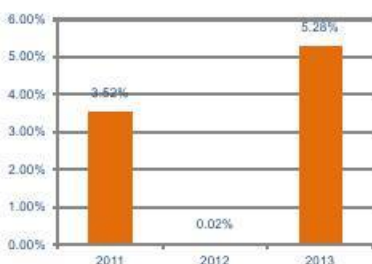
Biên lợi nhuận



Doanh thu dịch vụ cơ khí dầu khí (tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp dịch vụ cơ khí dầu khí (%)



Các dự án thực hiện năm 2014

Tên dự án	Giá trị dự án	Chủ đầu tư	Thời gian thực hiện
Dự án Nhà máy Lọc hóa Dầu Nghi Sơn	2,245 tỷ đồng	PVN	27/01/2013 đến 27/08/2014
Dự án Sừ Tủ Nâu	160 triệu USD	Cửu Long JOC	T3/2-2013 đến T9/2014
Dự án Sừ Tủ Vàng Tây Nam	N/A	Cửu Long JOC	Q1 & II/2014
Trung tâm HEERA (HRD)		ONGC (Ấn Độ)	01/06/2013 đến 28/10/2014
Hàm Rông - Thái Bình	48 triệu USD	PV Gas	05/11/2012 đến QIII/2014
Nhà máy nhiệt điện Long Phú 1	1.2 tỷ USD	PVN	27/12/2013 đến T5/2018.
Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1	800 triệu USD	PVN	18/07/2011 đến Q1/2015

### 1. Dịch vụ Cơ khí Dầu khí (chiếm 40% Doanh thu thuần)

PTSC hiện là đơn vị lớn nhất cung cấp dịch vụ cơ khí Dầu khí của Việt Nam, được bình chọn là nhà thầu EPC tốt nhất khu vực châu Á năm 2013. PTSC chuyên thực hiện các dự án EPC/EPIC/EPIC chế tạo, vận chuyển, lắp đặt, chạy thử giàn khoan, chân đế giàn khoan, các cấu kiện, thiết bị dầu khí, các công trình dầu khí ngoài khơi, trên bờ. PTSC hiện có một công trường thi công tại Vũng Tàu với diện tích gần 23,6 ha, hệ thống cầu cảng, đường trượt 25.000 tấn.

Áp lực cạnh tranh trong nước không đáng kể do 2 đối thủ chính là PTSC-MS (PXS) và PV- Ship Yard là 2 doanh nghiệp nhỏ cùng thuộc tập toàn dầu khí và PVS nắm giữ 28.75% cổ phần của PV-Ship Yard.

**Doanh thu giảm nhưng biên lợi nhuận cải thiện mạnh mẽ.** Doanh thu từ dịch vụ cơ khí dầu khí đã giảm đến 16.94%. Tuy nhiên biên lợi nhuận đã tăng trở lại từ gần như bằng 0 (0.02%) trong năm 2012 (do ghi nhận khoản lỗ 492 tỷ từ dự án EPC nhà máy Etthanol Dung Quất) lên 5.82%. Đây là hoạt động mang lại biên lợi nhuận thấp nhất trong các hoạt động của PTSC (thấp hơn biên lợi nhuận của đối thủ cạnh tranh là PTSC-MS có biên lợi nhuận gộp lên đến hơn 20%). Nguyên nhân do việc giảm giá dịch vụ để cạnh tranh trong các gói thầu cung cấp dịch vụ nước ngoài.

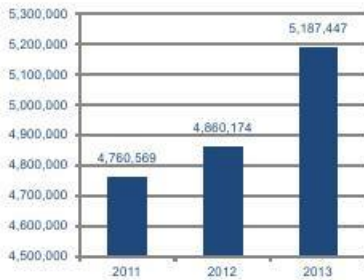
#### Triển vọng 2014:

- **Tiếp tục được thực hiện dự án nhà máy nhiệt điện Long Phú 1:** sau khi bị tạm dừng vào 07/05/2013 do Bộ kế hoạch và đầu tư nhận định "PTSC chưa có kinh nghiệm làm tổng thầu EPC dự án nhà máy nhiệt điện than", đến ngày 27/12/2013, tổ hợp nhà thầu liên danh Power Machines – BTG s.r.o – PTSC đã được chính thức ký hợp đồng EPC Dự án Nhiệt điện Long Phú 1 với PVN đã thể hiện nỗ lực của PTSC để giải quyết khó khăn, lấy lại niềm tin của chính phủ đồng thời việc tiếp tục được thực hiện dự án sẽ giúp giải quyết khoản phải thu hơn 500 tỷ của dự án tồn đọng từ năm 2012.
- **PTSC vẫn tiếp tục đầu tư cho hoạt động môi nhện** của công ty khi năm 2013 tài sản và nợ phải trả bộ phận của dịch vụ này tăng lần lượt là 14% và 25%.
- **PTSC đang đẩy mạnh mở rộng hoạt động ra thị trường nước ngoài và đã thu được những kết quả khả quan** minh chứng là dự án Heera Development với chủ đầu tư ONGC/ AFCONS của Ấn Độ và dự án Maharaja Lela South (MLS) ngoài khơi Brunei với chủ đầu tư Total E&P Borneo B.V. Đồng thời PTSC cũng đã ký kết hợp đồng hợp tác với công ty TNHH Xây dựng ngoài khơi Swiber của Singapore trong dự án lắp đặt đường ống và giàn khoan cho dự án Sừ Tủ Nâu

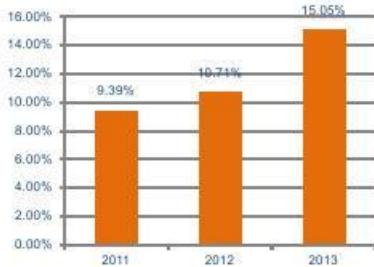
*Chúng tôi dự đoán doanh thu từ hoạt động cơ khí dầu khí sẽ được cải thiện trong năm 2014, ước tính đạt 10.560 tỷ nhờ việc tiếp tục thực hiện dự án nhà máy điện Long Phú 1 và dự án Sừ Tủ Vàng Tây Nam. Đồng thời, biên lợi nhuận của hoạt động này sẽ tiếp tục tăng nhẹ lên 5.73% nhờ việc kiểm soát tốt chi phí nguyên vật liệu.*



Doanh thu dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng (tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng (%)



## 2. Dịch vụ Cung ứng tàu chuyên dụng (20% doanh thu và 29% lợi nhuận cho PTSC)

**Hiện tại PTSC cung cấp khoảng 90% dịch vụ tàu chuyên dụng phục vụ hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam.** PTSC có đội tàu dịch vụ dầu khí lớn nhất Việt Nam với tổng số 21 tàu và ngoài ra còn có các tàu thuê từ các chủ tàu trong nước và nước ngoài thực hiện các dịch vụ vận chuyển, lai dắt, trục mỏ, trục an ninh mỏ và bảo vệ các tàu khảo sát, thăm dò. Là hoạt động sản xuất kinh doanh mang lại lợi nhuận nhiều nhất cho doanh nghiệp.

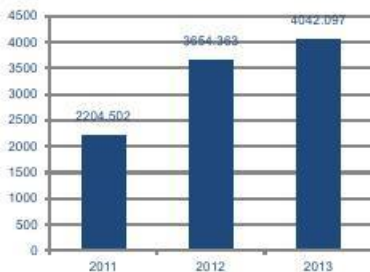
**Doanh thu tăng dần, biên lợi nhuận cao và tăng nhanh.** Doanh thu từ dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí không ngừng tăng lên. Năm 2013, nhờ giá cho thuê tàu tăng nên DTT từ hoạt động này tăng 6.73% trong khi doanh nghiệp làm tốt công tác quản lý chi phí nên biên lợi nhuận tăng mạnh từ 10.71% năm 2012 lên 15.05%. Do cung cấp dịch vụ đặc thù cho ngành dầu khí trong khi gần như chiếm vị thế độc quyền trên thị trường nên biên lợi nhuận từ hoạt động này tương đối cao, là một trong 3 hoạt động mang lại biên lợi nhuận cao nhất của PTSC.

### Triển vọng:

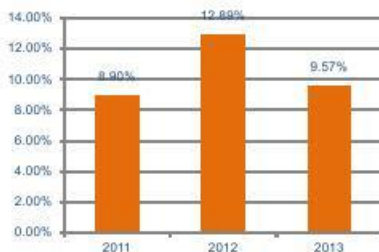
- PVS sẽ tiếp tục đầu tư cho hoạt động này khi có kế hoạch đầu tư khoảng 1400 tỷ đồng trong năm 2014 để mua thêm 2 tàu chuyên dụng và sẽ nâng số lượng tàu lên hơn 100 chiếc vào năm 2025.
- Các hợp đồng cho thuê lớn tiếp tục kéo dài cả năm 2014 như Prime oil thuê TPSC Lam Son, Biển đông POC thuê tàu trục mỏ và PTSC Hạ Long.
- Nhiều nhà máy lọc dầu- khách hàng lớn của dịch vụ lai dắt sẽ được xây mới và mở rộng từ 2014 đến 2025.

**Chúng tôi dự đoán hoạt động cung ứng tàu dầu khí sẽ tiếp tục tăng trưởng mang lại 5.500 tỷ doanh thu trong năm 2014 nhờ việc mua thêm 2 tàu mới và giá cho thuê tàu tăng. Tuy nhiên biên lợi nhuận sẽ giảm xuống còn 14% do chi phí khấu hao tăng mạnh.**

Doanh thu dịch vụ khảo sát dầu khí (tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp dịch vụ khảo sát dầu khí (%)



## 3. Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng ROV (16% doanh thu)

PTSC sở hữu tàu khảo sát địa chấn 2D Bình Minh 02, tàu khảo sát địa chấn 3D Amadeus, tàu khảo sát PTSC Surveyor và 3 thiết bị ROV. Đơn vị có thể thực hiện công tác khoan khảo sát địa chất công trình trong vùng nước có độ sâu từ 7m đến 300m.

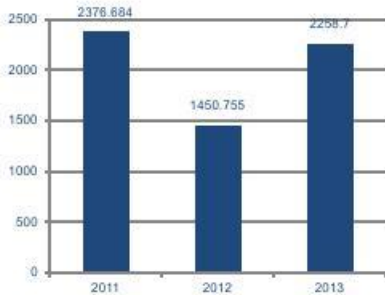
**Doanh thu tăng mạnh.** Dịch vụ bắt đầu được cung cấp từ năm 2011, doanh thu của hoạt động này đều tăng mạnh qua các năm, đặc biệt năm 2012 doanh thu từ dịch vụ này mang lại tăng đến 65.77% và tiếp tục tăng 10.61% vào năm 2013. Biên lợi nhuận giảm nhẹ từ 12.89% năm 2012 xuống còn 9.57% năm 2013, do chi phí khấu hao tăng từ việc mua sắm thêm nhiều máy móc thiết bị.

### Triển vọng:

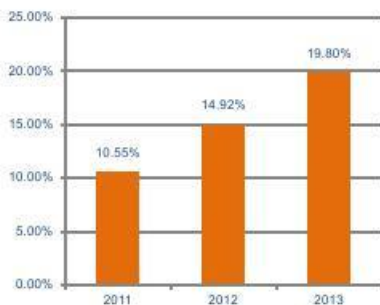
- Trữ lượng dầu khí của Việt Nam được BMI dự đoán tăng lên từ 2014 cùng với việc gia tăng khoan, thăm dò khai thác trong toàn khu vực cũng như ở Việt Nam sẽ kéo theo sự tăng trưởng của dịch vụ khảo sát dầu khí.
- Năm 2014, PTSC sẽ đẩy mạnh đầu tư, nâng cấp dịch vụ khảo sát dầu khí. Từ ngày 19/09/2013, toàn bộ hệ thống cáp thăm dò địa chấn của tàu Bình Minh 02 được tiến hành nâng cấp. Đồng thời PTSC cũng đang triển khai kế hoạch thay thế cáp thăm dò cũ bằng hệ thống cáp địa chấn cứng-(công nghệ mới nhất mà chỉ một số ít tàu thăm dò hiện đại trên thế giới được trang bị) cho tàu khảo sát địa chấn 3D Amadeus.

**Chúng tôi ước đoán doanh thu hoạt động khảo sát dầu khí năm 2014 sẽ đạt 4.600 tỷ đồng nhờ tiềm năng tăng trưởng của ngành trong năm 2014 nhưng biên lợi nhuận sẽ tiếp tục giảm xuống 8% do việc nâng cấp, thay thế cáp thăm dò cũ sẽ làm tăng nguyên giá TSCD dẫn đến khấu hao tăng.**

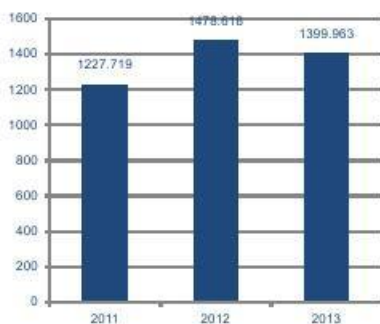
Doanh thu dịch vụ O&amp;M (tỷ đồng)



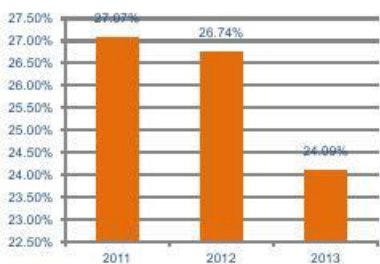
Biên lợi nhuận gộp dịch vụ O&amp;M



Doanh thu dịch vụ căn cứ cảng (tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp dịch vụ căn cứ cảng (%)



#### 4. Dịch vụ vận hành, bảo dưỡng (O&M), vận chuyển, lắp đặt, đầu nối, chạy thử, sửa chữa các công trình dầu khí.

Đây là dịch vụ mang lại biên lợi nhuận cao thứ 2 chỉ sau dịch vụ căn cứ cảng, đóng góp đến 17% lợi nhuận cho PTSC trong khi doanh thu từ hoạt động này chỉ chiếm khoảng 9% trong tổng doanh thu.

**Doanh thu và lợi nhuận tăng mạnh.** Sau khi suy giảm vào năm 2012, kết quả kinh doanh của hoạt động này đã tăng trưởng mạnh mẽ trong năm 2013 với doanh thu tăng 55.69% và lợi nhuận tăng gấp đôi (106.58%) nhờ dự án hoá cải, nâng cấp và đóng mới FPSO Lam Sơn với tổng giá trị đầu tư hơn 400 triệu USD. Tuy nhiên, đầu tư cho hoạt động này đang có dấu hiệu suy giảm khi tài sản và nợ phải trả bộ phận của dịch vụ này giảm lần lượt 9% và 27%.

##### Triển vọng:

- Triển vọng tăng trưởng của dịch vụ O&M gắn liền với triển vọng tăng trưởng chung của ngành cùng các dịch vụ dầu khí, đặc biệt là dịch vụ cơ khí dầu khí.
- PTSC sẽ thực hiện bảo dưỡng FPSO Lam Sơn trong suốt thời gian hợp đồng cho thuê với khách hàng LSJOC ít nhất là 10 năm.

**Chúng tôi dự đoán doanh thu hoạt động O&M năm 2014 sẽ nhích nhẹ 5% lên 2.370 tỷ trong khi chi phí sẽ được kiểm soát tốt hơn nhờ một phần từ việc giảm chi phí khấu hao và biên lợi nhuận của hoạt động này sẽ tiếp tục tăng lên 24%.**

#### 5. Dịch vụ căn cứ cảng:

PTSC cung cấp toàn bộ các dịch vụ về cảng và hậu cần liên quan với 6 căn cứ cảng dịch vụ dầu khí tại tất cả các trung tâm trên cả ba khu vực Bắc - Trung - Nam Việt Nam có tổng diện tích hơn 150 ha gồm:

- Cảng hạ lưu Vũng Tàu (82,2 ha),
- Cảng Tổng hợp Phú Mỹ (26,5ha),
- Cảng Dung Quất (4,12 ha),
- Cảng Hòn La - Quảng Bình (8,8 ha)
- Cảng Đình Vũ - Hải Phòng (15,3 ha)
- Cảng Nghi Sơn - Thanh Hóa (9,8 ha).

**Doanh thu giảm nhẹ, biên lợi nhuận vẫn duy trì ở mức cao.** Doanh thu của công ty giảm 5.32% trong năm 2013. Đây là hoạt động có biên lợi nhuận cao nhất trong các hoạt động sản xuất kinh doanh của PTSC. Tuy chỉ mang lại 5% DTT nhưng đã đóng góp đến 13% lợi nhuận của PTSC. Biên lợi nhuận giảm xuống 24.09% năm 2013, do một phần từ việc chi phí nhân công tăng 1.31% trong năm.

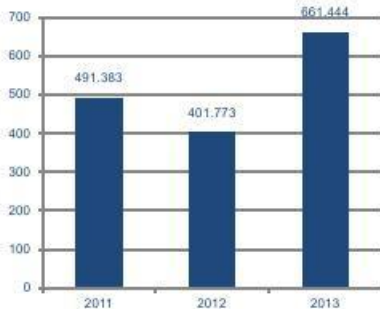
##### Triển vọng:

- PTSC đang đầu tư xây dựng công trình Bến cảng Sơn Trà với tổng diện tích 100,334 m<sup>2</sup>, diện tích đường bãi là 77,098 m<sup>2</sup> cỡ tàu là 10,000 DWT. Tổng giá trị dự án là hơn 632 tỷ được thực hiện chia làm 2 giai đoạn: giai đoạn 1 từ 2013-2015 với vốn đầu tư hơn 431 tỷ và giai đoạn 2 từ sau năm 2015 với vốn đầu tư 200 tỷ.
- PTSC cũng đang triển khai nâng cấp, mở rộng các căn cứ cảng hiện tại như đầu tư xây dựng mở rộng cầu cảng Đình Vũ, nâng cấp bến Sà lan cảng Phú Mỹ

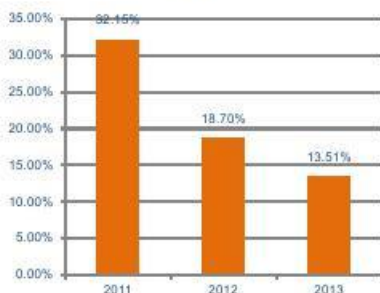
**Chúng tôi dự đoán doanh thu hoạt động căn cứ cảng sẽ tiếp tục giảm 5% xuống còn 1.330 tỷ đồng trong năm 2014 do đầu tháng 12/ 2013, PTSC đã chuyển toàn bộ 25 triệu cổ phần tại CTCP Dầu khí Đầu tư Khai thác Cảng Phước An cho PVN. Tuy nhiên chi phí cho hoạt động này lại tăng lên do tăng khấu hao từ việc sửa chữa lớn cầu cảng Đình Vũ và Cảng Phú Mỹ nên biên lợi nhuận sẽ giảm xuống còn 17.7%**



Doanh thu dịch vụ FSO/FPSO (tỷ đồng)



Biên lợi nhuận gộp dịch vụ FSO/FPSO (%)



## 6. Dịch vụ Kho nổi chứa xử lý và xuất dầu thô (3% doanh thu và lợi nhuận)

PTSC là đơn vị đứng đầu trong nước trong công nghệ, quản lý, vận hành, bảo dưỡng tàu FSO/FPSO. Hiện PTSC đang tham gia đồng sở hữu 5 tàu FSO/FPSO, tổ chức cung cấp các dịch vụ vận hành, khai thác, bảo dưỡng sửa chữa cho trên 8 tàu FSO/FPSO trong và ngoài nước.

Doanh thu tăng mạnh đến 64.63% trong năm 2013 nhờ bắt đầu cho thuê tàu nổi FSO PTSC Biendong 01. Kết quả kinh doanh từ hoạt động này đã được cải thiện đáng kể từ việc suy giảm mạnh trong năm 2012 với doanh thu và lợi nhuận giảm lần lượt là 18.24% và 52.44%. Biên lợi nhuận vẫn ở mức cao nhưng giảm qua các năm xuống còn 13.51% năm 2013 do vẫn đang trong giai đoạn đầu tư, lắp đặt các kho nổi để cho thuê.

### Triển vọng:

- Bắt đầu từ 2014, hoạt động này dự kiến mang lại doanh thu lớn cho PTSC khi 2 dự án lớn là FSO PTSC Biendong 01 và FPSO Lam Son sẽ bắt đầu thực hiện hợp đồng cho thuê tàu nổi đến tận năm 2023 và 2024.
- Tập đoàn Dầu khí Việt Nam PVN giao cho PTSC làm đầu mối trong toàn Tập đoàn về dịch vụ cung cấp, vận hành và bảo dưỡng FSO/FPSO.
- PTSC đang hợp tác với 2 công ty của Malaysia và 2 công ty của Singapore để cung cấp dịch vụ khai thác kho chứa nổi FSO/ FPSO theo hình thức liên doanh liên kết. Đây là nhân tố thuận lợi để doanh nghiệp mở rộng hoạt động ra nước ngoài.
- PTSC đang mở rộng đầu tư cho hoạt động này bằng chứng là tài sản bộ phận của dịch vụ này đã tăng đến 55% trong năm 2013.

**Chúng tôi dự đoán hoạt động cung ứng tàu nổi FSO/FPSO chính là hoạt động tăng trưởng nhanh nhất của doanh nghiệp trong năm 2014 với doanh thu tăng 50% và lợi nhuận tăng gấp đôi nhờ chủ yếu vào việc cho thuê 2 tàu nổi Biendong 01 và Lam Son.**

## TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

- ❖ **Đòn bẩy tài chính giảm mạnh** từ mức nguy hiểm 4.97 vào năm 2010 xuống còn 2.9 năm 2013 do bắt đầu từ 2011 doanh nghiệp đã liên tiếp giảm nợ vay trong khi tăng vốn chủ sở hữu thông qua việc phát hành thêm cổ phiếu. Đồng thời, do chủ yếu giảm nợ vay dài hạn nên chi phí lãi vay đã được giảm đáng kể với 22.30% trong năm 2012 và 30.29% trong năm 2013.
- ❖ **Cơ cấu tài sản ổn định và an toàn:** với tài sản ngắn hạn chiếm khoảng 60% tổng tài sản và dùng nguồn vốn dài hạn tài trợ cho khoảng hơn 20% tài sản ngắn hạn.
- ❖ **Khả năng thanh toán được cải thiện qua các năm:** bằng cách tăng đầu tư cho tài sản ngắn hạn bằng nguồn vốn dài hạn thay vì nợ ngắn hạn. Rủi ro thanh khoản đã được giảm đáng kể khi các hệ số thanh toán đều lớn hơn 1 và đang được tăng dần. Hơn nữa, hệ số thanh toán của PTSC cũng tương đối cao so với trung bình ngành.
- ❖ **Năng lực hoạt động ổn định qua các năm:** trong năm 2013 khoản phải thu khách hàng tăng cao đến 63.20% mà chủ yếu từ khoản phải thu của Công ty Điều hành Dầu khí Biển Đông và Công ty Thăm dò và Khai thác Dầu khí Việt Nam dẫn đến số ngày phải thu tăng nhẹ thêm 4 ngày thì do hàng tồn kho đầu năm 2013 giảm đáng kể so với đầu năm 2012 nên số ngày hàng tồn kho giảm nhẹ xuống 3 ngày. Ngoài ra, doanh nghiệp cũng thực hiện công tác quản lý khoản phải thu và hàng tồn kho tốt hơn trung bình ngành và đối thủ cạnh tranh. Bên cạnh đó, do tận dụng được uy tín của doanh nghiệp, PTSC có thể kéo dài số ngày phải trả đến 51 ngày.
- ❖ **Khả năng sinh lời tăng** với biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng tăng mạnh. Kết quả này có được chủ yếu nhờ vào kết quả kinh doanh khả quan của dịch vụ kỹ thuật dầu khí và sự phục hồi của 3 dịch vụ là cơ khí dầu khí; cung ứng tàu chứa và xử lý dầu thô FSO/FPSO và sửa chữa, bảo dưỡng, vận hành và xây dựng lắp đặt công trình biển. Bên cạnh đó, do việc tăng nhanh vốn chủ sở hữu đến 31.55% trong năm nay nên ROE của doanh nghiệp đã giảm nhẹ xuống

19.81% trong khi ROE vẫn tăng lên 6.83%. Tuy nhiên do hoạt động có biên lợi nhuận thấp như dịch vụ cơ khí tàu khí chiếm tỷ trọng lớn nên biên lợi nhuận của PTSC không cao.

Chỉ tiêu cơ bản	2009	2010	2011	2012	2013
<b>Cơ cấu vốn</b>					
Vốn vay/VCSH	1.33	1.62	1.00	0.74	0.43
Tổng tài sản/VCSH	3.52	4.97	3.98	3.40	2.90
<b>Cơ cấu tài sản</b>					
TS dài hạn/ Tổng TS	0.58	0.61	0.40	0.43	0.40
TS ngắn hạn/Tổng TS	0.42	0.39	0.60	0.57	0.60
<b>Khả năng thanh toán</b>					
Hệ số TT nhanh	0.93	0.79	1.07	1.21	1.32
Hệ số TT ngắn hạn	1.02	0.84	1.16	1.27	1.38
<b>Năng lực HĐ (ngày)</b>					
Số ngày phải thu	86	68	68	69	73
Số ngày tồn kho	13	10	13	13	10
Số ngày phải trả	67	53	47	51	51
<b>Khả năng sinh lời (%)</b>					
Lợi nhuận gộp biên	9.49%	6.92%	8.07%	6.96%	10.45%
ROS	5.38%	5.49%	5.93%	5.13%	6.41%
ROE	16.41%	26.28%	24.39%	20.21%	19.81%
ROA	4.63%	5.29%	6.12%	5.95%	6.83%

## QUAN ĐIỂM ĐẦU TƯ

Báo cáo sử dụng các phương pháp P/E và P/B để định giá PVS.

	Giá	Tỉ trọng
P/E	47,800	50%
P/B	40,400	50%
<b>Giá hợp lý</b>	<b>44,100</b>	

❖ **Cách tính P/E và P/B của ngành:** báo cáo sử dụng P/E và P/B trung bình của 46 công ty cùng ngành với PVS tại các nước đang phát triển trong khu vực châu Á.

❖ **Phương pháp P/E:**

- Hệ số P/E của ngành: 13.9
- EPS năm 2014 ước đạt 3442 đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là **47800 đ/cp**

❖ **Phương pháp P/B:**

- Hệ số P/B của ngành: 1.9
- Book value năm 2014 ước đạt 21260 đ/cp
- Giá hợp lý trên một cổ phần là **40400 đ/cp**

❖ **Dự báo kết quả kinh doanh năm 2014:**

- Doanh thu:** Chúng tôi ước đoán, doanh thu năm 2014 sẽ tăng 6.22% đạt khoảng 26.9 nghìn tỷ, thấp hơn mức 9.5% mà kế hoạch công ty đặt ra nhờ sự cải thiện doanh thu của hoạt động cơ khí dầu khí và sự tăng trưởng của dịch vụ Kho nổi chứa xử lý và xuất dầu thô FSO/FPSO và dịch vụ thăm dò dầu khí.
- Lợi nhuận gộp biên:** Chúng tôi ước tính, lợi nhuận gộp biên chỉ giảm nhẹ xuống 10.36% do kỳ vọng doanh nghiệp tiếp tục kiểm soát tốt chi phí nguyên vật liệu trong khi giá thành các dịch vụ dầu khí đang tăng lên theo xu hướng chung của khu vực. Tuy nhiên, năm 2014 doanh nghiệp sẽ đẩy mạnh mua sắm, sửa chữa lớn nên chi phí khấu hao sẽ tăng lên trong năm nay.
- Lợi nhuận ròng:** được chúng tôi ước tính sẽ chỉ nhích nhẹ 1.36% lên 1.65 nghìn tỷ (tương đương EPS 3442 đồng/cổ phiếu) do chi phí bán hàng sẽ tiếp tục đà tăng từ các năm trước, tăng khoảng 30% trong năm 2014 trong khi chi phí lãi vay và chi phí quản lý doanh nghiệp vẫn được kiểm soát tốt. Không tính đến việc lợi nhuận ròng 2014 có khả năng được cải thiện đáng kể nếu được hoàn nhập dự phòng 492 tỷ của dự án Ethanol Dung Quất.

**Quan điểm đầu tư:** PVS là cổ phiếu rất đáng quan tâm của ngành dầu khí, có quy mô lớn thứ 2 trong ngành, cùng với các chỉ tiêu hiệu quả kinh doanh ROA, ROE thuộc nhóm tốt nhất của ngành. Tuy nhiên xét về giá cổ phiếu, PVS hiện vẫn nằm trong nhóm có P/E và P/B thấp nhất của ngành dầu khí. Trên cơ sở đánh giá tiềm năng tăng trưởng trong năm 2014, sử dụng 2 phương pháp định giá so sánh là P/E và P/B tham chiếu các công ty dịch vụ dầu khí tại khu vực châu Á, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu của PVS là 44,100. Chúng tôi đánh giá PVS là một cổ phiếu đáng quan tâm cho cả việc trading ngắn hạn hay đầu tư dài hạn. Khuyến nghị mua mạnh PVS với giá mục tiêu 44,100 đồng/cp trong kỳ đầu tư 12 tháng.



## Phụ lục 1: PHÂN TÍCH KỸ THUẬT PVS



PVS xác lập xu hướng tăng điểm trong trung và dài hạn. Sau 1 chu kỳ tăng trưởng mạnh mẽ, PVS bước vào vùng tích lũy tại vùng đỉnh ngắn hạn từ 27-31.000. PVS có mức tăng giá 87%, kéo dài 3 tháng từ đầu tháng 10 đến cuối tháng 1. Đây là mức tăng khá mạnh với một cổ phiếu lớn, do vậy PVS phải cần đơn vị tháng tích lũy trước khi tăng trở lại. Chu kỳ tăng giá của cổ phiếu phần lớn phụ thuộc vào quá trình tích lũy, quá trình tích càng dài xu thế tăng điểm càng mạnh, và ngược lại quá trình tăng sẽ không bền với nền tảng tích lũy yếu. Theo mô hình hiện tại, PVS cần khoảng 1-1,5 tháng nữa mới xác lập một xu hướng tăng điểm rõ ràng.

- Vùng hỗ trợ: 27.000 (kháng cự mạnh)
- Vùng kháng cự: 32.000 (điểm break out cấu trúc tích lũy)
- Điểm mua: 27.000 – 30.000
- Cắt lỗ: 26.000
- Kỳ vọng giá: 45.000 (trung hạn)

Nhận định: PVS đang duy trì xu hướng tăng điểm trung dài hạn, trong ngắn hạn cổ phiếu đang ở vùng tích lũy trước khi có thể tăng trở lại. Có thể tích lũy mua vào cổ phiếu tại vùng tích lũy trước khi có thể tăng trở lại. Có thể tích lũy mua vào cổ phiếu tại vùng tích lũy trước khi có thể tăng trở lại. Có thể tích lũy mua vào cổ phiếu tại vùng tích lũy trước khi có thể tăng trở lại. Thời điểm tích lũy của PVS có thể kéo dài trong 1-2 tháng, với kỳ vọng tăng giá 45.000.

**Phụ lục 2 : Danh sách doanh nghiệp dầu khí tham chiếu trong khu vực**

STT	Mã	Tên doanh nghiệp	P/E	P/B	Tổng tài sản	EPS T12M
1	PVS VN	PETROVIETNAM TECHNICAL SERVI	8.65	1.54	1,130,037,721	0.155358
2	2883 HK	CHINA OILFIELD SERVICES-H	12.27	1.94	12,184,122,570	0.190621
3	600583 CH	OFFSHORE OIL ENGINEERING-A	17.48	2.28	4,269,550,804	0.071938
4	SAKP MK	SAPURAKENCANA PETROLEUM BHD	29.02	2.66	7,892,730,416	0.04785
5	MMHE MK	MALAYSIA MARINE AND HEAVY EN	23.83	2.20	1,442,398,585	0.047219
6	196 HK	HONGHUA GROUP	9.20	1.18	2,058,928,903	0.028179
7	PVD VN	PETROVIETNAM DRILLING AND WE	9.70	2.21	1,021,601,472	0.388364
8	ABAN IN	ABAN OFFSHORE LTD	7.32			1.148409
9	WH US	WSP HOLDINGS LTD-ADR		0.35	1,336,167,936	-4.573656
10	SGB MK	SCOMI GROUP BHD		1.17	828,854,408	-0.023247
11	568 HK	SHANDONG MOLONG PETROLEUM-H	12.15	0.44	984,682,219	0.021343
12	1623 HK	HILONG HOLDING LTD	22.91	3.17	693,075,960	0.031669
13	3337 HK	ANTON OILFIELD SERVICES GP	27.69	4.66	620,115,543	0.025642
14	MMT SP	MERMAID MARITIME PCL	14.41	1.01	713,580,634	0.026301
15	APEX IJ	APEXINDO PRATAMA DUTA PT	13.63	2.23	760,481,088	0.016571
16	SVOG IN	SHIV-VANI OIL & GAS EXPLORAT	2.32	0.03	1,111,012,604	0.089001
17	GOFF IN	GOL OFFSHORE LTD		0.27	969,371,370	-0.128755
18	RUIS IJ	RADIANT UTAMA INTERINSCO TBK	5.13	0.66	109,395,757	0.004425
19	DEHB MK	DAYANG ENTERPRISE HLDGS BHD	21.84	4.63	300,011,571	0.054788
20	PVC VN	DRILLING MUD JSC	15.77	1.01	87,197,511	0.074071
21	DLUM MK	DELEUM BERHAD	17.89	3.66	152,484,525	0.104611
22	JDDL IN	JINDAL DRILLING & INDUS LTD	6.20	0.70	145,175,731	0.511938
23	AMRB MK	ALAM MARITIM RESOURCES BHD	14.20	1.86	478,791,679	0.031977
24	UZMA MK	UZMA BHD	22.18	5.78	74,015,232	0.081031
25	3303 HK	JUTAL OFFSHORE OIL SERVICES	16.11	0.94	236,670,847	0.012829
26	002629 CH	SICHUAN RENZHI OILFIELD TE-A			162,079,160	0.075018
27	200053 CH	SHENZHEN CHIWAN PETROLEUM-B	14.85	1.98	707,874,181	0.132742
28	OIL IN	OIL COUNTRY TUBULAR LTD	4.31	0.62	105,300,558	0.149207
29	PETR MK	PERDANA PETROLEUM BHD	22.06	2.47	360,291,612	0.027407
30	MJL BD	MJL BANGLADESH LTD	27.25	2.46	141,796,637	0.033367
31	SEAOIL TB	SEA OIL PCL	17.99	5.33	13,113,524	0.015993
32	RH MK	TH HEAVY ENGINEERING BHD	24.33	1.20	273,243,930	0.011823
33	DOEI IN	DOLPHIN OFFSHORE ENTERPRISES	2.92	0.50	113,965,607	0.516475
34	SEAM IN	SEAMEC LTD	6.34	0.54	98,597,413	0.219144
35	IEV SP	IEV HOLDINGS LTD		1.83	56,502,965	-0.006353
36	GVH IN	GLOBAL VECTRA HELICORP LTD	3.55	0.44	92,106,191	0.090104
37	AZNO KZ	AKTOBE OIL EQUIPMENT PLANT			26,885,935	3.27102
38	KSTB MK	KEJURUTERAAN SAMUDRA TIMUR		2.12	51,797,302	-0.028898
39	MPL BD	MEGHNA PETROLEUM LTD	20.35	7.86	461,834,201	0.179205
40	URS SP	UNIVERSAL RESOURCE & SERVICE		0.28	155,876,718	-0.001742
41	QLT TB	QUALITECH PCL	12.87	2.99	13,800,513	0.028286
42	DEEPI IN	DEEP INDUSTRIES LTD	9.24	0.65	55,110,985	0.085139
43	300023 CH	BODE ENERGY EQUIPMENT CO-A		3.33	59,949,770	-0.043821
44	APH IN	ALPHAGEO (INDIA) LTD		1.71	13,555,492	-0.371633
45	DKOF IN	DUKE OFFSHORE LTD	5.64	1.04	1,529,421	0.048914
46	SMTK MK	SUMATEC RESOURCES BHD	1.47	0.90	138,255,364	0.04771
		<b>Average</b>	<b>13.97</b>	<b>1.97</b>		



**HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ VÀ PHƯƠNG PHÁP ĐỊNH GIÁ CỦA BSC**

**Hệ thống khuyến nghị:** Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

**Phương pháp định giá:** Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
<b>MUA MẠNH</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
<b>NĂM GIỮ</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
<b>KHÔNG ĐÁNH GIÁ</b>	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

**PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN**

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư  
**Nguyễn Thanh Hoa**  
Tel: 0439352722 (155)  
Email: [hoant@bsc.com.vn](mailto:hoant@bsc.com.vn)

Trưởng Phòng Phân tích  
**Trần Thăng Long**  
Tel: 0439352722 (118)  
Email: [longtt@bsc.com.vn](mailto:longtt@bsc.com.vn)

Tư vấn đầu tư Khách hàng Tổ chức  
**Nguyễn Ngọc Anh**  
Tel: 0439352722 (175)  
Email: [anhnn@bsc.com.vn](mailto:anhnn@bsc.com.vn)

**THÔNG TIN LIÊN HỆ**

**BSC Trụ sở chính**  
Tầng 10, 11 – Tháp BIDV  
35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội  
Tel: 84 4 39352722  
Fax: 84 4 22200669  
Website: [www.bsc.com.vn](http://www.bsc.com.vn)

**Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh**  
Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ  
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh  
Tel: 84 8 3 8218885  
Fax: 84 8 3 8218510  
Website: [www.facebook.com/BIDVSecurities](http://www.facebook.com/BIDVSecurities)

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.