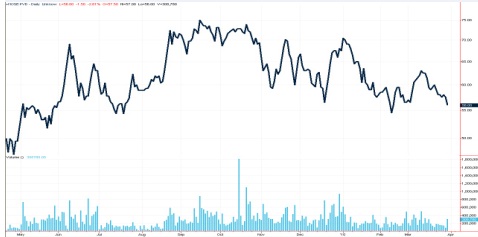


Biểu đồ giá



Nguồn: HSC

Thông tin cổ phiếu vào ngày 30/3/2010

Giá CP (đồng)	56,000
Số lượng niêm yết hiện tại	210,508,215
Số lượng CP đang lưu hành	210,508,215
Giá cao nhất trong 52 tuần	75,000
Giá thấp nhất trong 52 tuần	54,500
Thay đổi giá trong 3 tháng	-17.6%
Thay đổi giá trong 6 tháng	-23.0%
Thay đổi giá trong 12 tháng	25.5%
Khối lượng giao dịch (cp)	308,780
Giá trị giao dịch (triệu đồng)	17,387
Giá trị vốn hóa t.t (triệu đồng)	11,788,460
Giá trị vốn hóa t.t (triệu USD)	618.17
Số lượng được phép sở hữu	103,149,025
Số lượng còn được phép mua	45,048,926
% sở hữu nước ngoài	27.6%
% giới hạn sở hữu nước ngoài	49.0%

Nguồn: HSC

Các chỉ tiêu chính

Triệu đồng	2008	2009
Tổng tài sản	8,632,863	12,404,776
Vốn chủ sở hữu	2,113,824	4,222,453
Doanh thu	3,728,746	4,096,780
LN trước thuế	928,748	954,418
Lợi nhuận sau thuế	933,076	842,167

Nguồn: PVD

Các chỉ số cơ bản

	2008	2009
Khả năng sinh lời		
- Tỷ suất LN hoạt động	23.5%	20.9%
- Tỷ suất lợi nhuận ròng	25.0%	20.6%
- ROE	47.3%	26.6%
- ROA	14.4%	8.0%
Hiệu quả hoạt động		
- Vòng quay khoản phải thu	3.54	3.53
- Vòng quay hàng tồn kho	21.37	13.50
- Vòng quay tổng tài sản	0.43	0.33
- Vòng quay vốn CSH	1.76	0.97

Nguồn: HSC

Chuyên viên phân tích

Trương Thu Mỹ
my.tt@hsc.com.vn

Mô hình dự báo lợi nhuận

Triệu đồng	FY2009	% y/y	FY2010	% y/y	FY2011	% y/y
Doanh thu	4,096,780	9.9%	6,751,367	64.8%	8,011,312	18.7%
LN trước thuế	954,418	2.8%	1,031,697	8.1%	1,534,125	48.7%
LN sau thuế	842,167	-9.7%	909,008	7.9%	1,349,099	48.4%
Tỷ suất LN trước thuế	23.3%	-6.5%	15.3%	-34.4%	19.1%	25.3%
Tỷ suất LN sau thuế	20.6%	-17.9%	13.5%	-34.5%	16.8%	25.1%
EPS	6,179	-16.8%	4,303	-30.4%	6,386	48.4%
BVPS	19,396	29.0%	17,088	-11.9%	17,797	4.2%
P/E theo giá mục tiêu	14.2	-3.8%	15.2	7.7%	10.3	-32.6%
P/B theo giá mục tiêu	4.5	-38.0%	3.8	-14.9%	3.7	-4.0%

Triệu đồng	FY2012	% y/y	FY2013	% y/y	FY2014	% y/y
Doanh thu	10,028,301	25.2%	11,171,252	11.4%	12,394,830	11.0%
LN trước thuế	2,217,828	44.6%	2,543,731	14.7%	2,756,224	8.4%
LN sau thuế	1,948,602	44.4%	2,234,214	14.7%	2,088,724	-6.5%
Tỷ suất LN trước thuế	22.1%	15.5%	22.8%	3.0%	22.2%	-2.3%
Tỷ suất LN sau thuế	19.4%	15.4%	20.0%	2.9%	16.9%	-15.7%
EPS	8,696	36.2%	10,017	15.2%	9,406	-6.1%
BVPS	18,842	5.9%	18,122	-3.8%	20,110	11.0%
P/E theo giá mục tiêu	7.5	-26.6%	6.5	-13.2%	7.0	6.5%
P/B theo giá mục tiêu	3.5	-5.5%	3.6	4.0%	3.3	-9.9%

Nguồn: HSC ước tính

Cập nhật PVD – Khẳng định khuyến nghị Mua vào

Chúng tôi tiếp tục khuyến nghị Mua vào PVD với mức giá mục tiêu 65,430 đồng, tương đương P/E dự phóng 15.2 lần.

- Kết quả kinh doanh năm 2009 hơi đáng thất vọng do khoản dự phòng tỷ giá bất ngờ khi đồng VNĐ bị mất giá 5.4% so với đồng USD.
- Trên quan điểm thận trọng, HSC dự báo doanh thu năm 2010 sẽ tăng 64.8% và lợi nhuận thuần tăng 7.9%, EPS đạt 4,303đ với P/E dự phóng đạt 13 lần theo giá của ngày 30/3/2010.
- Sau khi tập trung đầu tư 3 giàn khoan tự nâng để cho thuê, hiện tại để tăng doanh thu PVD đang tìm cách thuê các giàn khoan bên ngoài thay vì đi mua.
- Chúng tôi dự báo từ năm 2011, thị trường cho thuê giàn khoan sẽ có sự phục hồi mang tính chất chu kỳ với giá cho thuê dự báo sẽ tăng vào cuối năm 2010 hoặc đầu năm 2011 do giá dầu ổn định và nguồn dự cung được tiêu thụ hết.
- PVD là kênh tốt nhất để Tập đoàn dầu khí mở rộng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí khi mà các mỏ dầu cũ cần được thay thế bằng những mỏ mới.

Kết quả hoạt động của PVD	FY2007	FY2008	FY2009			FY2010F
			Dự báo mới nhất của HSC	Số liệu thực tế	% thay đổi (số liệu HSC dự báo so với thực tế)	
Doanh thu (triệu đồng)	2,738,605	3,728,746	4,031,037	4,096,780	-1.6%	6,751,367
Tăng trưởng doanh thu (%)	83.8%	36.2%	8.1%	9.9%	0.0%	64.8%
LN sau thuế (triệu đồng)	576,274	933,076	919,034	842,167	9.1%	905,436
Tăng trưởng LN sau thuế (%)	362.8%	61.9%	-1.5%	-9.7%	0.0%	7.5%
EPS (đồng)	6,192	7,431	5,735	6,179	-7.2%	4,286
Tăng trưởng EPS (%)	n/a	20.0%	-22.8%	-16.8%	0.0%	-30.6%
Khả năng sinh lời						
Tỷ suất LN hoạt động (%)	19.8%	23.5%	25.2%	20.9%	20.6%	14.5%
Tỷ suất LN sau thuế (%)	21.0%	25.0%	22.8%	20.6%	10.9%	13.4%
Lợi tức cổ phần (%)	44.1%	47.3%	21.8%	26.6%	-18.1%	19.6%
Lợi tức của tài sản (%)	17.7%	14.4%	7.4%	8.0%	-7.5%	6.4%

Kết quả kinh doanh năm 2009

Năm 2009, tổng doanh thu PVD đạt 4 nghìn tỷ đồng, tăng 9.9% nhờ mảng dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan tăng trưởng mạnh (tăng trưởng 26%), đạt 1.9 nghìn tỷ đồng. Doanh thu từ dịch vụ khoan đạt 1.46 nghìn tỷ đồng, giảm khoảng 2% do nguồn doanh thu mới từ việc cho thuê giàn khoan PVD II và PVD III không đủ bù đắp cho việc khoản doanh thu giảm xuống do giá cho thuê giàn khoan bình quân của PVD giảm (giảm khoảng 20%).

Lợi nhuận thuần đạt 842 tỷ đồng, giảm 9.7% so với năm 2008, và cũng thấp hơn 8.4% so với báo dự báo gần đây nhất của HSC (919 tỷ đồng). Sự sụt giảm lợi nhuận này chủ yếu là do khoản dự phòng ngoại hối bất ngờ sau khi đồng VNĐ mất giá 5.4% so với đồng USD vào tháng 11 vừa qua. Trong Q4, công ty đã ghi nhận 150 tỷ đồng chi phí tài chính dưới dạng dự phòng lỗ tỷ giá cho khoản nợ ngoại tệ trị giá 340 triệu USD.

Trong năm 2009, hợp đồng cho thuê giàn khoan PVD I ký từ năm 2007 khi giá cho thuê giàn khoan tự nâng trong khu vực đạt đỉnh điểm đã hết thời hạn. Do giá cho thuê giàn khoan trong khu vực đang trong giai đoạn suy giảm, các hợp đồng cho thuê giàn khoan PVD I, PVD II và PVD III ký trong năm 2009 đều có giá chỉ từ 150,000-160,000 USD/ngày.

Do đó, giá cho thuê giàn khoan bình quân của PVD trong năm 2009 vào khoảng 172,700 USD/ngày, giảm 19.7% so với 2008 (215,100 USD/ngày). Tuy nhiên, với việc giàn khoan PVD II đi vào hoạt động trong tháng 9 vừa qua, PVD III vào giữa tháng 12 và PVD I được cho thuê khoảng 345 ngày trong năm, thì tổng số ngày cho thuê các giàn khoan của PVD trong năm 2009 vào khoảng từ 450-460 ngày, tăng 26% so với năm 2008,

và giúp bù đắp cho sự suy giảm mạnh của giá cho thuê giàn khoan bình quân.

Tỷ suất lợi nhuận gộp năm 2009

Mặc dù giá cho thuê giàn khoan bình quân giảm mạnh 19.7%, tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng cho thuê giàn khoan chỉ giảm nhẹ từ 58.2% xuống 56% do PVD tiết kiệm chi phí vận hành các giàn khoan (bao gồm chi phí nhân công, chi phí bảo hiểm và chi phí bảo dưỡng).

Như chúng tôi đã đề cập trong một báo cáo đầy đủ về PVD đưa ra hồi tháng 6/2009, thì các khoản bảo dưỡng trong lĩnh vực khoan dầu khí liên quan trực tiếp đến việc sử dụng giàn khoan trong khi chi phí nhân công thường biến động theo giá dầu thô, và do đó biến động theo thị trường.

Do tình hình thị trường khó khăn, PVD đã cắt giảm những hoạt động bảo dưỡng không cần thiết đối với giàn khoan PVD I và tiết kiệm được một chút chi phí nhờ sử dụng chủ yếu một nhà cung cấp dịch vụ chính là Maximo System cho việc bảo dưỡng và mua các thiết bị chính. PVD cũng tăng cường sử dụng đội ngũ kỹ sư của chính công ty thay vì thuê bên ngoài.

Chúng tôi cho rằng PVD sẽ tiếp tục tiết kiệm được những chi phí này trong năm 2010 trong bối cảnh giá cho thuê giàn khoan tiếp tục giảm.

Mặc dù triển vọng của ngành thăm dò và khai thác dầu khí trên toàn thế giới không mấy khả quan, trong đó hoạt động thăm dò và khai thác suy giảm cộng với áp lực về giá đối với các nhà cung cấp dịch vụ, nhưng 2009 lại là năm PVD gặt hái kết quả khả quan ở mảng cung cấp dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan nhờ những điều kiện đặc thù của doanh nghiệp.

Doanh thu của mảng này tăng trưởng 27%, lợi nhuận gộp duy trì mức tăng trưởng 21.7%, chỉ giảm nhẹ so với mức 21.8% của năm 2008. Được như vậy là do PVD đã đưa ra nhiều dịch vụ giá trị gia tăng, giúp bù đắp phần lớn cho tác động của áp lực giảm giá cung cấp dịch vụ do sự cạnh tranh từ các công ty nước ngoài tăng và do bản thân khách hàng cũng chịu áp lực giảm chi phí.

Chi phí tài chính

Chi phí tài chính năm 2009 của PVD là 335.7 tỷ đồng, tăng 46.6%. Chi phí tài chính năm 2009 tăng chủ yếu do khoản dự phòng tỷ giá trị giá 150 tỷ đồng, dự phòng cho khoản nợ 300 triệu USD sau khi đồng VNĐ trượt giá 5.4% so với đồng USD trong tháng 11 vừa qua. Theo HSC, việc trích lập khoản dự phòng này đơn thuần là thủ tục mặt kế toán do trên thực tế, PVD có 90% doanh thu là bằng ngoại tệ, đủ để trang trải cho toàn bộ các khoản nợ của PVD, và khoản dự phòng tỷ giá chắc chắn sẽ được điều chỉnh giảm theo lộ trình trả nợ của PVD.

Tuy nhiên, từ nay về sau trong mô hình lợi nhuận chúng tôi sẽ dự tính khoản dự phòng lỗ tỷ giá do đồng VNĐ trượt giá so với đồng USD nhằm đưa ra dự báo sát hơn đối với lợi nhuận của PVD.

Lãi vay phải trả của PVD trong năm 2009 là 72 tỷ đồng, giảm 8% so với năm 2008 do gốc vay phải trả cũng như lãi suất (được neo vào lãi suất Libor) cho khoản vay dùng để xây dựng dàn khoan PVD I giảm trong khi lãi vay phải trả cho các khoản nợ dùng để xây dựng giàn khoan PVD II và III vẫn được ghi nhận phần lớn vào chi phí đầu tư do 2 giàn khoan này được bàn giao vào cuối năm 2009.

Kể từ năm 2010 trở đi, lãi vay phải trả cho khoản vay dùng để đầu tư xây dựng 2 giàn khoan mới sẽ được ghi nhận vào chi phí tài chính, và điều này sẽ làm tăng đáng kể chi phí tài chính của PVD.

Lợi nhuận tài chính

Trong năm 2009, lợi nhuận tài chính của PVD đạt 207 tỷ đồng. Doanh thu tài chính của PVD tăng 53.7% chủ yếu là nhờ lãi tỷ giá do 90% doanh thu của PVD là bằng đồng USD.

Phần lợi nhuận tài chính còn lại của PVD xuất phát từ các khoản đầu tư tài chính của công ty, bao gồm các khoản đầu tư vào trái phiếu chính phủ, nắm giữ cổ phần của Công ty Cổ phần Chế tạo Giàn khoan Dầu khí, Petrolland, PVSB và các khoản tiền gửi ngắn hạn.

Các hợp đồng của PVD

Tên giàn khoan	Bên thuê	Ngày bắt đầu	Ngày kết thúc	Giá cho thuê (USD/ngày)
PVD I	Hoan Vu JOC	03/2007	03/2009	215,100
	Hoan Vu JOC	03/2009	05/2009	165,000
	Vietgazprom	06/2009	09/2009	225,000
	Phu Quy JOC	09/2009	12/2009	150,000
	JVPC	03/2010	04/2010	140,000
PVD II	Bach Dang JOC	09/2009	12/2009	150,000
	Lam Son JOC	02/2010	04/2010	140,000
	KNOC	04/2010	08/2010	135,000
PVD III	Vietsopetro	12/2009	12/2014	150,000
Giàn khoan thuê ngoài				
Topaz Driller	Phu Quy POC	03/2010	10/2010	125,000

Dự báo kết quả năm 2010

Trong năm 2010, chúng tôi dự báo PVD sẽ đạt doanh thu 6,751 tỷ đồng, tăng 64.8% và lợi nhuận thuần đạt 909 tỷ đồng, tăng 7.9%. Bốn giàn khoan đều đang hoạt động với giá cho thuê bình quân thấp, tăng trưởng của mảng dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan là những nguyên nhân đứng đằng sau việc doanh thu tăng trưởng ấn tượng trong khi lợi nhuận chỉ tăng trưởng khiêm tốn. Chúng tôi dự báo EPS (năm 2010) có điều chỉnh theo yếu tố pha loãng sẽ đạt 4,303 đồng do PVD đã trả cổ tức năm 2009 bằng cổ phiếu với tỷ lệ 3:1. Với mức giá ngày hôm nay là 56,000 đồng, thì công ty có P/E dự phóng 2010 là 13 lần, vẫn ở mức hợp lý dựa trên triển vọng tăng trưởng mạnh mẽ về dài hạn của công ty.

Triển vọng thị trường cho thuê giàn khoan tự nâng năm 2010

Do gần đây giá dầu thô đã ổn định ở mức 70-80 USD/thùng (tăng hơn gấp 2 so với mức thấp nhất vào thời điểm tháng 3/2009), chúng tôi cho rằng thị trường cho thuê giàn khoan tại khu vực châu Á có khả năng sẽ ổn định hoặc phục hồi nhẹ trong năm 2010.

Theo tính toán của HSC, hệ số tương quan giữa giá dầu thô và giá cho thuê giàn khoan trong vòng 22 năm

qua (tương đương 4 chu kỳ của ngành thăm dò và khai thác) là 0.8 với độ trễ là khoảng 8 tháng sau khi giá dầu thô đạt mức thấp nhất thì giá cho thuê giàn khoan bắt đầu ổn định.

Theo Rigzone, trong năm 2010, cung giàn khoan tự nâng là 457 trong khi cầu là 318. Bên cạnh đó, có 119 giàn khoan phải ngừng hoạt động vì không có việc, bằng gần 3 lần so với số giàn khoan phải ngừng hoạt động vào thời điểm đầu năm 2009. Hiệu suất sử dụng giàn khoan trên toàn thế giới vào khoảng 70%, thấp hơn nhiều so với mức 85-88% trong giai đoạn năm 2008 và đầu năm 2009.

Khu vực Đông Nam Á là khu vực phải đối mặt với tình trạng dư thừa cung cao nhất với 35 giàn khoan đang hoạt động, hầu hết các giàn khoan trong số này sẽ hết hợp đồng hiện tại trong năm 2010, có 18 giàn khoan phải ngừng hoạt động vì không có việc, và chúng tôi cho rằng khu vực này cũng sẽ là mục tiêu nhắm đến của các giàn khoan mới được xây dựng và chưa có hợp đồng được bàn giao trong năm nay.

Do đó, mặc dù thị trường cho thuê giàn khoan tự nâng gần đây đã có một số tín hiệu ổn định với số lượng giàn hoạt động và giá cho thuê không tiếp tục giảm, chúng tôi cho rằng giá cho thuê sẽ không thể phục hồi cho đến khi số giàn khoan cho thuê còn dư, bao gồm cả những giàn khoan hiện tại không hoạt động, được lượng cầu hấp thụ hết.

Giá cho thuê và hiệu suất sử dụng giàn khoan của PVD

Bước vào năm 2010, PVD có 3 giàn khoan, trong đó chỉ có PVD III ký được hợp đồng dài hạn với Vietsopetro. Hai giàn khoan PVD I và PVD II chỉ ký được hợp đồng ngắn hạn, và PVD đã gặp khó khăn trong việc tìm các hợp đồng gối nhau để 2 giàn khoan này có việc trong suốt cả năm.

Trên thực tế, giàn khoan PVD I đã được bảo dưỡng trong tháng 1 và bắt đầu cho JVPC thuê vào đầu tháng 3. Giàn khoan PVD II cũng phải tạm nghỉ trong tháng 1 trước khi bắt đầu cho Lam Son JOC thuê vào tháng

Thời hạn cho các hợp đồng của PVD

	01/2010	02/2010	03/2010	04/2010	05/2010	06/2010	07/2010	08/2010	10/2010	11/2010	12/2010
PVD I			JVPC								
PVD II		Lam Son JOC			KNOC						
PVD III	Vietsopetro										

Chú thích: ☐ - Đang trong thời gian thuê

☐ - Đã ký nhưng chưa đến thời gian bắt đầu

☐ - Hợp đồng đang được thảo luận

2. Tuy nhiên, do mối quan hệ mật thiết của PVD với PetrolVietnam, chúng tôi cho rằng công ty sẽ tìm được hợp đồng cho thuê 2 giàn khoan PVD I và PVD II cho phần còn lại của năm.

Do đó, chúng tôi dự báo hiệu suất sử dụng giàn khoan PVD I sẽ khoảng 82% (300/365 ngày), PVD II là 88% (320/365 ngày). PVD III đã được ký hợp đồng cho thuê dài hạn với Vietsopetro và sẽ hoạt động liên tục trong năm 2010. Do đó HSC dự báo hiệu suất sử dụng giàn khoan trung bình của PVD năm 2010 sẽ khoảng 89.5%, thấp hơn so với mức 95% của năm 2009.

Dựa trên giá cho thuê hiện tại của PVD và theo quan điểm của chúng tôi về diễn biến thị trường cho thuê giàn khoan như đề cập ở trên, chúng tôi dự báo giá cho thuê bình quân của PVD I và PVD II sẽ vào khoảng 138,000 USD/ngày và của PVD III sẽ vào khoảng 150,000 USD/ngày. Theo đó, giá cho thuê bình quân của toàn bộ các giàn khoan của PVD dự tính sẽ vào khoảng 142,400 USD/ngày, giảm khoảng 17.6% so với mức 172,300 USD/ngày trong năm 2009.

Chúng tôi dự báo cả giá cho thuê và tỷ lệ sử dụng giàn khoan của PVD năm 2010 sẽ thấp hơn so với năm 2009, tuy nhiên, chúng tôi vẫn tin rằng 2010 sẽ là một năm hoạt động khả quan của mảng dịch vụ khoan. Trước đây, trong một cuộc hội đàm do HSC tổ chức, ban giám đốc của PVD đã đề cập tới khả năng thuê các giàn khoan tự nâng bên ngoài nhằm đáp ứng nhu cầu cho thuê ngày càng tăng của công ty. PVD đã thuê giàn khoan Topaz Driller, giàn khoan tự nâng loại IC350WD của Vantage Energy Services phục vụ cho hợp đồng cho thuê giàn khoan ngắn hạn ký với Phú Quý JOC.

Theo những thông tin chúng tôi trao đổi với PVD, Topaz Driller đã ký hợp đồng với Phú Quý JOC trong thời hạn

khoảng 7 tháng với giá cho thuê bình quân là 125,000 USD/ngày. Giá cho thuê bao gồm chi phí thuê, chi phí vận hành của PVD và 10% tỷ suất lợi nhuận gộp. PVD sẽ cung cấp đội ngũ vận hành và quản lý giàn khoan và công ty ước tính sẽ thu được tỷ suất lợi nhuận hợp lý do không phải bỏ chi phí xây dựng giàn khoan. Chúng tôi ước tính hợp đồng cho thuê giàn khoan Topaz Driller sẽ đem lại khoảng 50 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho PVD trong năm 2010.

Theo quan điểm của chúng tôi, hợp đồng cho thuê giàn khoan Topaz Driller không chỉ có ý nghĩa về mặt lợi nhuận, nó còn phần nào thể hiện chiến lược trong tương lai của PVD và tham vọng đạt được thêm thị phần trên thị trường quốc tế.

Giàn khoan thuê ngoài cũng thuộc loại giàn khoan tự nâng loại IC 300WD, tương tự như giàn khoan của PVD. Tuy nhiên, PVD không thể sử dụng các giàn khoan hiện tại của mình do đã ký được hợp đồng cho thuê các giàn khoan này vào cuối năm 2009 và ngày bắt đầu hoạt động theo hợp đồng cho thuê của PVD I là tháng 3/2010 và PVD II là tháng 4/2010.

Do đó, PVD bắt buộc phải thuê giàn khoan bên ngoài. Tập đoàn Dầu khí hiện có nhu cầu từ 7-8 giàn khoan/năm và Tập đoàn ưu tiên thuê giàn khoan từ PVD. Do vậy PVD nhận yêu cầu từ Tập đoàn dầu khí với những điều kiện cụ thể (bao gồm đặc điểm của giàn khoan, thời hạn hợp đồng và giá thuê) và PVD tìm thuê các giàn khoan bên ngoài để đáp ứng những yêu cầu đó. PVD chỉ thuê giàn khoan mà không thuê đội ngũ vận hành và các trang thiết bị đi kèm để phục vụ cho hoạt động khoan. PVD tự cung cấp đội ngũ vận hành và các trang thiết bị. PVD có thể thực hiện điều này do (1) công ty có đội ngũ kỹ sư mạnh với trên 600 người, đủ để cung cấp đội ngũ vận hành cho từ 6-7 giàn khoan

Các công ty trên thị trường giàn khoan dầu khí Việt Nam

Nhà quản lý giàn khoan	Thị phần trên thị trường khoan Việt Nam	Giàn khoan ngoài khơi Việt Nam		
		Tên	Loại	Nhà điều hành
ArcticMorNefteGazRazvedka	8.3%	Murmanskaya	Jackup IC 300WD	VietSovPetro
Diamond Offshore	8.3%	Ocean General	Semisub 1,640WD	Petrovietnam (NOC)
Northern Offshore	8.3%	Energy Searcher	Drillship 2,500WD	VietGazprom (NOC)
PV Drilling	33.3%	PV Drilling 1	Jackup IC 300WD	JVPC
		PV Drilling 2	Jackup IC 350WD	Lam Son JOC
		PV Drilling 3	Jackup IC 350WD	VietSovPetro
		Topaz Driller	Jackup IC 350WD	Phu Quy JOC
Seadrill Ltd	16.7%	West Ariel	Jackup IC 400WD	VietSovPetro
		West Larissa	Jackup IC 300WD	VietSovPetro
Transocean Inc.	8.3%	GSF Galveston Key	Jackup IC 300WD	Cuu Long JOC
Vietsopetro	16.7%	Tam Dao	Jackup IC 300WD	VietSovPetro
		Cuu Long	Jackup IC 300WD	VietSovPetro

(hiện tại PVD cung cấp đội ngũ vận hành giàn khoan cho nhiều nhiều giàn khoan ngoài) và (2) PVD có Tập đoàn dầu khí hậu thuẫn từ phía sau.

Như vậy, dựa trên mối quan hệ với Tập đoàn dầu khí, PVD có thể đạt được thị phần lớn trong thị trường cho thuê giàn khoan, trong đó, PVD sẽ sử dụng cả giàn khoan của công ty và thuê ngoài. Theo bảng dưới đây, có thể thấy tất cả những nhà thầu dầu khí đang hoạt động trong lãnh hải Việt Nam đều có liên quan đến Tập đoàn dầu khí hoặc là chính Tập đoàn.

Trên thực tế, hạn chế lớn nhất để ký được thêm các hợp đồng là tiềm lực tài chính của công ty còn nhỏ. Việc xây dựng các giàn khoan đòi hỏi vốn đầu tư lớn và trong thời gian dài, đồng thời chịu rủi ro xây dựng thừa giàn khoan trong những thời điểm nhất định trong chu kỳ của thị trường.

Bằng việc thuê ngoài, PVD có thể chiếm được thêm thị phần với rủi ro thấp và sẽ đạt được lợi nhuận cao mà vẫn giữ được tính linh hoạt trong việc đặt hàng các giàn khoan mới trong tương lai.

PVD đang được hưởng lợi từ sự dư thừa trên thị trường cho thuê giàn khoan tự nâng trong bối cảnh nhiều công ty dịch vụ khoan phải cho các giàn khoan của mình ngừng hoạt động để giảm áp lực thừa cung. Chẳng hạn, vào cuối năm 2009, công ty khoan dầu khí Transocean đã phải cho ¼ giàn khoan hoạt động tại thị trường Việt Nam ngừng hoạt động. Hiện tại, tình trạng dư thừa nguồn cung trên thị trường cho thuê giàn khoan đem lại lợi thế cho PVD do điều này cho phép công ty tiếp cận với nguồn cung giàn khoan không hoạt động với chi phí thấp.

Mặc dù PVD nói rằng công ty có thể sẽ thuê thêm từ 1-2 giàn khoan tự nâng bên ngoài trong năm nay, và chúng tôi cho rằng PVD có thể tìm được hợp đồng thuê cho những giàn khoan này, trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi đã giả định một cách thận trọng rằng PVD sẽ thuê các giàn khoan bên ngoài với tổng số ngày làm việc là 300 ngày (bất kể công ty thuê bao nhiêu giàn khoan bên ngoài) với giá thuê bình quân là 125,000 USD/ngày. Cùng với các giàn khoan của chính PVD, chúng tôi dự báo tổng doanh thu từ dịch vụ khoan dầu khí của PVD sẽ đạt 2,660 tỷ đồng, tăng 82%.

Các dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan dầu khí và thương mại

Một điểm tích cực của việc thuê các giàn khoan bên ngoài để ký thêm được những hợp đồng mới là điều này sẽ hỗ trợ cho mảng dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan thông qua việc tạo ra thêm việc làm cho các dịch vụ của PVD. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng

tôi giả định doanh thu của PVD từ các dịch vụ liên quan đến hoạt động khoan dầu khí sẽ tăng trưởng với 30% trong năm 2010.

Giả định của chúng tôi dựa trên lập luận rằng việc có tới 4 giàn khoan cùng hoạt động sẽ làm tăng nhu cầu đối với những dịch vụ khác của PVD trong điều kiện giá dầu thô ổn định ở mức 70-80 USD/thùng và có điều chỉnh theo giả định áp lực cạnh tranh từ các công ty nước ngoài trên thị trường thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam tiếp tục tăng.

Đồng thời, chúng tôi dự báo mảng thương mại của PVD sẽ không tăng trưởng do công ty tập trung nhiều hơn vào các dịch vụ giá trị gia tăng. Dựa trên những giả định này, chúng tôi dự báo doanh thu từ các dịch vụ có liên quan đến hoạt động khoan dầu khí năm 2010 đạt 2,500 tỷ đồng và doanh thu thương mại khoảng 700 tỷ đồng.

Tỷ suất lợi nhuận gộp

Dựa trên những giả định về giá cho thuê và hiệu suất sử dụng giàn khoan, chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng dịch vụ khoan dầu khí của PVD năm 2010 sẽ tăng trưởng 39.5%, thấp hơn so với mức 56% của năm 2010 do giá cho thuê giàn khoan bình quân giảm 20% và chi phí vận hành tăng do hiện tại PVD có 3 giàn khoan tự nâng đang hoạt động.

Chúng tôi cũng xin nhắc lại rằng tỷ suất lợi nhuận gộp của giàn khoan thứ 4, giàn khoan Topaz Driller, được tính theo mức dự báo của chính PVD là 10%.

Chúng tôi dự báo tỷ suất lợi nhuận gộp của các dịch vụ có liên quan đến hoạt động khoan dầu khí sẽ duy trì ở mức 22% như trong năm 2009 và tỷ suất lợi nhuận gộp của mảng thương mại sẽ duy trì ở mức 1.0% do PVD đưa ra các dịch vụ giá trị gia tăng để bù đắp cho việc giá đang chịu áp lực giảm do cạnh tranh ngày càng gay gắt từ các công ty nước ngoài trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ.

Chi phí tài chính

Chi phí tài chính của PVD, bao gồm chi phí lãi vay của khoản nợ 300 triệu USD được vay để xây dựng các giàn khoan và dự phòng lỗ tỷ giá do đồng VNĐ trượt giá so với USD. Do lãi vay của PVD được neo vào lãi suất Libor, Sibor và lãi suất huy động vốn bằng đồng USD trong nước, và từ năm 2010, lãi vay của các khoản vay dành cho xây dựng hai giàn khoan PVD II và PVD III sẽ được ghi nhận dưới dạng chi phí lãi vay thay vì chi phí đầu tư, chúng tôi dự báo chi phí lãi vay phải trả của PVD năm 2010 sẽ tăng 261%, lên 260.7 tỷ đồng.

Dự báo của chúng tôi dựa trên giả định rằng lãi suất Sibor bình quân kỳ hạn 6 tháng năm 2010 sẽ tăng khoản 0.5% so với năm 2009 trong khi lãi suất huy động bình quân trong nước sẽ tăng 1% so với năm 2009.

Chúng tôi cũng giả định rằng tỷ giá VNĐ/USD liên ngân hàng sẽ tăng 5% trong năm 2010 theo quan điểm của HSC. Do đó, với khoản nợ 300 triệu USD, dự phòng lỗ tỷ giá của PVD sẽ vào khoảng 280 tỷ đồng.

Tóm lại chúng tôi giả định chi phí tài chính của PVD sẽ vào khoảng 541.8 tỷ đồng, tăng 61%.

Lợi nhuận tài chính

Hầu hết lợi nhuận tài chính của PVD là từ tiền gửi tiết kiệm ngắn hạn từ khoản tiền gửi được dành để trả lãi

và gốc các khoản nợ trước khi đến hạn. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định rằng lợi nhuận từ tiền gửi ngắn hạn của PVD năm 2010 sẽ vào khoảng 168 tỷ đồng.

Lợi nhuận từ liên doanh

PVD có 4 liên doanh gồm liên doanh BJ-PVD, liên doanh PVD-PTI, liên doanh PVD Tuburlars và một liên doanh mới thành lập với Baker Hughes. Trong mô hình lợi nhuận của mình, chúng tôi giả định 3 liên doanh đầu tiên sẽ đạt lợi nhuận tương đương với năm 2009, đem lại cho PVD 50 tỷ đồng lợi nhuận thuần, còn liên doanh mới thành lập với Baker Hughes sẽ chưa đem lại nhiều lợi nhuận trong năm đầu thành lập. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kể từ năm 2011, liên doanh mới này sẽ đem lại nguồn lợi nhuận quan trọng cho PVD.

Các chỉ số tài chính cơ bản	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Doanh thu (triệu đồng)	3,728,746	4,096,780	6,751,367	8,011,312	10,028,301	11,171,252	12,394,830
Tăng trưởng doanh thu (%)	36.2%	9.9%	64.8%	18.7%	25.2%	11.4%	11.0%
Lợi nhuận sau thuế (triệu đồng)	933,076	842,167	909,008	1,349,099	1,948,602	2,234,214	2,088,724
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	61.9%	-9.7%	7.9%	48.4%	44.4%	14.7%	-6.5%
EPS (đồng)	7,431	6,179	4,303	6,386	8,696	10,017	9,406
Tăng trưởng EPS (%)	20.0%	-16.8%	-30.4%	48.4%	36.2%	15.2%	-6.1%
Kết quả HĐKD (triệu đồng)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Doanh thu	3,728,746	4,096,780	6,751,367	8,011,312	10,028,301	11,171,252	12,394,830
EBITDA	1,182,669	1,281,001	2,190,217	2,528,227	3,339,370	3,657,618	3,844,018
Khấu hao	175,189	254,301	897,792	738,374	932,211	969,476	990,094
EBIT	1,007,480	1,026,700	1,292,424	1,789,853	2,407,159	2,688,143	2,853,924
Lợi nhuận từ hoạt động tài chính	(94,324)	(128,807)	(373,726)	(259,642)	(239,120)	(119,865)	5,016
Lãi vay	78,731	72,282	260,727	255,728	189,331	144,412	97,700
Lợi nhuận từ HĐKD chính	877,869	855,341	981,513	1,480,211	2,153,812	2,476,139	2,670,001
Lợi nhuận ngoài HĐKD chính	(3,236)	49,302	-	-	-	-	-
Lợi nhuận từ công ty liên doanh	54,116	49,776	50,184	53,914	64,017	67,592	86,223
Lợi nhuận trước thuế	928,748	954,418	1,031,697	1,534,125	2,217,828	2,543,731	2,756,224
Thuế thu nhập doanh nghiệp	6,411	112,251	122,689	185,026	269,226	309,517	667,500
Thuế thu nhập DN hoãn lại	-10,738	-	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế	933,076	842,167	909,008	1,349,099	1,948,602	2,234,214	2,088,724

Bảng cân đối kế toán (triệu đồng)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Tiền	687,790	879,027	270,823	323,194	384,437	828,302	996,489
Các khoản đầu tư ngắn hạn	120,000	22,000	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu	1,056,945	1,262,603	1,920,291	2,278,657	2,852,350	3,177,439	3,525,462
Hàng tồn kho	174,461	303,521	337,568	400,566	501,415	558,563	619,742
Tài sản ngắn hạn khác	26,098	35,490	58,708	69,664	87,203	97,141	107,781
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-	-	-
Tài sản cố định	6,272,698	9,478,218	12,567,791	13,742,914	12,873,922	11,979,631	11,079,040
Các khoản đầu tư dài hạn	245,120	174,195	246,789	300,704	364,720	432,312	518,535
Các loại tài sản khác	49,749	249,723	340,140	402,708	503,129	559,848	620,599
Tổng tài sản	8,632,863	12,404,776	15,742,111	17,518,407	17,567,176	17,633,237	17,467,647
Nợ ngắn hạn	3,892,010	2,590,091	4,113,234	6,146,127	6,099,671	6,591,358	5,790,479
Các khoản nợ ngắn hạn chịu lãi suất	1,983,810	806,633	1,198,894	2,687,911	1,770,787	1,769,101	440,044
Nợ dài hạn	2,116,449	5,572,170	6,559,435	5,044,057	3,436,435	1,776,042	1,395,202
Các khoản nợ dài hạn chịu lãi suất	1,878,918	5,542,044	6,514,426	4,990,648	3,369,580	1,701,567	1,312,570
Vốn chủ sở hữu	2,113,824	4,222,453	5,037,556	6,283,164	7,967,397	9,177,460	10,164,902
Vốn khác ngoài vốn chủ sở hữu	19,620	6,263	15,326	25,189	39,828	59,764	82,728
Lợi ích của cổ đông thiểu số	490,961	13,799	16,559	19,871	23,845	28,614	34,336
Tổng cộng nguồn vốn	8,632,863	12,404,776	15,742,111	17,518,407	17,567,176	17,633,237	17,467,647
Dòng tiền (triệu đồng)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
Thu nhập ròng	928,748	954,418	1,031,697	1,534,125	2,217,828	2,543,731	2,756,224
Khấu hao	175,189	254,301	897,792	738,374	932,211	969,476	990,094
Dự phòng giảm giá	78,731	72,282	260,727	255,728	189,331	144,412	97,700
Lãi vay	8,414	6,344	3,848	4,566	5,716	6,368	7,065
Lợi nhuận từ các khoản đầu tư	(145,421)	(256,683)	(218,238)	(221,968)	(232,071)	(235,646)	(254,277)
Chênh lệch tỷ giá	70,354	223,225	283,404	196,185	150,494	101,886	51,047
Dòng tiền trước khi thay đổi vốn lưu động	1,116,015	1,253,887	2,259,230	2,507,011	3,263,510	3,530,226	3,647,853
Thay đổi vốn lưu động	463,821	(944,973)	(321,498)	(611,118)	(666,580)	(749,574)	(1,012,871)
Dòng tiền từ hoạt động KD chính	1,579,836	308,914	1,937,733	1,895,893	2,596,930	2,780,652	2,634,983
Mua tài sản cố định	(3,211,943)	(3,459,820)	(3,987,366)	(1,913,497)	(63,219)	(75,184)	(89,503)
Thay đổi từ các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	(120,000)	98,000	22,000	-	-	-	-
Thay đổi từ các khoản đầu tư tài chính dài hạn	(167,222)	70,926	(72,595)	(53,914)	(64,017)	(67,592)	(86,223)
Thay đổi trong các tài sản dài hạn khác	-	(200,403)	(90,845)	(62,997)	(100,849)	(57,148)	(61,179)
Thu nhập từ lợi tức, lãi suất và lợi nhuận	157,066	256,683	218,238	221,968	232,071	235,646	254,277
Dòng tiền từ hoạt động đầu tư	(3,342,099)	(3,234,615)	(3,910,567)	(1,808,441)	3,985	35,722	17,372
Vốn đóng góp từ các cổ đông	7,817	1,157,233	838,169	588,650	706,380	847,656	-
Mua cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	-	-	-
Thay đổi nợ ròng	2,287,803	2,485,949	1,364,643	(34,762)	(2,538,191)	(1,669,700)	(1,718,054)
Trả cổ tức	(367,508)	(526,244)	(838,169)	(588,650)	(706,380)	(1,546,972)	(762,891)
Dòng tiền từ hoạt động tài chính	1,928,112	3,116,938	1,364,643	(34,762)	(2,538,191)	(2,369,016)	(2,480,944)
Dòng tiền thuần	165,849	191,237	(608,191)	52,691	62,724	447,358	171,410

Các chỉ số cơ bản	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
P/E theo giá mục tiêu	8.8	10.6	15.2	10.3	7.5	6.5	7.0
P/B theo giá mục tiêu	4.4	3.4	3.8	3.7	3.5	3.6	3.3
Tăng trưởng EBITDA (%)	47.5%	8.3%	71.0%	15.4%	32.1%	9.5%	5.1%
Tỷ suất EBITDA (%)	31.7%	31.3%	32.4%	31.6%	33.3%	32.7%	31.0%
Tăng trưởng EBIT (%)	153.4%	101.9%	125.9%	138.5%	134.5%	111.7%	106.2%
Tỷ suất EBIT (%)	27.0%	25.1%	19.1%	22.3%	24.0%	24.1%	23.0%
Tăng trưởng LN sau thuế (%)	61.9%	-9.7%	7.9%	48.4%	44.4%	14.7%	-6.5%
Tỷ suất LN sau thuế (%)	25.0%	20.6%	13.5%	16.8%	19.4%	20.0%	16.9%
Mức thuế hiệu dụng (%)	1.8%	11.8%	11.9%	12.1%	12.1%	12.2%	24.2%
Lợi nhuận/vốn chủ sở hữu (%)	47.3%	26.6%	19.6%	23.8%	27.3%	26.1%	21.6%
Lợi nhuận/tổng tài sản (%)	14.4%	8.0%	6.5%	8.1%	11.1%	12.7%	11.9%
EV/EBITDA (theo giá mục tiêu)	FY2008	FY2009F	FY2010F	FY2011F	FY2012F	FY2013F	FY2014F
MC	13,807,165						
Nợ ròng	3,174,938	5,469,650	7,442,497	7,355,364	4,755,931	2,642,365	756,124
EV	17,473,063	19,290,614	21,266,221	21,182,400	18,586,940	16,478,143	14,597,626
EBITDA	1,182,669	1,281,001	2,190,217	2,528,227	3,339,370	3,657,618	3,844,018
EV/EBITDA	14.8	15.1	9.7	8.4	5.6	4.5	3.8

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi HSC hoặc một trong các chi nhánh để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài. Các thông tin trong báo cáo được HSC xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính Công ty, HSC không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Các ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Giá cả và các công cụ tài chính có thể thay đổi mà không báo trước. HSC có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh hoặc mua bán chứng khoán cho các quỹ mà HSC đang quản lý. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào. Cán bộ của HSC có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn các thông tin trong báo cáo này.



TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 1, 2 & 3, Tòa nhà Capital Place
6 Thái Văn Lung, Quận 1, TPCHM
T : (+84 8) 3 823 3299
F : (+84 8) 3 823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

6 Lê Thánh Tông
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
T : (+84 4) 3 933 4693
F : (+84 4) 3 933 4822

E: infor@hsc.com.vn **W**: www.hsc.com.vn