

15/05/2012



Phương Tôn
Chuyên viên cao cấp
Phuong.Ton@vcsc.com.vn
+84 8 3 914 3588 ext. 146

Giá mục tiêu TL tăng giá

46.500
15,7%

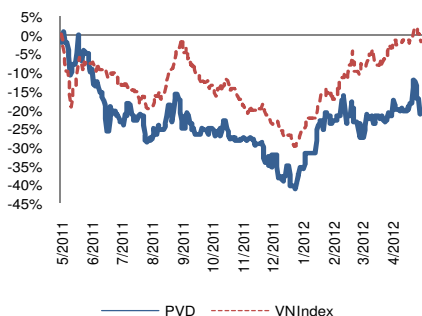
Dầu khí

Các chỉ số chính

Giá ngày 14/05/2012	40.200
Mức thấp nhất 52 tuần	30.000
Mức cao nhất 52 tuần	51.500
KLGD bình quân 30 ngày	247.232
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	210
Giá trị vốn hóa (Tỷ VND)	8.448
Giá trị vốn hóa (Triệu USD)	402
TL sở hữu nước ngoài	35%

Định giá	2010	2011	2012F
EPS (cơ bản)	4.235	5.008	5.421
Tăng trưởng EPS	-38%	18,3%	8,2%
P/E (thị giá)	12,40x	6,58x	7,46x
P/B (thị giá)	2,13x	1,14x	1,17x
EV / EBITDA	9,04x	6,74x	6,22x
ROE	18,5%	17,9%	16,7%
ROA	6,5%	6,2%	6,1%
ROIC	7,8%	7,9%	7,9%
Nợ/Vốn CSH	128,1%	127,4%	97,7%

Diễn biến giá	3M	6M	12M
Tuyệt đối	0,8%	9,5%	-21,2%
Tương đối	-0,8%	-11,6%	-19,1%



Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam	50,38%
Tổ chức trong nước	6,52%
Tổ chức nước ngoài	35,27%
NDT cá nhân	7,83%

PVD: Đầu tư để tiếp tục tăng trưởng

Chỉ tiêu 2012 cao hơn dự báo của chúng tôi một chút; tỷ suất lợi nhuận có thể đặt ra cao hơn. ĐHCĐ đã thông qua chỉ tiêu doanh thu 10.100 tỷ đồng (tăng 9,7% so với năm ngoái) và lợi nhuận sau thuế đạt 1.150 tỷ đồng (tăng 7,8%). Dù giàn khoan TAD mới đưa vào hoạt động có giá thuê rất tốt ở mức 205.000USD/ngày, mục tiêu tăng trưởng doanh thu như vậy giảm còn một nửa so với năm 2011 (tăng 21,6%). Tăng trưởng 2012 thấp đi do các nguyên nhân sau: i) PVD I sẽ có 45 ngày bảo dưỡng lớn và ii) sẽ chỉ có một giàn khoan thuê ngoài (Key Hawaii) so với con số 5 giàn khoan vào lúc cao điểm năm 2011, khiến doanh thu từ cho thuê lại giàn khoan giảm khoảng 1.115 tỷ đồng. Tuy nhiên, do biên lợi nhuận của giàn khoan TAD dự kiến sẽ cao hơn, khoảng 20% so với 8%-10% của giàn thuê lại, chúng tôi kỳ vọng tỷ suất lợi nhuận năm 2012 tăng nhẹ (lên 11,72%) thay vì giảm như PVDrilling đưa vào kế hoạch.

Với chỉ tiêu LNST này, EPS 2012 sẽ đạt 5.490 đồng/cổ phiếu. Dự báo gần đây nhất của chúng tôi thấp hơn một chút, với doanh thu và LNST lần lượt là 9.587 tỷ đồng và 1.117 tỷ đồng, theo đó EPS tương ứng là 5.421 đồng/cổ phiếu.

Cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2011 là 1.500 đồng/cổ phiếu, lợi suất cổ tức tương ứng là 3,6%. Đây là một giải pháp trung hòa các luồng ý kiến trái chiều của cổ đông. Một mặt, một số cổ đông yêu cầu mức cổ tức bằng tiền mặt cao hơn để bù lại tác động pha loãng từ việc phát hành cổ phiếu sắp tới. Ngược lại, một số lại cho rằng công ty vẫn còn các khoản nợ cũng như nhu cầu vốn lớn để đầu tư tài sản cố định, vì vậy nên trả cổ tức bằng cổ phiếu và giữ lại tiền mặt (tổng 316 tỷ đồng tại mức cổ tức 1.500 đồng/cổ phiếu) để tái đầu tư.

Đầu tư XDCB tiếp tục ở mức cao với 1.408 tỷ đồng. Phần lớn là để xây dựng sà lan tiếp trợ mới với tổng kinh phí 150 triệu USD, dự kiến sẽ giải ngân 694 tỷ năm nay. Chúng tôi xin nhắc lại, vào đầu năm 2012 PVD dự định phát hành 200 triệu USD trái phiếu quốc tế để tài trợ việc xây dựng/mua lại một giàn khoan tự nâng kỹ thuật cao trị giá 220 triệu USD. Kế hoạch này hiện đã bị hoãn lại.

Dự kiến phát hành 40 triệu cổ phiếu nhằm tăng vốn điều lệ 19% trong quý 3/2012. Trong khi tỷ số nợ/VCSH hiện tại ở mức 127%, việc phát hành cổ phiếu là một sự lựa chọn hợp lý hơn nhằm gây vốn và giảm tỷ số nợ/VCSH xuống 104%, nếu giả định giá phát hành là 35.000 đồng/cổ phiếu. Số tiền thu được sẽ được dùng để mua tài sản cố định, trong đó ưu tiên sà lan tiếp trợ.

Chúng tôi cho rằng đây là một quyết định đúng đắn. Trước hết, trong lĩnh vực khoan dầu khí, đầu tư vào giàn khoan rất tốn kém nhưng lại là cách duy nhất để tăng doanh thu và tránh phụ thuộc vào việc đi thuê lại (trong năm 2011-2012, chúng ta đã chứng kiến tình trạng không ổn định từ việc thuê lại). Thứ hai, việc phát hành cổ phiếu sẽ giúp PVDrilling không phải trả lãi ngân hàng. Thứ ba, do PVDrilling đang dự định mở rộng ra khỏi phạm vi lãnh thổ Việt Nam, việc có một công ty quốc tế giàu kinh nghiệm và có uy tín làm đối tác chiến lược để hỗ trợ quá trình chuyển tiếp này có ý nghĩa rất lớn.

Theo ý kiến của chúng tôi, khả năng thành công là khá cao do kế hoạch này sẽ mở đường cho đối tác chiến lược thâm nhập thị trường khoan dầu khí trong nước từ một góc độ khác. Trong khi đó, đây có thể xem là bước ngoặt lớn đối với PVN vốn luôn nắm cổ phần kiểm soát tại PVD. Tuy nhiên, không loại trừ khả năng PVN sẽ tham gia vào việc phát hành này để duy trì tỷ lệ cổ phần hiện tại.

Dự án sà lan tiếp trợ

Sà lan tiếp trợ được xếp vào loại giàn tiếp trợ (cùng với semi-tender) có chức năng là phục vụ giàn khai thác nhưng không có khả năng khoan độc lập

Hiện giàn khoan tiếp trợ đang tăng mức độ phổ biến so với giàn khoan tự nâng vì một số lý do: i) hiệu quả hơn về mặt chi phí, ii) linh động hơn, không bị vấn đề tắc nghẽn thiết bị dưới lòng biển và iii) có khả năng chịu được điều kiện thời tiết khắc nghiệt hơn cũng như thâm nhập được độ sâu lớn hơn (nguồn: Seadrill and Mermaid Maritime Plc). Thị trường lớn nhất của sà lan tiếp trợ hiện nay là Đông Nam Á và nhà quản lý lớn nhất là Seadrill.

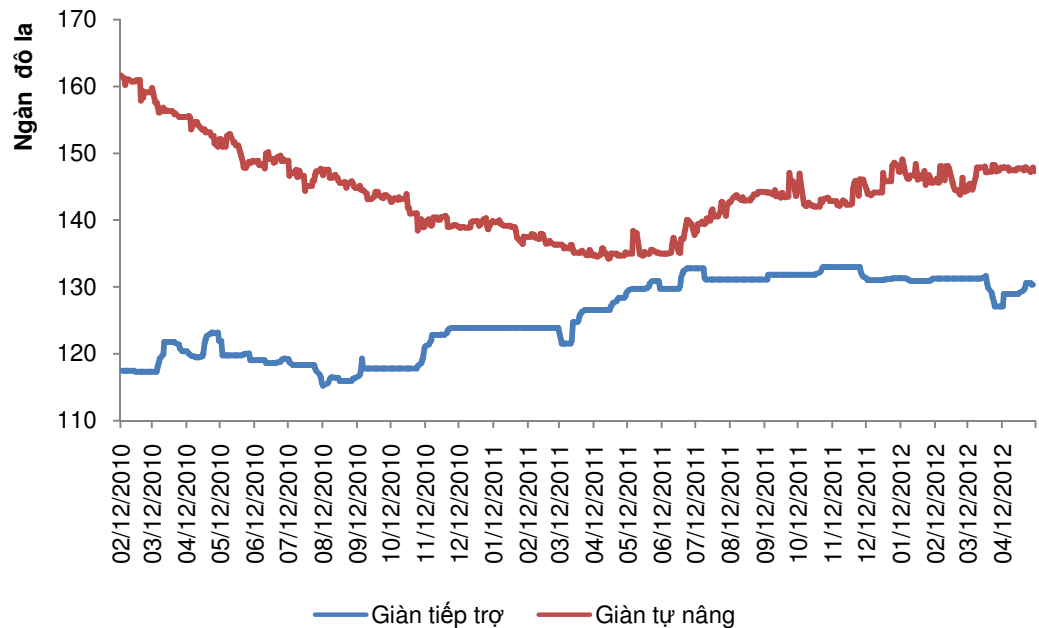
Hình 1: Tổng hợp vị trí và giá thuê của đội sà lan tiếp trợ toàn cầu

#	Tên giàn khoan	Quản lý	Điều hành	Quốc gia	Tiền thuê ngày/ Tình trạng
1	T-4	Seadrill	Chevron	Thái Lan	101.000
2	T-6	Seadrill	Carigali-PTT	Thái Lan	101.000
3	Global Jade	KCA Deutag	-	Indonesia	105.000
4	Searex IX	Marlin	-	Malaysia	115.000
5	W.D Kent	Marlin	-	Malaysia	120.500
6	T-12	Seadrill	Chevron	Thái Lan	120.000
7	T-10	Seadrill	Chevron	Malaysia	120.000
8	Global Emerald	KCA Deutag	-	Brunei	123.000
9	Teknik Berkas	Seadrill	Petronas Carigali	Malaysia	124.660
10	KM-1	Kencana	Petronas Carigali	Malaysia	125.000
11	Global Sapphire	KCA Deutag	-	Indonesia	131.000
12	T-11	Seadrill	Chevron Petronas	Thái Lan	134.000
13	T-9	Seadrill	(NOC)	Malaysia	135.000
14	T-7	Seadrill	Chevron	Thái Lan	64.500
15	T-3	Seadrill	PTTEP	Thái Lan	83.000
16	BassDrill Alpha	BassDrill	Total	Congo	94.000
17	Searex X	Marlin	NA	Angola	Accommodation
18	MTR-2	Mermaid Drilling	NA	Indonesia	Nghỉ
19	Charley Graves	Marlin	NA	Malaysia	Nghỉ
20	MTR-1	Mermaid Drilling	NA	Thái Lan	Nghỉ
21	Kencana TBN1	Kencana Drilling	NA	Malaysia	Đang đóng
22	Kencana TBN2	Kencana Drilling	NA	Malaysia	Đang đóng
23	T-15	Seadrill	NA	Thái Lan	Đang đóng
24	T-16	Seadrill	NA	Thái Lan	Đang đóng
25	T-17	Seadrill	NA	Trung Quốc	Đang đóng
26	Saipem	Saipem	-	Congo	Không có thông tin

Nguồn: BassDrill Pareto Conference 2011, ODS-PetroData, RigZone

Trong thời gian qua giá thuê ngày của sà lan tiếp trợ nhìn chung ổn định hơn giàn khoan tự nâng, do đó lợi suất đầu tư cũng ít biến động hơn.

Hình 2: Giá thuê ngày của giàn khoan tiếp trợ và tự nâng WD 300'+



Nguồn: Bloomberg

Theo báo cáo phân tích của Seadrill vào tháng 01/2012, giàn khoan tiếp trợ có chi phí vận hành tương đương giàn khoan tự nâng tại mức 60.000USD/ngày. Vì vậy, nếu giả định tiền thuê giàn khoan tự nâng duy trì tại mức cao hơn 10.000-15.000USD/ngày so với tiền thuê sà lan tiếp trợ, khoản tiền tiết kiệm được từ chi phí khấu hao khi sử dụng sà lan tiếp trợ là tương đương (một sà lan tiếp trợ trị giá khoảng 150 triệu USD trong khi một giàn khoan tự nâng WD300'+ tốn khoảng 220 triệu USD), do vậy tỷ lệ lãi gộp của 2 loại giàn là như nhau. Tuy nhiên, sà lan tiếp trợ đòi hỏi ít vốn đầu tư xây dựng cơ bản hơn và vì vậy đòi hỏi sử dụng vốn vay ít hơn khoảng 49 triệu USD (trên cơ sở tỷ số nợ/vốn CSH là 70/30), nhờ vậy PVDrilling có thể tiết kiệm được 3,4 triệu USD tiền lãi vay hàng năm, với giả định lãi suất là 7%/năm.

Để tài trợ dự án sà lan tiếp trợ, PVD dự kiến lập một hợp đồng hợp tác kinh doanh (BCC) theo đó PVD sẽ sở hữu 51% và Seadrill sẽ sở hữu 49% công ty được lập ra. Nợ sẽ chiếm 70% chi phí sà lan tiếp trợ. Theo tính toán của PVD, với kinh phí đầu tư 150 triệu USD, tỷ số nợ/VCSH 70/30 và lãi suất bằng USD là 7,0%, dự án sẽ mang lại tỷ suất hoàn vốn nội bộ 10% và thời gian hoàn vốn là khoảng 8 năm.

Khi hoàn thành, sà lan tiếp trợ sẽ có khách hàng đầu tiên là tập đoàn Chevron với thời hạn hợp đồng kéo dài khoảng 10 năm phục vụ chiến dịch khoan tại Lô B, mỏ khí Ô Môn thuộc bể Malay-Thổ Chu.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Phương Tôn, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/11/2010.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
THÊM VÀO	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
NĂM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
GIẢM	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

Trụ sở chính

67 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM, Việt Nam
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

136 Hàm Nghi, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

Quyền Giám Đốc

Vũ Thanh Tú, ext 105

tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên Cứu và Phân Tích

+84 8 3914 3588

research@vcsc.com.vn

CV Kinh tế, Đoàn Thị Thu Hoài, ext 139

CV cao cấp, Đinh Thị Như Hoa, ext 140

CV cao cấp, Tôn Minh Phương, ext 146

CV cap cấp, Hoàng Hương Giang, ext 142

Chuyên viên, Vũ Thị Trà Lý, ext 147

Chuyên viên, Vũ Hoàng Việt, ext 143

Chuyên viên, Nguyễn Duy Phong, ext 120

Chuyên viên, Phạm Thùy Dương, ext 130

Chuyên viên, Lương Thị Kim Chi, ext 145

Chuyên viên, Nguyễn An Thiên Trang, ext 116

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M.Sc.

+84 8 3914 3588, ext 102

michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng

+84 8 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Khách hàng Nhật

Trần Minh Huệ

+84 8 3914 3588, ext 122

hue.tran@vcsc.com.vn

Phòng môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh

+84 8 3914 3588, ext 222

quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang

+84 4 6262 6999, ext 312

quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
16/08/2011	THÊM VÀO	36.800	44.000
08/11/2011	THÊM VÀO	37.900	44.000
16/03/2012	THÊM VÀO	38.900	46.500