

Ngành: Dầu khí
Ngày 17 tháng 09 năm 2013
Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (HOSE: PVD)
Trần Thị Thủy Tiên

Chuyên viên phân tích

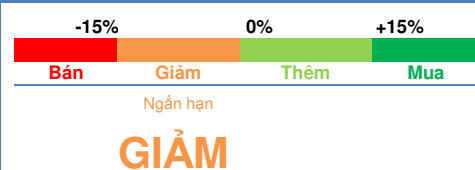
Email: tienttt@fpts.com.vn

Điện thoại: (84) – 8 6290 8686 – Ext: 8928

 Giá hiện tại **61.500**

 Giá mục tiêu **60.300**

 Tăng/giảm **- 1,99%**

 Tỷ suất cổ tức **3,25%**

Diễn biến giá cổ phiếu PVD

Tóm tắt báo cáo

▪ **6 tháng đầu năm 2013, PVD đạt 6.528 tỷ đồng doanh thu tăng 31%, LNST đạt gần 865 tỷ đồng tăng 41% so với cùng kỳ nhờ 1. Giá thuê tăng 15% so với cùng kỳ; 2. PVD đang cho thuê 4 giàn khoan thuê lại so với cùng kỳ chỉ có 1 giàn; 3. Các giàn khoan luôn vận hành với hiệu suất cao trên 95% trong đó giàn khoan PVD V hoạt động cả Q.1/2013 so với chỉ từ tháng 02/2012.**

▪ **Dự báo KQKD 6 tháng cuối năm 2013 của PVD có thể tăng tốt hơn so với đầu năm do 1. Các hợp đồng khoan sẽ được tái ký mới với mức giá tăng khoảng 15% so với giá cũ; 2. PVD có thể hạch toán 50% lợi nhuận từ liên doanh PVD - Baker Hughes. Qua đó, dự báo KQKD cả năm 2013 sẽ vượt xa kế hoạch đề ra (1.360 tỷ đồng) với LNST dự kiến sẽ đạt 1.809 tỷ đồng, tăng trưởng 36,92% so với cùng kỳ.**

▪ **Triển vọng năm 2014, chúng tôi ước tính hoạt động kinh doanh của PVD vẫn sẽ duy trì tăng trưởng tốt. Tuy nhiên, tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế sẽ không duy trì ở mức cao như năm 2013 dự báo tăng trưởng 9,03% do 1. Tiến độ đầu tư giàn Jack-Up 1 (sau khi phát hành riêng lẻ thành công sẽ đầu tư cho giàn khoan này) bị trễ nên PVD sẽ thuê một giàn khoan để cho thuê từ cuối năm 2013 và kéo dài trong năm 2014, với tỷ suất lợi nhuận gộp khá thấp khoảng 10%; 2. Giá thuê các giàn khoan Jack-Up do PVD sở hữu có thể vẫn tiếp tục tăng tuy nhiên dự báo mức tăng sẽ khó duy trì ở mức cao như năm 2013; 3. Hợp đồng thuê các giàn Landrig và Semisub Tender có thời hạn đến 2015, do đó doanh thu và lợi nhuận của các giàn khoan này tương đối ổn định.**

▪ **Triển vọng giai đoạn 2015 – 2017, chúng tôi mong đợi việc đầu tư mua 2 giàn Jack-Up đa năng từ nguồn vốn phát hành riêng lẻ năm 2013 sẽ đóng góp đáng kể vào triển vọng kinh doanh của PVD hơn là việc gia tăng số lượng giàn khoan thuê ngoài. Đây chính là động lực tăng trưởng chính giúp PVD duy trì tỷ lệ tăng trưởng cao trong giai đoạn tái đầu tư. Dự báo, PVD sẽ có thêm nguồn thu từ việc đầu tư mới này từ đầu năm 2015 với giàn Jack-Up 1 và giàn Jack-Up 2 trong năm 2017.**

Khuyến nghị: Căn cứ vào kết quả của phương pháp định giá dòng tiền FCFF, triển vọng ngành giai đoạn 2013 – 2017 với những bước phục hồi rất đáng kể từ mức thấp của năm 2011, và nhu cầu về giàn

Thông tin giao dịch 17/09/2013

Giá cao nhất 52 tuần (đ/cp)	62.000
Giá thấp nhất 52 tuần (đ/cp)	29.300
Số lượng CP niêm yết (triệu cp)	248,159
Số lượng CP lưu hành (triệu cp)	248,159
KLGD bình quân 3 tháng (cp/ngày)	378.346
% sở hữu nước ngoài	38,7%
Vốn điều lệ (tỷ đồng)	2.481
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	15.258

Định giá	2011	2012	2013F
EPS cơ bản*	5.088	6.279	8.611
P/E	6,52	5,97	7,99
BV (đ/cp)	29.576	33.216	34.246
P/B	1,12	1,13	1,80
ROE	18,67%	20,4%	23,64%
ROA	6,43%	7,03%	9,39%
EBITDA (Tỷ)	2.207	3.022	3.572
EV/EBITDA	6,44	4,73	6,08

(*) Ghi chú: EPS pha loãng 2013 là 7.698 đ/cp

Cổ đông lớn (11/09/2013) Tỷ lệ

PVN	50,38%
Nhà đầu tư nước ngoài	38,70%
VCB	2,15%
PVFC	3,07%
Cổ đông khác	5,70%

Nguồn: PVD

Tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2013 – 2017 hàng năm CAGR là 7,08%/năm. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế hàng năm CAGR là 13,29%/năm

khoan trong nước cũng như trong khu vực còn rất lớn giúp mức giá thuê giàn liên tục tăng cao. Giá mục tiêu của PVD được xác định là **60.300 đồng/cp**. Tuy nhiên, hiện giá giao dịch của PVD đã trên giá mục tiêu nên chúng tôi khuyến nghị **GIẢM** tỷ trọng đối với cổ phiếu này.

Chúng tôi cũng lưu ý nhà đầu tư nên chú ý với những rủi ro khi mức thu nhập pha loãng dựa trên mức vốn điều lệ mới trong năm 2014 sẽ tăng lên 17,05% trong khi tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế năm 2014 (9,03%) có thể sẽ không duy trì ở mức cao như năm 2013 (36,92%). Thêm vào đó, mức thu nhập (EPS) sẽ bị ảnh hưởng thêm bởi một số ưu đãi về miễn giảm thuế của công ty mẹ sẽ hết hiệu lực trong năm 2014.

Các chỉ tiêu tài chính dự báo

Chỉ tiêu	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu (triệu đồng)	11.929.456	15.061.794	16.014.233	16.895.898	18.304.197	19.802.417
LN thuần (triệu đồng)	1.321.790	1.809.741	1.973.228	2.300.724	2.567.075	2.980.997
EPS (đồng)	6.279	8.611	7.171	8.361	9.329	10.833
EPS pha loãng		7.698				
Cổ tức (đồng)	2.000	2.800	3.000	3.500	3.900	4.600
Tăng trưởng doanh thu (%)	29,52%	26,26%	6,32%	5,51%	8,34%	8,19%
Tăng trưởng LN gộp	30,40%	29,01%	9,30%	11,98%	7,81%	6,99%
Tăng trưởng LNTT	34,95%	34,02%	8,59%	17,44%	11,03%	15,52%
Tăng trưởng EPS (%)	23,40%	37,14%	-16,73%	16,60%	11,58%	16,12%
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,49%	22,98%	23,62%	25,07%	24,95%	24,67%
ROE (%)	20,04%	23,64%	21,11%	22,14%	21,90%	22,52%
ROA (%)	7,03%	9,39%	9,24%	10,34%	10,90%	11,90%
EV/EBITDA (x)	4,73	6,08	5,16	4,47	4,03	3,30
Tỷ suất cổ tức (%)	5,33%	4,55%	4,88%	5,69%	6,34%	7,48%

Nguồn: PVD và FPTS dự báo

Kết quả định giá theo FCFF và EV/EBITDA (*)

FCFF

Cơ sở định giá	Ước tính
Tăng trưởng bình quân từ 2013-2017	13,29%
Tăng trưởng từ 2017 trở đi	3,40%
Rf: Lãi suất phi rủi ro	9,88%
β: Độ nhạy cổ phiếu với thị trường	1,01
Rm-Rf: Mức bù rủi ro thị trường	11,63%
To: Thuế suất 2013	14,49%
Tn: Thuế suất dài hạn	20,00%
WACC 2013	14,21%
WACC 2013 theo mức thuế dài hạn	14,11%
Giá trị nội tại	60.295

Nguồn: FPTS ước tính

So sánh định giá tương quan trong ngành

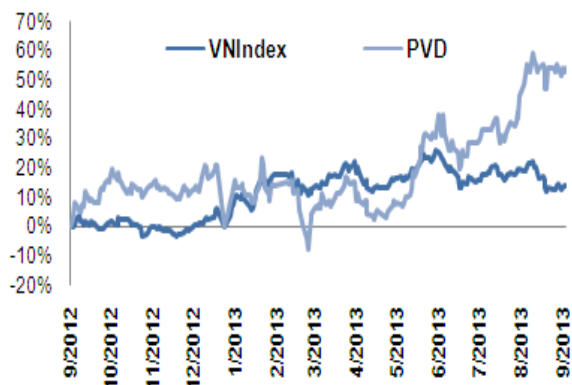
Tên Công ty	Quốc Gia	EV/ EBITDA 2012	EV/ EBITDA 2012 điều chỉnh	ROE 2012
Awilco Drilling PLC	UK	9,13	3,71	25%
CanElson Drilling Inc	Canada	6,72	4,10	16%
Diamond Offshore Drilling Inc	USA	8,09	5,00	16%
Ensco plc (ESV)	UK	5,60	5,28	11%
Helmerich & Payne Inc	USA	6,93	4,29	16%
Patterson-UTI Energy, Inc.	USA	11,32	9,74	12%
SPT Energy Group Inc	Hong Kong	11,32	6,04	20%
Bình quân giá quyền theo số giàn khoan			6,51	

Nguồn: Reuters và FPTTS thu thập

EV/EBITDA

Chỉ tiêu	Đvt	2012	2013F
EBITDA toàn DN	Tỷ đồng	3.022	3.572
EBITDA của PVD V-TAD	Tỷ đồng	262	269
Khấu hao của PVD V-TAD		108	111
LNTT của PVD V-TAD		117	121
Lãi vay của PVD V-TAD		37	37
EBITDA tương ứng Cty mẹ	Tỷ đồng	2.760	3.303
Vay thuần toàn DN	Tỷ đồng	5.741	3.821
Nợ vay		6.809	6.685
Tiền và các khoản tương đương tiền		1.068	2.864
Vay thuần của PVD V-TAD	Tỷ đồng	683	477
Vay thuần của Cty mẹ	Tỷ đồng	5.058	3.344
Tăng trưởng ngành	%		12,72%
EV/EBITDA Ngành chiết khấu	Lần	6,51	5,77
EV kỳ vọng cp PVD	Tỷ đồng		19.068
Giá trị vốn cổ phần	Tỷ đồng		15.724
Số lượng cổ phần	Triệu cp		275
Giá cổ phiếu	đ/cp		57.143

Ghi chú: (*) Loại trừ 37,57% lợi nhuận phải trả theo hợp đồng BCC của giàn PVD V – TAD; Nguồn: FPTTS ước tính

Giá cổ phiếu PVD trong 12 tháng so với VnIndex


Nguồn: FPTTS

Theo phương pháp so sánh EV/EBITDA thì giá cổ phiếu PVD hiện tại đã hợp lý với mức giá mục tiêu là **57.100 đồng/cp**. Thực tế, sự kỳ vọng KQKD khả quan trong năm 2013 đã phản ánh phần nào vào diễn biến giá cổ phiếu PVD trong thời gian vừa qua. Giá cổ phiếu đã tăng 54,4% so với đầu năm và tăng 81,97% trong 12 tháng vừa qua so với thời điểm thực hiện báo cáo (17/09/2013).

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Mạng lưới hoạt động giàn khoan của PVD tại các khu vực



Nguồn: PVD

Giới thiệu công ty

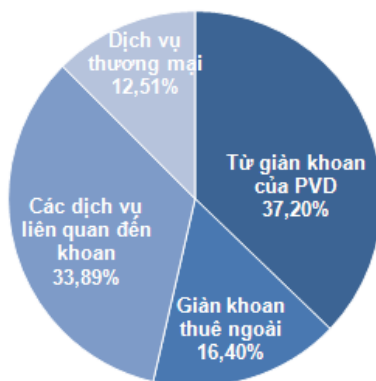
Lĩnh vực hoạt động chính của Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí (PVD) là cung cấp giàn khoan, dịch vụ kỹ thuật về khoan và giếng khoan, dịch vụ cung ứng nhân lực trong lĩnh vực khoan và giếng khoan dầu khí cho các hoạt động ngoài khơi và trên đất liền. Bên cạnh vị trí đứng đầu trên thị trường giàn khoan trong nước, PVD còn được giải thưởng “Nhà thầu khoan tốt nhất khu vực châu Á” do tổ chức World Finance trao tặng trong năm 2012.

Chiến lược phát triển

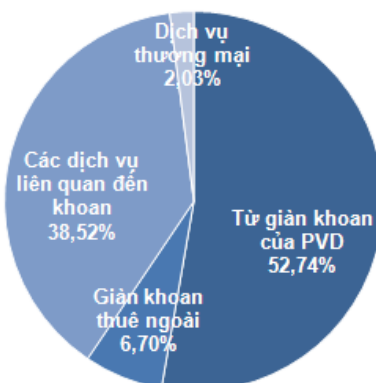
Bên cạnh nắm giữ vị trí đứng đầu thị trường trong nước, PVD còn có định hướng phát triển công nghệ khoan nước sâu và kỹ thuật cao, cùng với hợp tác liên doanh, liên kết, mở rộng để từng bước tiến ra thị trường dịch vụ khoan dầu khí khu vực và thế giới. Việc thành lập văn phòng tại Malaysia, tham gia đấu thầu dịch vụ dầu khí quốc tế là những bước thăm dò đầu tiên.

Các mảng hoạt động chính

Cơ cấu doanh thu năm 2012



Cơ cấu lợi nhuận trước thuế 2012



Nguồn: PVD

1. Dịch vụ khoan: Đóng góp 53,6% doanh thu (bao gồm cả giàn sở hữu và giàn thuê) và 59,44% lợi nhuận trước thuế.

Tính đến thời điểm cuối Q.2/2013, PVD đang vận hành 9 giàn khoan trong đó 5 giàn khoan sở hữu (3 giàn khoan biển tự nâng - Jack Up, 1 giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm - Semi-submersible Tender, 1 giàn khoan đất liền - Land Rig và 4 giàn khoan thuê - GSF Key Hawaii, ENSCO 107, Key Hawaii, Naga 2). Các giàn khoan sở hữu được PVD vận hành liên tục, an toàn với công suất cao, luôn trên 95%.

Thị phần dịch vụ khoan nước sâu dưới 100 mét: PVD trong năm 2012 vẫn duy trì ở mức ổn định với 50% thị phần giàn khoan Jack-Up tại Việt Nam và từ 50% - 90% thị phần đối với dịch vụ liên quan đến khoan. Dịch vụ cung cấp giàn khoan cho phân khúc nước sâu trên 100 mét chủ yếu do các nhà thầu khoan nước ngoài cung cấp.

Các hợp đồng cho thuê giàn khoan của PVD thường kéo dài từ 6 tháng đến vài năm tùy vào đặc điểm khai thác. Bên cạnh cung cấp giàn khoan, PVD còn cung cấp các dịch vụ khoan đi kèm, điều này tạo ra lợi thế lớn cho công ty trong việc đáp ứng nhu cầu của khách hàng.

2. Các dịch vụ liên quan đến khoan (Kỹ thuật Giếng khoan; Ứng cứu sự cố tràn dầu; Cơ khí sửa chữa; Cung ứng lao động): Đóng góp 33,89% doanh thu và 38,52% lợi nhuận trước thuế.

PVD là nhà thầu khoan duy nhất cung ứng dịch vụ khoan trọn gói tại Việt Nam. PVD cũng đã phát triển được các mảng dịch vụ kỹ thuật cao đi kèm như dịch vụ đo Karota khí (Mudlogging), đo trọng khi khoan (MWD), khoan định hướng (Directional Drilling), thử vỉa, lấy mẫu, dịch vụ gia công cơ khí và cho thuê thiết bị khoan dầu khí v.v... Trong đó nhiều dịch vụ đã chiếm lĩnh được hơn 90% thị phần như dịch vụ cho thuê thiết bị luôn giữ vững 100% thị phần trong nước, dịch vụ đo

Các giàn khoan biển vận hành tại Việt Nam

STT	Tên đơn vị sở hữu	Số lượng giàn khoan biển
1	Liên doanh Việt – Nga (Vietsovpetro)	4
2	Tổng Công ty Cổ phần Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu Khí (PVD)	4
5	Seadrill Ltd	3
6	ENSCO	1
7	Japan Drilling	1
8	Shelf Drilling	1
9	UMW Standard Drilling	1
10	Diamond Offshore	1
11	Songa Offshore AS	1
Tổng		17

Nguồn: FPTS tổng hợp

Các công ty con và công ty liên kết tại PVD

STT	Các công ty con và liên doanh	Tỷ lệ sở hữu	Thời gian thành lập
Các công ty con			
1	PVD Offshore	100%	2007
2	PVD Well	100%	2004
3	PVD Logging	100%	—
4	PVD Tech	100%	—
5	PVD Training	52%	2007
6	PVD Deep Water	100%	2010
Các công ty liên doanh			
1	BJ - PVD	49%	2007
2	PVD - PTI	51%	2007
3	PVD - Tubulars	51%	2007
4	Vietubes	51%	1995
5	PVD Tech – Oil States	51%	2012
6	PVD - Baker Hughes	51%	2011
7	PVD - FEG - Mới thành lập 2013	70%	2013

Nguồn: PVD

karota khí duy trì 90% thị phần và đang được triển khai ra nước ngoài.

3. Dịch vụ thương mại (Cung ứng Vật tư thiết bị): *Đóng góp 12,51% doanh thu và 2,03% lợi nhuận trước thuế.*

Các hoạt động thương mại của PVD chủ yếu là đại diện cho khách hàng mua thiết bị, phụ tùng và vật liệu cho các hoạt động khai thác nhằm hỗ trợ các dịch vụ khoan, dịch vụ giếng và các dịch vụ khác.

Công ty con và liên kết tại PVD

Hoạt động của PVD bao gồm sự đóng góp lợi nhuận của Công ty mẹ, 6 công ty con và 7 công ty liên doanh. Ngoài ra, PVD còn có hợp đồng BCC giữa PVD (62,43%), Tập đoàn dầu khí Việt Nam (23%), Ngân hàng Quân đội (9,71%) và Ngân hàng Đại Dương (4,86%) để đầu tư vào giàn PVD V - TAD. Lợi nhuận của TAD sẽ được phân phối theo tỷ lệ góp vốn của các bên vào kinh doanh.

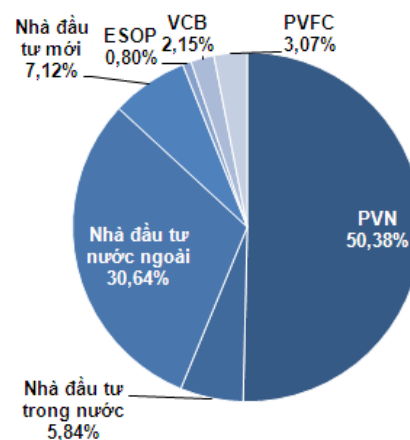
Cơ cấu sở hữu BCC tại PVD

STT	Tên Công ty	Tỷ lệ vốn góp
1	PVN	23,00%
2	PVD	62,43%
3	MB	9,71%
4	OCB	4,86%

Nguồn: PVD

Phát hành riêng lẻ

Ngày 24/07/2013, PVD đã công bố về việc chào bán thành công 38 triệu cổ phần và phát hành 2 triệu cổ phần theo chương trình ESOP. Công ty sẽ thu được 1.453,94 tỷ đồng từ đợt chào bán này nhằm đầu tư thêm giàn khoan, giảm nợ vay và nâng vốn điều lệ từ 2.105 tỷ lên 2.485 tỷ đồng.

Cơ cấu cổ đông sau phát hành


Nguồn: PVD

Kế hoạch đầu tư và tiến độ giải ngân

PVD sẽ đầu tư 2 giàn Jack-Up để tăng thị phần tại Việt Nam từ mức 50% lên 60% và từng bước phát triển ra thị trường khu vực.

- **Giàn khoan Jack-Up 1:** PVD đã thành lập liên doanh với Falcon Energy Group (PVD nắm giữ 50% cổ phần) tương đương khoảng 35 triệu USD để cùng đầu tư giàn khoan này. Dự kiến, cuối năm 2014 mới đi vào hoạt động và có doanh thu từ 2015.

- **Giàn khoan Jack-Up 2:** Sau khi vận hành ổn định giàn Jack-Up 1, các bên trong liên doanh sẽ tiếp tục góp thêm vốn để đầu tư tiếp giàn PVD - FEG Jack-Up 2. Giàn khoan này dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ đầu năm 2017. Việc góp vốn lần sau của PVD dự kiến sẽ lấy từ nguồn lợi nhuận tích lũy, không cần phát hành thêm cổ phiếu.

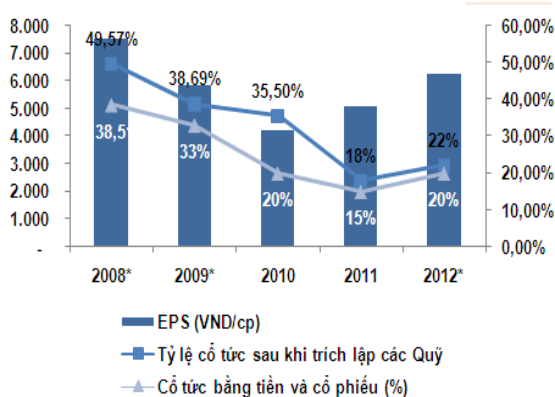
Bên cạnh đó, mỗi năm PVD sẽ đầu tư khoảng 30 triệu USD để đầu tư mới máy móc thiết bị để phát triển và nâng cao khả năng cạnh tranh dịch vụ khoan của công ty.

Tiến độ đầu tư các dự án

Chỉ tiêu	Tỷ đồng	Tỷ lệ đầu tư	Tỷ lệ góp vốn	2013	2014	2015	2016	2017
+ Đầu tư mua sắm thêm trang thiết bị và công cụ	3.032			568	412	670	684	698
+ Đầu tư liên doanh	-							
- Giàn khoan Jack-Up 1	741	30%	50,00%	741	-	-	-	-
- Tiếp tục góp thêm vốn vào liên doanh PVD-Baker Hughes	133			133	-	-	-	-
- Giàn khoan Jack-Up 2	1.557	30%	100,00%	-	-	771	786	-
+ Khác	251			251	-	-	-	-
Tổng	5.714			1.693	412	1.441	1.470	698

Nguồn: PVD

Tỷ lệ cổ tức tại PVD



Nguồn: PVD

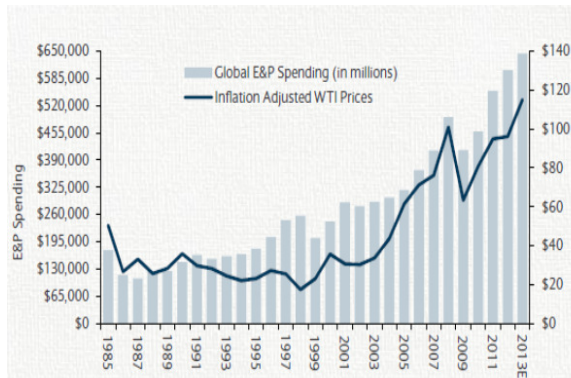
Chính sách cổ tức tại PVD

Cổ tức trong năm 2012 của PVD là 20% (10% tiền mặt và 10% cổ phiếu), dự kiến PVD sẽ trả sau khi phát hành thành công trong Q.3/2013. Để thu hút việc phát hành riêng lẻ thành công với mức giá thỏa thuận cao, PVD đã đồng ý cho người mua sẽ được nhận cổ tức 20% của năm 2012.

Từ năm 2013 dòng tiền cải thiện và có thặng dư do kết quả kinh doanh trong giai đoạn kế tiếp dự báo sẽ tăng trưởng khá tốt nên cổ tức từ 2013 sẽ duy trì ở mức cao hơn các năm trước. Tỷ lệ cổ tức được chia dự báo bằng 50% LNST, tỷ lệ cổ tức năm 2013 có thể đạt 28% trên mệnh giá.

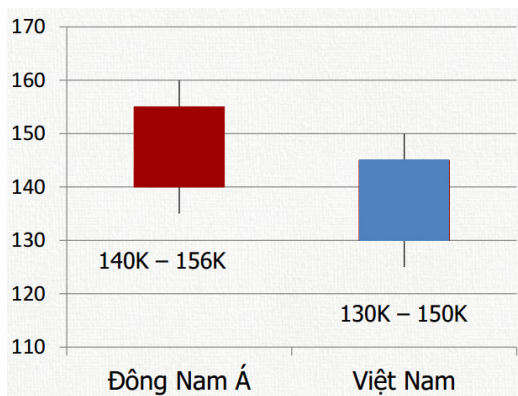
Một số rủi ro chính tại PVD

Biến động giá dầu thô (WTI) và Tổng chi phí hoạt động thăm dò và khai thác toàn cầu



Nguồn: Barclays and Bloomberg

So sánh giá dịch vụ giàn khoan tại Việt Nam so với khu vực Đông Nam Á



Nguồn: PVD

Rủi ro từ biến động giá dầu

Hoạt động kinh doanh của PVD chịu ảnh hưởng lớn từ giá dầu mỏ, khi đột biến vì nó làm ảnh hưởng đến chi phí đầu tư cho hoạt động thăm dò, khai thác của các khách hàng, sau đó là giá cho thuê giàn khoan. Sau thời gian thị trường trầm lắng, từ năm 2010 trở đi hoạt động khoan khoan bắt đầu diễn ra sôi nổi với sự tăng trưởng tốt của giá cho thuê giàn khoan. Nhưng hiện tại nền kinh tế toàn cầu vẫn chưa có dấu hiệu hồi phục rõ ràng, điều này tác động không tích cực đến giá nhiên liệu và phần nào ảnh hưởng đến hoạt động cho thuê giàn khoan của công ty.

Rủi ro trong việc thuê lại giàn khoan

Hiện tại các giàn khoan thuê ngoài đang đóng góp khoảng 18% - 20% vào tổng doanh thu của PVD. Mặt bằng giá cho thuê giàn khoan ở Việt Nam thấp hơn khu vực Đông Nam Á vì thế các nhà thầu khoan có xu hướng rút các giàn đang cho thuê tại Việt Nam để đưa vào các nước khác trong khu vực. Bên cạnh đó, các hoạt động khoan tại Việt Nam thường ngắn nên PVD sẽ gặp khó khăn trong việc thuê thêm các giàn khoan thuê để đáp ứng nhu cầu của khách hàng.

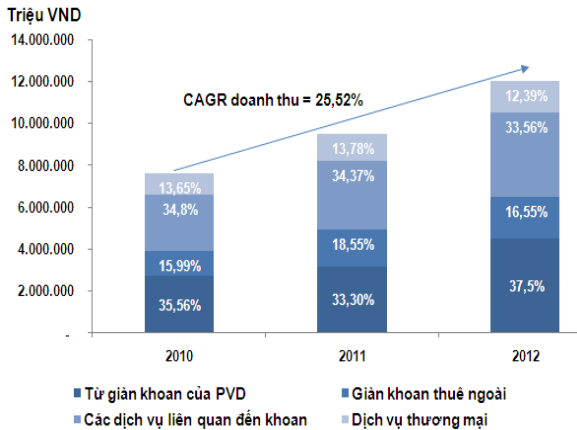
Rủi ro về việc pha loãng trong năm kế tiếp (2014)

Số lượng cổ phiếu bình quân lưu hành trong năm 2014 sẽ tăng lên 17,05% so với năm 2013 do PVD đã phát hành để tăng vốn điều lệ thêm 19,05% vào Q.3/2013 đồng thời chia cổ tức bằng cổ phiếu 10% trên vốn điều lệ mới sau khi phát hành (tương ứng số lượng cổ phiếu trong năm 2014 là 275,17 triệu cổ phiếu). Trong khi tốc độ tăng trưởng LNTT và LNST năm 2014 được dự báo tăng lần lượt 15,05% và 9,03%. So với năm 2013, EPS dự báo cho năm 2014 sẽ thấp hơn do tỷ lệ pha loãng của cổ phiếu mới và thu nhập chịu thuế của PVD sẽ cao hơn vì một số khoản ưu đãi thuế từ năm 2014 sẽ hết hiệu lực.

PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH VÀ DỰ BÁO

Phân tích tài chính

Tăng trưởng doanh thu

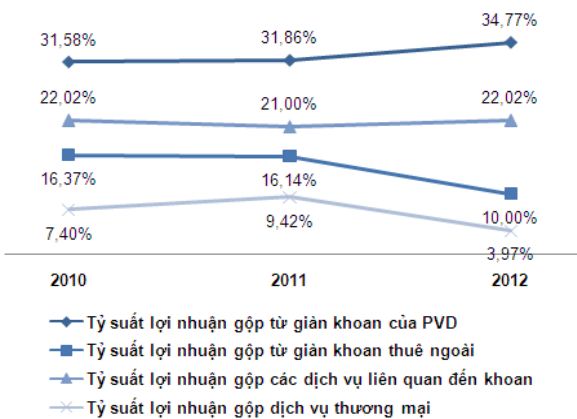


Nguồn: PVD

Doanh thu và lợi nhuận

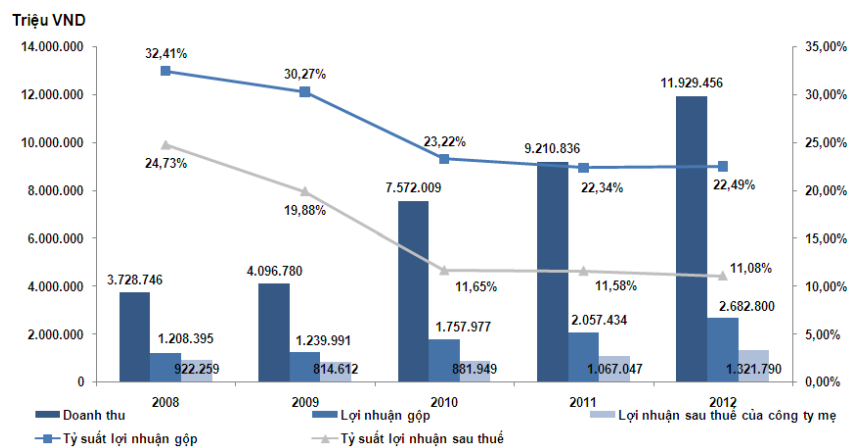
Công ty có tốc độ tăng trưởng doanh thu khá tốt trong giai đoạn 2010 – 2012, trung bình đạt 25,52%/năm, từ mức doanh thu 7.572 tỷ đồng trong năm 2008 lên đến 11.929 tỷ đồng trong năm 2012. Trong đó, giai đoạn tăng trưởng mạnh tập trung chủ yếu từ năm 2010 nhờ: **1.** Số lượng giàn khoan tự sở hữu liên tục tăng lên trong đó giàn PVD II và PVD III bắt đầu có doanh thu ổn định từ khi đưa vào vận hành cuối năm 2009, giàn khoan PVD V - TAD vào cuối năm 2011; **2.** Tăng số lượng giàn khoan thuê ngoài nhằm gia tăng doanh thu và đóng góp vào sự tăng trưởng chung về lợi nhuận của PVD; **3.** Đầu tư mở rộng dịch vụ cung cấp cho khách hàng đối với các dịch vụ kỹ thuật cao cũng như duy trì thị phần ở các dịch vụ khác liên quan đến khoan với tỷ lệ cao từ 50 - 90%.

Tỷ suất lợi nhuận gộp từng mảng hoạt động



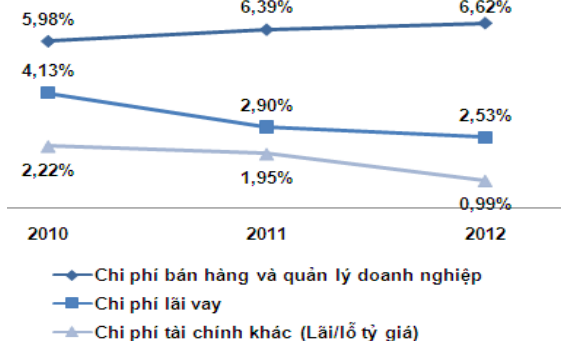
Nguồn: PVD

Doanh thu, lợi nhuận và tỷ suất lợi nhuận



Nguồn: PVD

Tỷ trọng chi phí hoạt động và chi phí tài chính trên doanh thu

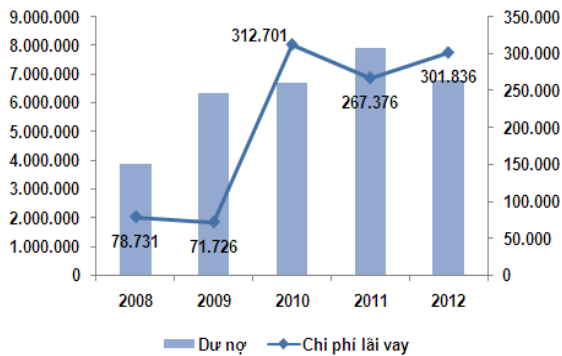


Nguồn: PVD

Tỷ suất lợi nhuận gộp 2012 đã giảm xuống trung bình còn 22% đến 23% so với các năm trước là trên 30% do: **1.** Giá cho thuê các giàn khoan tiếp tục duy trì ở mức thấp từ 115.000-125.000 USD/ngày liên tục trong 2 năm 2010 và 2011; **2.** Tỷ suất lợi nhuận gộp của giàn khoan thuê thấp (trung bình 16% trong 2 năm 2010 và 2011, năm 2012 chỉ đạt khoảng 10%).

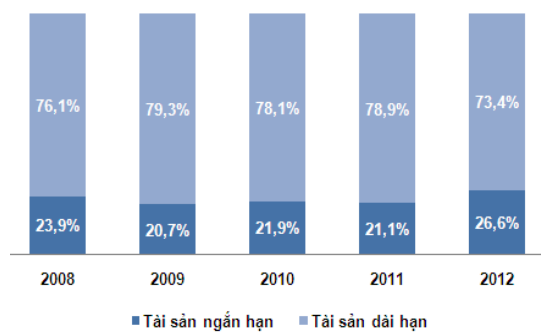
Trong cơ cấu chi phí của PVD, tỷ trọng cao nhất là giá vốn hàng bán với chi phí vận hành máy móc, chi phí thuê giàn khoan, chi phí khấu hao, chi phí sửa chữa và bảo trì... Trong những năm gần đây tỷ lệ giá vốn hàng bán/doanh thu khá ổn định ở mức khoảng 77% và tỷ suất lợi nhuận gộp trung bình đạt từ 22% đến 23%. Tại PVD, một chi phí quan trọng khác là chi phí tài chính do cơ cấu tài sản được tài trợ chủ yếu bằng nguồn vốn vay. Tuy nhiên trên 99% dư nợ vay là USD nên chi phí lãi vay ở mức thấp, bình quân lãi suất cho vay dài hạn chỉ khoảng 4% trên tổng dư nợ vay. Năm 2010 PVD có chi phí lãi vay cao nhất do số lãi vay đầu tư giàn khoan PVD II và III bắt đầu được ghi nhận vào chi phí sản xuất. Sang các năm tiếp theo chi phí này có xu hướng

Chi phí lãi vay và dư nợ



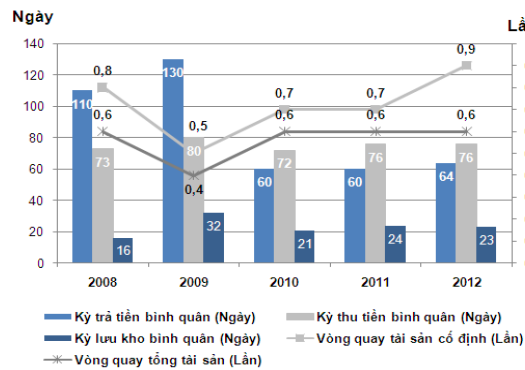
Nguồn: PVD

Cơ cấu tài sản



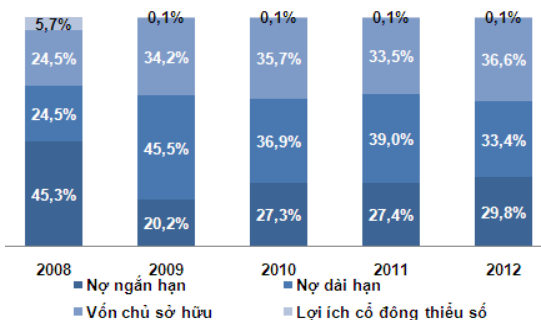
Nguồn: PVD

Năng lực hoạt động



Nguồn: PVD

Cơ cấu nguồn vốn



Nguồn: PVD

giảm dần từ 4,13% trên doanh thu năm 2010 xuống còn 2,53% năm 2012 do doanh thu tăng và dư nợ vay giảm dần trong đó cấu trúc nợ/vốn các năm trước là 7:3 (hiện tại đã là 6:4). Mục tiêu, đến hết năm 2014 sẽ trả hết tiền vay giãn PVD I, đến hết năm 2017 sẽ trả hết tiền vay giãn PVD II và III. Các chi phí hoạt động khác như chi phí bán hàng và chi phí quản lý chiếm tỷ trọng thấp, do đặc thù lĩnh vực giàn khoan nên chi phí dành cho các hoạt động này không cao.

Cơ cấu tài sản

Với đặc thù là công ty trong lĩnh vực giàn khoan, cơ cấu tài sản của công ty có tỷ lệ tài sản dài hạn luôn ở mức cao, trung bình trên 70% và tăng dần qua các năm phụ thuộc vào chiến lược đầu tư của PVD, trong đó chủ yếu là các giàn khoan và máy móc thiết bị phục vụ trong lĩnh vực khoan. Dự kiến trong giai đoạn 2013 - 2017, tài sản cố định của PVD sẽ tiếp tục tăng mạnh do PVD đang tiến hành đầu tư thêm 2 giàn khoan Jack-Up thế hệ mới.

Trong tài sản ngắn hạn, các khoản phải thu từ khách hàng luôn chiếm tỷ trọng lớn nhất, trên 50% tài sản ngắn hạn của công ty (năm 2012). Trong những năm qua, thời gian thu tiền từ khách hàng luôn được kiểm soát tốt trung bình khoảng 70 ngày. Tuy nhiên, thời gian thu nợ của PVD còn dài hơn so với thời gian trả nợ của PVD với khách hàng là trên 60 ngày. Định hướng dài hạn, PVD sẽ dần hạ chỉ tiêu kỳ thu tiền bình quân xuống 50 ngày đối với dịch vụ khoan và 65 ngày đối với các dịch vụ khác.

Vòng quay tài sản cố định có sự suy giảm mạnh trong giai đoạn 2008 – 2009 do thị trường giàn khoan tiêu cực, tuy nhiên từ 2009 trở đi, vòng quay tài sản cố định đang dần được cải thiện qua các năm và trong xu hướng tăng rất vững chắc.

Cơ cấu nguồn vốn

Cơ cấu nguồn vốn công ty ổn định và an toàn, nguồn vốn được hình thành chủ yếu từ nợ vay. Điều này là xu hướng tất yếu của một công ty đang trong giai đoạn phát triển mạnh, cần nguồn vốn cho đầu tư máy móc, khoa học công nghệ. Tỷ lệ nợ vay trên tổng nguồn vốn chiếm ưu thế và đang giảm dần từ mức khoảng 70% trong năm 2008, xuống còn khoảng 60% trong năm 2012. Mặc dù công ty vẫn tiếp tục vay nợ để tài trợ cho các hoạt động đầu tư mới nhưng hoạt động kinh doanh hiệu quả đã làm nguồn vốn chủ sở hữu của công ty tăng trưởng tốt làm tỷ lệ nợ trên tổng tài sản của công ty giảm dần.

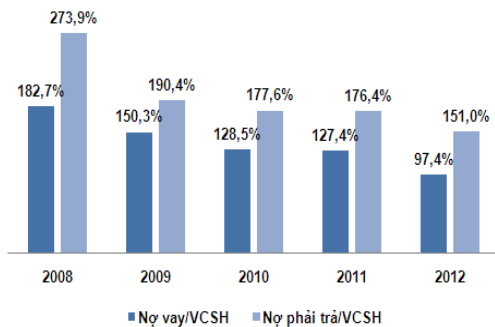
Về cơ cấu nợ vay, nợ dài hạn đang chiếm ưu thế tuy nhiên đang giảm xuống, nợ ngắn hạn vẫn khá ổn định trong cơ cấu tài sản, phục vụ cho nhu cầu vốn lưu động của công ty.

Khả năng sinh lợi ROE và phân tích Dupont

Năm 2012, ROE của PVD đạt khoảng 20,04% cao hơn so với kết quả của năm 2010 và 2011. Đóng góp chính vào sự gia tăng ROE là sự gia tăng của tỷ suất vòng quay tài sản từ 0,56 lần năm 2011 lên 0,63 lần năm 2012. Ngoài ra, đáng chú ý là hệ số đòn bẩy tài

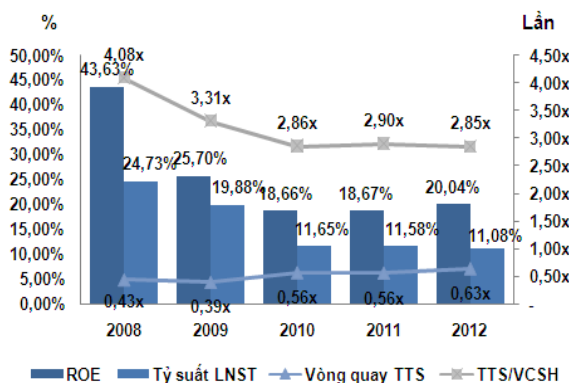
chính tuy giảm nhẹ nhưng vẫn đạt mức khá cao khoảng 2,85 lần.

Cơ cấu nợ vay và nợ phải trả



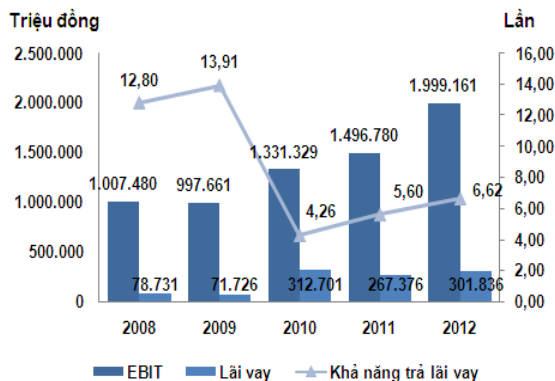
Nguồn: PVD

ROE và phân tích Dupont



Nguồn: PVD

Tỷ số khả năng trả lãi vay (EBIT/lãi vay)



Nguồn: PVD

Tỷ số khả năng trả lãi vay (EBIT/lãi vay)

EBIT/lãi vay của PVD có xu hướng cải thiện và giữ được đà tăng trong 3 năm gần đây từ 4,26 lần năm 2010 lên đến 6,62 lần năm 2012 so với mặt bằng chung của thị trường là 1,5 lần. Kết quả này nhờ việc đưa vào hoạt động 2 giàn khoan Jack-Up trong năm 2010 là PVD II và III, giàn khoan PVD V năm 2012 nên lợi nhuận trước thuế và lãi trả (EBIT) đạt hơn 1.999 tỷ đồng so với giai đoạn trước trung bình là 1.000 tỷ đồng. Hiện tại, công ty luôn đảm bảo khả năng chi trả nợ vay tốt, sau giai đoạn 2009 – 2010 biến động mạnh đã được cải thiện rất tích cực.

Kết quả kinh doanh 6T/2013

Kết thúc Q.2/2013, doanh thu hợp nhất của PVD đạt hơn 3.348 tỷ đồng, tăng 27% so với cùng kỳ năm ngoái, lũy kế 6 tháng đạt 6.528 tỷ đồng, tăng 31% so với cùng kỳ. LNST Q.2/2013 của Công ty mẹ đạt 444 tỷ đồng, lũy kế đạt gần 865 tỷ đồng, tăng 41% so với Q.2/2012. Nguyên nhân: **1.** Giàn khoan PVD V hoạt động cả Q.1/2013 so với chỉ từ tháng 2 trong năm 2012; **2.** Giá thuê các giàn khoan Jack-Up sở hữu tăng 7% so với Q.2/2012, lên trung bình khoảng 125.000USD/ngày; **3.** Hiện PVD có 9 hợp đồng với 5 giàn khoan của Công ty và 4 giàn khoan thuê lại so với cùng kỳ chỉ có 1 giàn khoan thuê là Key Hawaii; **4.** Các giàn khoan đang hoạt động của PVD luôn vận hành với hiệu suất cao, luôn trên 95%. Kết quả này chưa bao gồm một phần lợi nhuận được hạch toán dần từ liên doanh Baker Hughes trong 2 năm 2011 và 2012 mà PVD vẫn chưa ghi nhận. Theo đại diện công ty cho biết năm 2013 - 2014, PVD sẽ hạch toán dần phần lợi nhuận từ công ty liên doanh này.

Dự báo triển vọng 6 tháng cuối năm 2013 của PVD có thể tăng tốt hơn so với đầu năm 2013 do: **1.** Toàn bộ các giàn khoan PVD I, PVD II và PVD III đều sẽ ký hợp đồng mới vào đầu tháng 7/2013 với mức giá tăng thêm khoảng 15% so với đơn giá cũ; **2.** Kỳ vọng việc hạch toán dần khoản lợi nhuận từ công ty liên doanh Baker Hughes PVD có khả năng đem lại mức lợi nhuận cao hơn trong 2 quý cuối năm.

(Thống kê chi tiết các hợp đồng khoan tại PVD được cập nhật ở phần phụ lục)

Dự báo KQKD năm 2013 và các năm kế tiếp của PVD

Các giả định chính về doanh thu và lợi nhuận gộp

1. Doanh thu

Dịch vụ khoan:

+ Từ giàn khoan của PVD

- **Giàn khoan Jack-Up 1:** Theo tiến độ cập nhật của dự án hiện nay thì giàn khoan này sẽ đi vào hoạt động vào cuối năm 2014 nhưng sẽ bắt đầu có doanh thu từ đầu năm 2015 do trong giai đoạn đầu dự án còn vận hành chạy thử nên chưa phát sinh doanh thu.

- **Giàn khoan Jack-Up 2:** Giàn khoan này dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ đầu năm 2017.

Mức giá thuê ước tính tăng 15% trong năm 2013 và tăng 7% trong giai đoạn 2014 - 2015 sau đó tăng nhẹ 2% mỗi năm đối với các giàn khoan Jack-Up cũ và mới đi vào hoạt động trong giai đoạn dự báo 2016 – 2017.

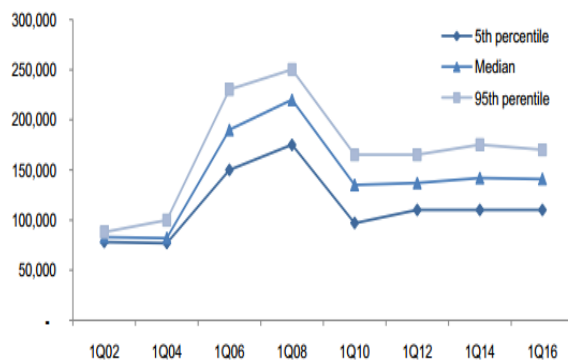
Đối với giàn khoan PVD V – TAD và giàn khoan PVD 11 có hợp đồng thuê dài hạn với mức giá cố định. Giàn khoan PVD V có hợp đồng từ T.2/2012 – T.2/2015 với mức giá cố định 205.000 USD/ngày. Thông thường giá thuê giàn khoan Semisub Tender thường cao hơn 60% so với giàn khoan Jack-Up. Chúng tôi giả định sau giai đoạn kết thúc hợp đồng thuê hiện hành, giá thuê giàn PVD V sẽ đạt 263.147 USD/ngày vào giai đoạn kế tiếp. Giàn khoan Land Rig cũng được cố định tiền thuê ở mức 30.500 USD/ngày cho đến Q.4/2014. Tuy nhiên, căn cứ các dữ liệu quá khứ giá thuê của giàn khoan Land Rig hầu như không biến động so với giàn Jack-Up và Semisub Tender nên chúng tôi tạm ước tính giá thuê sẽ bằng giá hiện nay.

+ **Từ giàn khoan thuê ngoài:** PVD sẽ thuê một giàn để đưa vào cho thuê trong tháng 09/2013 là giàn Key Gibraltar, hợp đồng thuê là 1 năm và sẽ kết thúc vào 09/2014 trong thời gian giàn khoan Jack-Up 1 chưa đi vào hoạt động.

Trong dài hạn do nhu cầu của giàn khoan thuê ngoài không dự báo trước được vì phụ thuộc vào nhu cầu từ PVN và các đối tác cũng như sự sẵn có của các giàn khoan nhân rồi trong khu vực. Do vậy chúng tôi dự báo dựa trên cơ sở số lượng giàn khoan thuê ngoài trung bình trong 3 năm gần nhất với ước tính sẽ duy trì ở mức tối thiểu 2 giàn khoan thuê mỗi năm trong thời gian tới. Theo PVD cho biết thì mức giá thuê ước tính tăng khoảng 15% trong năm 2013 và tăng 7% trong giai đoạn 2014 - 2015, sau đó tăng nhẹ 2% mỗi năm đối với giàn các khoan Jack-Up bao gồm các giàn cũ và mới đi vào hoạt động trong giai đoạn dự báo 2016 – 2017.

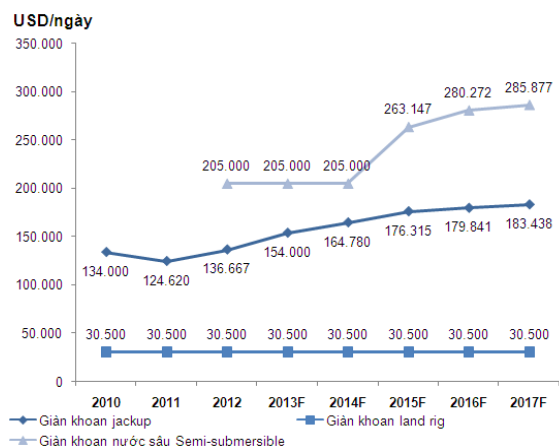
Các dịch vụ liên quan đến khoan: Các dịch vụ này luôn có mức tăng trưởng cao trong các năm vừa qua với tốc độ tăng trung bình 27,84%/năm và trong 2 năm gần nhất tốc độ tăng trung bình đạt

Dự báo giá giàn khoan Jack-Up tại khu vực Đông Nam Á



Nguồn: PVD

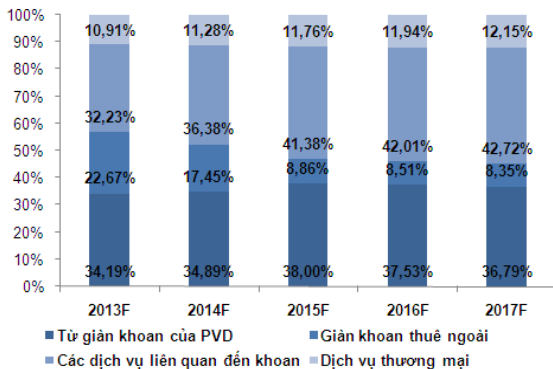
Dự báo giá thuê các giàn khoan tại PVD



Nguồn: PVD và FPTs thu thập

22%/năm. Chúng tôi nhận thấy PVD hoàn toàn có thể đạt được mức tăng trưởng cao đối với dịch vụ này nhờ các dịch vụ kỹ thuật cao sẽ được cung cấp bởi các công ty con của PVD cũng như phát triển liên doanh tại các khu vực. Chúng tôi dự báo doanh thu từ các dịch vụ liên quan đến khoan sẽ tăng trưởng 20% trong giai đoạn 3 năm kế tiếp 2013 – 2015 và duy trì tỷ lệ tăng trưởng 10% cho 2 năm còn lại 2016 – 2017.

Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2013 – 2017



Nguồn: PVD và FPTTS dự báo

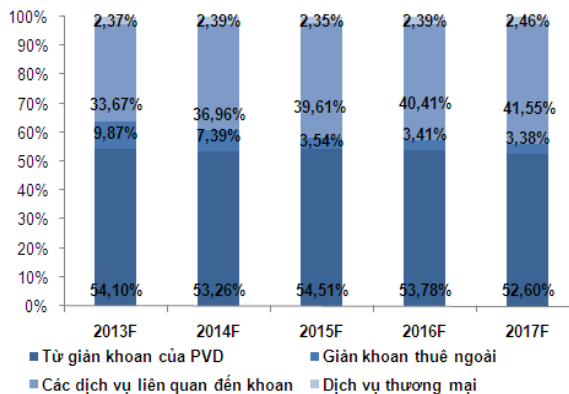
Dịch vụ thương mại: Doanh thu của mảng này thường tăng cùng với doanh số của các dịch vụ chính như dịch vụ khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan với tỷ suất lợi nhuận gộp thấp. Trong mô hình thu nhập chúng tôi giả định rằng phân khúc thương mại sẽ có tăng trưởng doanh thu tương ứng là 10% và tạo ra tỷ suất lợi nhuận gộp là 5% trong năm 2013 và các năm kế tiếp.

2. Lợi nhuận gộp: PVD dự kiến tỷ suất lợi nhuận gộp cải thiện từ 22,49% trong 2012 lên mức 22,98% vào năm 2013, tiếp tục tăng đến năm 2017 và đạt 24,67%. Cơ sở cho việc tăng tỷ suất lợi nhuận gộp là:

- Hoạt động giàn khoan thuê với tỷ suất lợi nhuận gộp thấp khoảng 10%, sẽ giảm dần tỷ trọng trong cơ cấu doanh thu và lợi nhuận do xu hướng PVD sẽ tăng giàn khoan sở hữu và ổn định số lượng giàn khoan thuê.

- Tỷ suất lợi nhuận cao hơn từ các dịch vụ liên quan đến khoan nhờ thị phần chi phối của một số dịch vụ dịch vụ mới và công nghệ cao bắt đầu đóng góp trong các năm kế tiếp.

Cơ cấu lợi nhuận gộp giai đoạn 2013 – 2017



Nguồn: PVD và FPTTS dự báo

Các giả định về chi phí

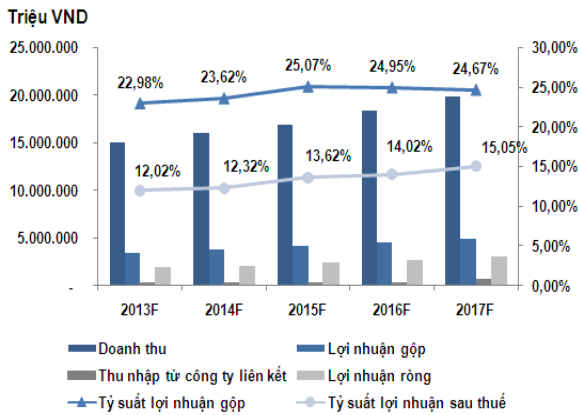
3. Chi phí bán hàng và quản lý doanh nghiệp: Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp được giả định biến động theo doanh thu với tỷ lệ lần lượt là 0,3% và 6,3% doanh thu. Công ty hoạt động trong lĩnh vực cho thuê giàn khoan và dịch vụ khoan nên chi phí bán hàng chiếm tỷ trọng thấp. Chi phí quản lý doanh nghiệp chủ yếu dành cho việc trích lập quỹ đầu tư và phát triển vì định hướng phát triển các giàn khoan công nghệ cao của công ty.

4. Doanh thu và chi phí tài chính

Về doanh thu từ hoạt động tài chính, các khoản này đến từ thu nhập từ lãi tiền gửi và lợi nhuận ghi nhận do tỷ giá thay đổi đến từ các khoản phải thu bằng ngoại tệ.

Về chi phí tài chính, bao gồm lãi/lỗ tỷ giá và chi phí lãi vay. Trong đó, các khoản lãi/lỗ do chênh lệch tỷ giá đến từ các khoản vay nợ bằng ngoại tệ của công ty với giả định tỷ giá cho các năm sau biến động 2%. Thực tế, PVD có nguồn doanh thu bằng ngoại tệ nên thực chất số lỗ chênh lệch tỷ giá thể hiện trên sổ sách kế toán của PVD là một khoản dự phòng, dòng tiền không thay đổi và số lỗ này sẽ được điều chỉnh theo số dư nợ vay giảm dần. Chi phí nợ vay của công ty được giả định ở mức 4,4% các khoản nợ vay, chi phí này được tính toán dựa trên bình quân chi phí nợ vay cho các khoản nợ bằng nội tệ và ngoại tệ. Công ty vẫn đang trong giai đoạn phát triển nên cần nhiều vốn cho hoạt động đầu tư. Tuy nhiên sau giai đoạn đầu tư mạnh, các

Dự báo doanh thu, lợi nhuận giai đoạn 2013 – 2017



Nguồn: PVD và FPTS dự báo

dự án bắt đầu mang lại lợi nhuận cho công ty nên tỷ lệ nợ/vốn chủ sở hữu của công ty sẽ giảm dần, cơ cấu nợ/vốn chủ sở hữu được dự báo với tỷ lệ trung bình dưới 1 lần từ năm 2015 so với giai đoạn trước đây là 2,73 lần và của năm 2012 là 1,51 lần.

5. Lợi nhuận từ liên doanh, liên kết: Bên cạnh 6 liên doanh đang hoạt động hiệu quả, năm 2013 PVD đã triển khai thực hiện liên doanh PVD - FEG tại Singapore với đối tác Falcon Energy Group Ltd (FEG). Dự báo mô hình hợp tác này sẽ được duy trì và tăng cường hơn nữa trong tương lai, đặc biệt năm 2015 và năm 2017 khi đưa 2 giàn khoan Jack-Up mới đi vào hoạt động. Ngoài ra, theo báo cáo tài chính kiểm toán 2012, PVD vẫn chưa ghi nhận lợi nhuận từ liên doanh PVD - Baker Hughes năm 2011 và 2012 do báo cáo tài chính vẫn chưa được HĐQT của liên doanh thông qua. Đại diện công ty cho biết năm 2013 - 2014, PVD sẽ hạch toán dần phần lợi nhuận từ công ty liên doanh này. Năm 2012, PVD - Baker Hughes đạt 8,1 triệu USD LNST tương ứng khoảng 168 tỷ đồng (PVD góp vốn 51% vào công ty này). **Chúng tôi giả định PVD sẽ hạch toán lợi nhuận từ liên doanh này với tỷ lệ 50% cho năm 2013 và còn lại cho năm 2014. Do vậy, việc hạch toán này sẽ đóng góp đáng kể vào KQKD 2013 và 2014.**

6. Thuế thu nhập doanh nghiệp: của công ty sẽ tăng dần qua các năm nhưng vẫn thấp hơn mặt bằng chung do công ty mẹ và các công ty con của PVD được ưu đãi về thuế. Đặc biệt với dự án giàn khoan PVD V, thuế thu nhập doanh nghiệp chỉ ở mức 10% trong vòng 15 năm. Công ty được miễn thuế TNDN trong 4 năm kể từ năm đầu tiên có thu nhập chịu thuế (từ năm 2012 đến năm 2015) và được giảm 50% trong 9 năm tiếp theo (từ năm 2016 đến năm 2024). Nền mức thuế suất trung bình năm 2013 tương ứng ở mức thấp và đạt 14,49%. Tuy nhiên, sang năm 2014 các khoản ưu đãi thuế của công ty mẹ sẽ không còn nên mức thuế từ 2014 sẽ cao hơn các năm trước (việc ước tính thuế đã cập nhật theo quy định mới về thuế TNDN).

Dự báo kết quả kinh doanh của PVD giai đoạn 2013F – 2017F

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2012	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	11.929,46	15.061,79	16.014,23	16.895,90	18.304,20	19.802,42
Giá vốn hàng bán	-9.246,66	-11.600,82	-12.231,44	-12.660,06	-13.737,41	-14.916,57
Lợi nhuận gộp	2.682,80	3.460,97	3.782,80	4.235,83	4.566,79	4.885,85
Chi phí bán hàng	-38,33	-48,40	-51,46	-54,29	-58,82	-63,63
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-751,86	-949,28	-1.009,30	-1.064,87	-1.153,63	-1.248,06
Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh	1.892,61	2.463,30	2.722,03	3.116,67	3.354,34	3.574,16
Thu nhập từ HĐTC	-64,38	-142,79	-63,38	-36,28	-28,58	-22,66
Thu nhập từ công ty liên kết và khác	170,93	247,47	248,09	281,05	288,79	565,80
Lợi nhuận trước thuế và lãi vay (EBIT)	1.999,16	2.567,97	2.906,74	3.361,44	3.614,55	4.117,30
- Chi phí lãi vay	-301,84	-299,19	-296,47	-281,96	-261,32	-238,27
Lợi nhuận trước thuế	1.697,32	2.268,78	2.610,27	3.079,48	3.353,24	3.879,03
Thuế TNDN	-249,80	-328,77	-503,54	-605,35	-606,25	-705,85
Lợi nhuận sau thuế	1.447,52	1.940,01	2.106,73	2.474,13	2.746,99	3.173,19
Lợi ích cổ đông thiểu số	-8,31	-9,50	-10,31	-12,11	-13,45	-15,53
Lợi ích các bên BCC (37,57%)	-117,26	-120,77	-123,19	-161,29	-166,46	-176,65
LNST riêng công ty mẹ	1.321,79	1.809,74	1.973,23	2.300,72	2.567,07	2.981,00
EPS	6.279	8.611	7.171	8.361	9.329	10.833
EPS pha loãng	-	7.698	-	-	-	-

Nguồn: PVD và FPTS dự báo

MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi ước tính giá trị hợp lý PVD dựa trên định giá dòng tiền theo FCFF 2 giai đoạn. Bên cạnh đó, chúng tôi cũng cung cấp thêm phương pháp định giá theo so sánh EV/EBITDA của PVD với các công ty thuộc lĩnh vực giàn khoan trên thế giới để thấy tương quan về giá cổ phiếu của PVD.

1. Theo phương pháp so sánh EV/EBITDA

Trong báo cáo này, chúng tôi sử dụng chỉ số so sánh EV/EBITDA của các doanh nghiệp cùng ngành dịch vụ cho thuê giàn khoan. Những doanh nghiệp được chọn có quy mô tương đương và hiệu quả hoạt động ROE đạt trên 10%. So với các quốc gia khác, đầu tư vào Việt Nam rủi ro khá cao nên EV/EBITDA các công ty cùng ngành được chiết khấu với mức độ rủi ro tương ứng tại thị trường Việt Nam. Sau khi chiết khấu và tính EV/EBITDA tương quan, mức EV/EBITDA 2012 trung bình ngành tại Việt Nam đạt 6,51 lần. Mức EV/EBITDA 2013F dự báo đạt 5,77 lần do vậy, giá cổ phiếu PVD theo so sánh EV/EBITDA sẽ đạt **57.100 đồng/cp**.

2. Theo phương pháp định giá dòng tiền theo FCFF

Phương pháp xác định giá FCFF với một số chỉ tiêu chính như sau:

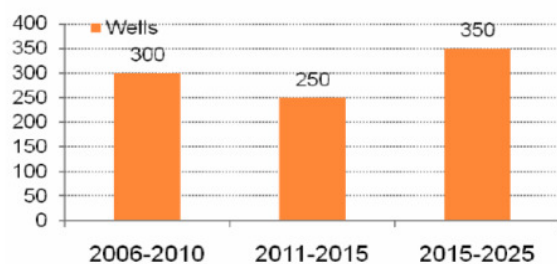
1. Chúng tôi sử dụng mô hình tăng trưởng 2 giai đoạn, trong đó giai đoạn tăng trưởng cao kéo dài trong 5 năm từ năm 2013 đến hết năm 2017, giai đoạn tăng trưởng đều từ sau 2017 trở đi. Điểm nổi bật nhất trong giai đoạn tăng trưởng cao là công ty sẽ đầu tư thêm 2 giàn khoan để gia tăng doanh thu và mở rộng hoạt động sang các khu vực khác trên thế giới. Trong giai đoạn này, số giàn khoan do PVD sở hữu và đi thuê sẽ tăng lên đến 9 giàn, CAGR về lợi nhuận ròng vì thế sẽ đạt khá cao 13,29%.

Trong giai đoạn tăng trưởng đều, chúng tôi giả định công ty sẽ không đầu tư thêm giàn mà chỉ giữ tốc độ tăng trưởng CAGR về lợi nhuận ròng ở mức 3,4% trong dài hạn.

Để đáp ứng nhu cầu giếng khoan dự kiến sẽ thăm dò trong giai đoạn 2015 – 2025 của PVN là 350 giếng khoan so với 250 giếng khoan thăm dò trong giai đoạn 2011 – 2015 thì tốc độ tăng trưởng bình quân cho kế hoạch thăm dò và khai thác giếng khoan tại Việt Nam là 3,42%/năm. Như vậy, với lợi thế là nhà thầu khoan duy nhất của PVN, PVD sẽ được ưu tiên khi PVN chọn nhà cung cấp dịch vụ khoan và các dịch vụ liên quan số lượng giàn khoan hiện nay và tương lai. Do đó, chúng tôi dự báo tăng trưởng trong dài hạn của PVD sẽ đạt ở mức 3,4%/năm.

Dự báo số lượng giếng khoan tại Việt Nam

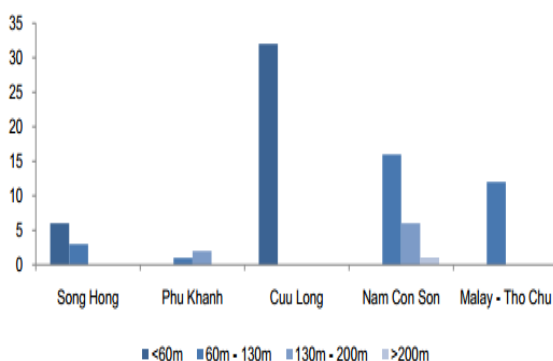
Planning exploration activities (wells)



Source: ODS Petro Data & PVD

Nguồn: PVD

Nhu cầu giàn khoan dầu tại Việt Nam



Nguồn: PVD

2. Chúng tôi ước tính chi phí sử dụng vốn bình quân năm 2013 (WACC) đạt 14,21%. Cụ thể:

Ước tính chi phí sử dụng vốn (WACC) tại PVD

WACC	Ước tính
Chi phí nợ (Rd)	4,39%
Thuế suất (T) (*)	14,49%
Thuế suất (T) trong dài hạn	20,00%
Lãi suất phi rủi ro	9,88%
Hệ số beta	1,01
Phần bù rủi ro thị trường	11,63%
Chi phí vốn (Re)	21,63%
% Vốn chủ	58,50%
% Nợ	41,50%
WACC	14,21%
WACC theo thuế suất dài hạn	14,11%

(*) PVD đang được hưởng ưu đãi thuế. Đồng thời, thuế suất thuế TNDN là 25% cho năm 2013, 22% cho giai đoạn 2014 - 2015, 20% từ 2016 trở đi theo quy định mới về thuế TNDN

Nguồn: FPT S

Trên cơ sở chiết khấu dòng tiền theo FCFF, chúng tôi ước tính giá trị hợp lý của cổ phiếu PVD là **60.300 đồng/cp**.

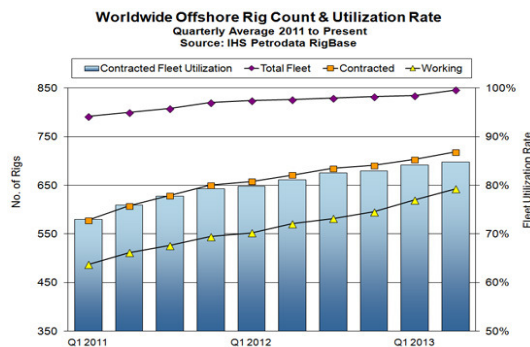
Tóm tắt định giá theo phương pháp FCFF

FCFF (Đvt: Tỷ đồng)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
FCFF	1.737	2.866	2.158	2.432	3.599
Thời gian dự phóng	5				
Suất chiết khấu (WACC)	14,21%	14,69%	15,13%	15,70%	16,20%
Hiện giá của dòng tiền	1.521	2.188	1.431	1.394	1.775
Tổng hiện giá của dòng tiền (5 năm)	8.309				
Hiện giá giá trị dòng tiền cuối (năm 2017)	14.083				
Giá trị công ty	22.392				
Cộng: Tiền và các chứng khoán ngắn hạn	1.068				
Trừ: Nợ	6.809				
Giá trị vốn chủ sở hữu	30.268	Số liệu độ nhạy của phương pháp FCFF			
Lợi ích cổ đông thiểu số	60	WACC/g	2,90%	3,40%	3,90%
Giá trị vốn chủ sở hữu công ty mẹ	16.592	13,11%	58.570	60.746	63.100
Số cổ phiếu hiện hành (triệu CP)	275	14,11%	58.138	60.295	62.628
Giá trị nội tại (đ/cp)	60.295	15,11%	57.713	59.852	62.165

Nguồn: FPT S

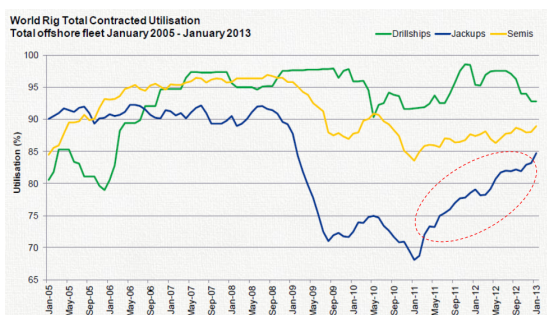
PHỤ LỤC

Cung, cầu các loại giàn khoan



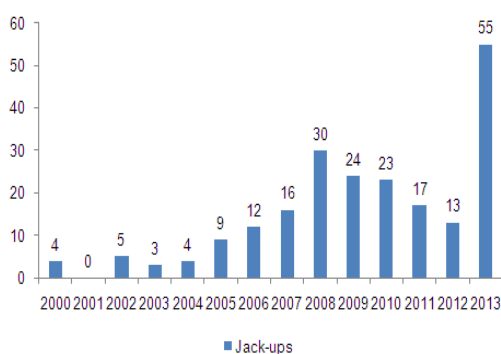
Nguồn: ODS-Petrodata

Hiệu suất sử dụng các loại giàn khoan



Nguồn: HIS

Số lượng giàn khoan Jack-Up đóng mới



Nguồn: PVD

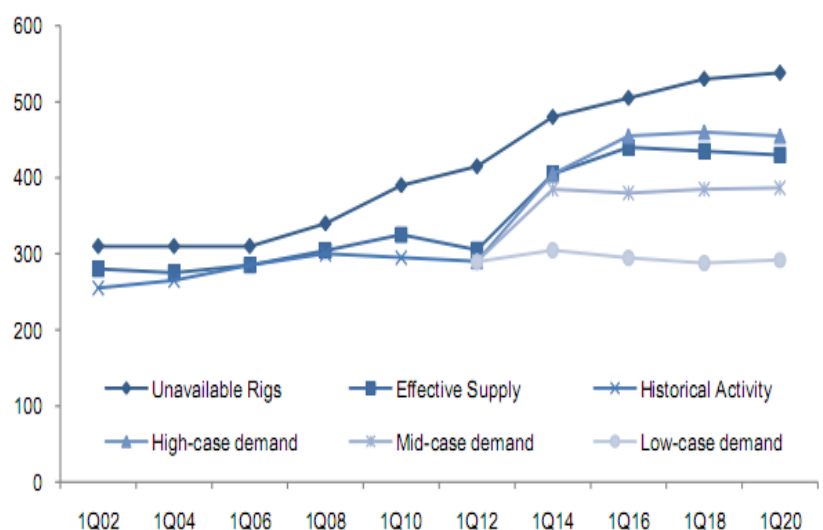
TỔNG QUAN NGÀNH

Thị trường giàn khoan trên biển của thế giới

Tính đến hết 2012, trên toàn cầu có 780 giàn khoan trên biển phục vụ cho các hoạt động khoan dầu, khí. Năm 2012, số lượng giàn khoan biển tăng khoảng 1,8% (tương đương tăng 14 giàn) so với năm 2011 nhưng tỷ lệ sử dụng giàn khoan năm 2012 vẫn tăng gần 2,9% so với cùng kỳ năm trước ở mức trung bình khoảng 93%. Số lượng giàn khoan biển hoàn thành đóng mới và đưa vào thị trường trên thế giới trong năm 2012 tổng cộng 32 giàn, trong số này giàn khoan Jack-Up chiếm đa số là 13 giàn. Dự báo nguồn cung các giàn khoan vào năm 2013 đạt 857 giàn tăng 9,9% (tương đương 77 giàn) so với 2012. Trong đó, có 534 giàn khoan Jack-Up, 218 giàn khoan Semisub và 105 Drillships.

Theo xu hướng trên thế giới thị trường giàn khoan đang có nhu cầu nhiều hơn nữa đối với các giàn khoan mới và hiện đại hơn (cùng loại) nhằm thay thế cho các giàn khoan quá tuổi đang tăng dần. Các giàn khoan hiện nay trên thế giới có độ tuổi khấu hao trung bình khoảng từ 30 - 35 năm. Theo dự báo của ODS - Petrodata, khoảng 40% nước sâu trên thế giới sẽ đến tuổi ngừng hoạt động vào năm 2020, con số này cho giàn khoan Jack-Up là 60%. Dự báo nhu cầu các giàn khoan vào năm 2013 đạt 729 giàn tăng 12,1% so với 2012 là 650 giàn, trong đó nhu cầu giàn khoan Jack-Up vẫn chiếm phần lớn (63,85%) với tốc độ tăng trưởng về nhu cầu khá cao, tương đương tăng 8,64% so với tổng nhu cầu trong 2012 và đạt 415 giàn. Mặc dù số lượng đóng mới giàn Jack-Up đang tăng mạnh trong những năm gần đây, tuy nhiên tốc độ đóng mới không bằng số giàn đào thải (trên 30 năm tuổi).

Cung, cầu giàn khoan Jack-Up trên toàn cầu



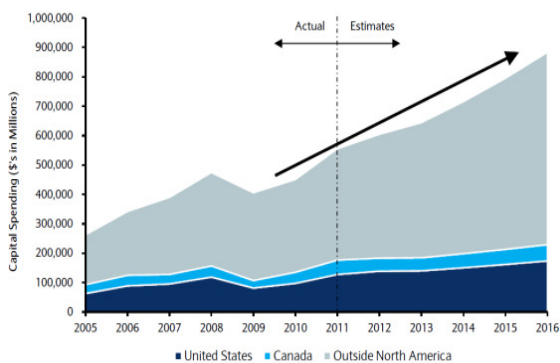
Nguồn: PVD

Mối liên hệ giữa tổng chi phí thăm dò, khai thác và các dịch vụ khoan

	Services by drilling contractor	Est. duration
Exploration	<ul style="list-style-type: none"> Explorative drilling Well testing 	2 months – 1 year
Development	<ul style="list-style-type: none"> Development drilling Geological consultant Well technical services 	3- 5 years
Production	<ul style="list-style-type: none"> Rig operation Repair & maintenance Oil spill services 	10 – 20 years

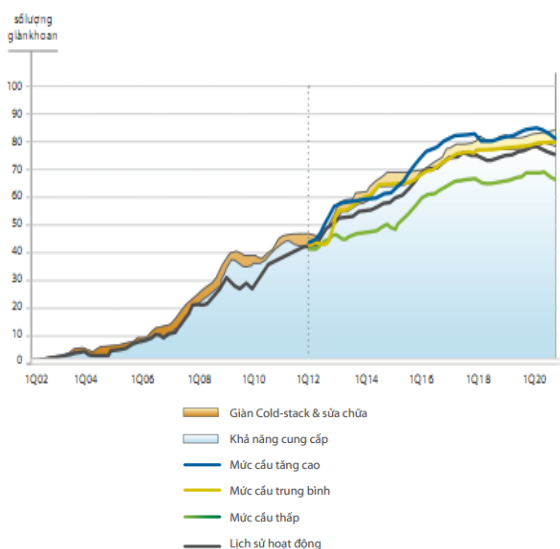
Nguồn: Bản cáo bạch PVD

Dự báo tổng chi phí thăm dò và khai thác trên toàn cầu trong 5 năm kế tiếp



Nguồn: Barclays Capital Equity Research, Global E&P Spending Update, 4 December 2012

Cung, cầu khu vực Châu Á



Nguồn: IHS Petrodata

Thị trường giàn khoan trên biển khu vực Châu Á

Sau giai đoạn 2008 – 2011, chi phí dành cho hoạt động tổng chi phí thăm dò, khai thác dầu khí của khu vực Châu Á Thái Bình Dương nói riêng và thế giới nói chung có sự phục hồi rất mạnh mẽ. Khu vực Châu Á Thái Bình Dương đã trở thành tâm điểm của thị trường giàn khoan thế giới với chi phí dành cho hoạt động khai thác, thăm dò chiếm khoảng 16,57% tổng chi phí E&P trên toàn thế giới và tăng trưởng 17,4% trong năm 2012 so với toàn cầu là 10,5%. Dự báo trong giai đoạn 2013 - 2017 chi phí dành cho hoạt động E&P của khu vực Châu Á Thái Bình Dương sẽ tiếp tục duy trì tốc độ tăng trưởng CARG cao trung bình là 20%.

Tổng chi phí thăm dò và khai thác theo các khu vực trên toàn thế giới năm 2012

(\$ in Millions)	2011A	2012E	% Change
North America			
US Spending	115,830	125,697	8.5%
Canada Spending	38,040	37,959	-0.2%
Total North America:	\$153,870	\$163,656	6.4%
International			
Supermajors (Int'l Spending)	92,393	100,500	8.8%
Latam	63,987	74,914	17.1%
Africa	22,618	26,185	15.8%
Europe	38,244	41,311	8.0%
Middle East	25,615	27,850	8.7%
Russia	43,141	47,748	10.7%
India, Asia & Australia	86,763	101,845	17.4%
North American Independents (Int'l Spending)	20,000	23,415	17.1%
FSU/CIS	1,240	1,501	21.1%
Other	8,236	5,506	-33.1%
Total International:	\$402,236	\$450,775	12.1%
Worldwide Spending:	\$556,106	\$614,430	10.5%

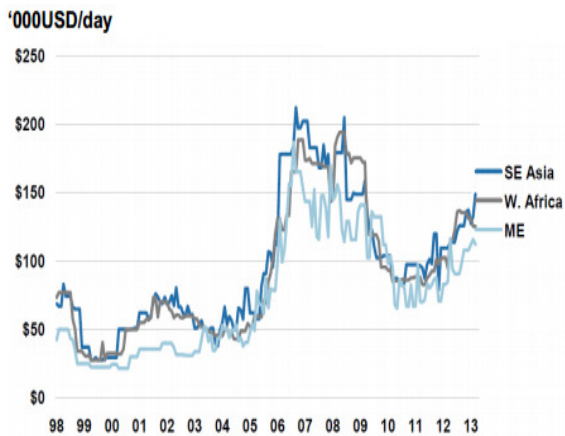
Source: Barclays Research

Nguồn: Barclays Research

Do nhu cầu khoan tìm kiếm, thăm dò, khai thác dầu khí tại khu vực vẫn tiếp tục tăng cao kéo theo nhu cầu về các dịch vụ khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan không ngừng tăng trưởng tạo ra thị trường lớn cho dịch vụ cho thuê và vận hành giàn khoan. Theo IHS Petrodata, thị trường giàn khoan Jack-Up Châu Á Thái Bình Dương nói chung và khu vực Đông Nam Á nói riêng trong những năm sắp tới sẽ tiếp tục đà tăng trưởng với nhu cầu đối với các giàn khoan Jack-Up thế hệ mới tăng mạnh.

Trong năm 2013, khu vực Đông Nam Á được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh về nhu cầu giàn khoan Jack-Up, tập trung chủ yếu tại các thị trường như Việt Nam, Indonesia, Malaysia, Thái lan và Myanmar, trung bình khoảng 63 giàn, tăng 10,52% so với 57 giàn trong năm 2012. Đây là thị trường mới nổi nên số lượng giàn khoan trẻ tương đối lớn với 63,2% các giàn khoan dưới 30 tuổi, chỉ 12,6% giàn khoan trên 35 tuổi.

Giá thuê giàn khoan Jack-Up trong các năm qua



Nguồn: Morgan Stanley Research 2013

Hiện tại, nhu cầu cho hoạt động E&P của khu vực tăng trưởng với tốc độ cao hơn số lượng giàn khoan cung cấp cho thị trường nên giá cho thuê giàn khoan vẫn tăng trưởng mạnh từ năm 2010 đến nay và cao hơn so với các khu vực còn lại trên thế giới. Trong năm 2012, giá cho thuê giàn khoan ở khu vực Đông Nam Á khoảng 140.000 - 156.000 USD/ngày. Dự kiến giai đoạn 2013 – 2017, nhu cầu giàn khoan Jack-Up thế hệ mới sẽ tăng mạnh và giá cho thuê giàn khoan sẽ tiếp tục tăng trưởng trong khoảng 150.000 USD/ngày đến 170.000 USD/ngày. Như vậy, nhu cầu giàn khoan Jack-Up tăng cao đã làm cho giá thuê theo ngày của loại giàn khoan đã có sự phục hồi mạnh kể từ giai đoạn suy yếu 2008 – 2011.

Thị trường giàn khoan trên biển tại Việt Nam

Hiện tại có 17 giàn khoan biển đang hoạt động tại Việt Nam với 14 giàn khoan Jack-Up, 2 giàn khoan Semisub và 1 giàn khoan Semisub Tender. Ngoài 2 công ty Việt Nam là Vietsovpetro và PVD, các công ty nước ngoài tham gia vào thị trường Việt Nam là ENSCO, Japan Drilling, Shelf Drilling, UMW Standard Drilling, Diamond Offshore, Songa Offshore, Seadrill. Các giàn khoan này có độ tuổi tương đối trẻ so với khu vực và trên thế giới, chỉ có 4 giàn khoan trên 30 tuổi.

Giàn khoan đang hoạt động tại thị trường Việt Nam

STT	Tên giàn khoan	Loại giàn khoan	Đơn vị sở hữu	Đơn vị khai thác	Độ sâu khai thác	Tuổi
1	Cuu Long	Jack-Up	VietSovPetro	VietSovPetro	20.000 ft	31
2	ENSCO 107	Jack-Up	ENSCO	Mitra Energy	30.000 ft	7
3	HAKURYU-11	Jack-Up	Japan Drilling	Con Son JOC	35.000 ft	(*)
4	Key Hawaii	Jack-Up	Shelf Drilling	PetroVietnam	25.000 ft	30
5	Naga 2	Jack-Up	UMW Standard Drilling	Hoang Long	30.000 ft	4
6	Ocean General	Semisub	Diamond Offshore	Origin Energy	25.000 ft	37
7	PV Drilling I	Jack-Up	PV Drilling	Cuu Long JOC	25.000 ft	6
8	PV Drilling II	Jack-Up	PV Drilling	Lam Son JOC	30.000 ft	4
9	PV Drilling III	Jack-Up	PV Drilling	VietSovPetro	30.000 ft	4
10	PV Drilling V	Semisub Tender	PV Drilling	Bien Dong Petroleum Operating Co	30.000 ft	1
11	Songa Mercur	Semisub	Songa Offshore AS	Songa Offshore AS	25.000 ft	24
12	Tam Dao 01	Jack-Up	VietSovPetro	VietSovPetro	20.000 ft	25
13	Tam Dao 02	Jack-Up	VietSovPetro	VietSovPetro	30.000 ft	3
14	Tam Dao 03	Jack-Up	VietSovPetro	VietSovPetro	30.000 ft	1
15	West Ariel	Jack-Up	Seadrill Ltd	VietSovPetro	30.000 ft	5
16	West Prospero	Jack-Up	Seadrill Ltd	VietSovPetro	30.000 ft	6
17	West Tucana	Jack-Up	Seadrill Ltd	PetroVietnam	30.000 ft	1

Ghi chú:(*) Bắt đầu hoạt động trong năm 2013; Nguồn: Rigzone và FPTs tổng hợp. Số liệu cập nhật 01/07/2013

Các hợp đồng giàn khoan tại PVD

Tên giàn khoan	Thời gian vận hành	Đối tác (PVD cung cấp dịch vụ)	Hợp đồng từ	Đến	Giá thuê USD/ngày
I. Giàn khoan Jack-Up do PVD sở hữu					
PV Drilling I (đang hoạt động tại bể Cửu Long)	T3.2007	Cửu Long JOC	T6/2012	T7/2013	130.000
			T7/2013	T8/2014	150.000
PV Drilling II (đang hoạt động tại bể Cửu Long và Nam Côn Sơn)	T9.2009	JPVC Lam Sơn JOC	T6/2012	T3/2013	130.000
			T3/2013	T7/2013	140.000
			T7/2013	T7/2014	150.000
PV Drilling III (đang hoạt động tại bể Cửu Long)	T11.2009	VietsovPetro	T9//2012	T6//2013	150.000
			T7/2013	T3/2014	162.000
II. Giàn khoan Land Rig do PVD sở hữu					
PV Drilling 11 (đang hoạt động tại Algeria)		Groupement Bir Seba	Q4/2011	Q4/2014	30.500
III. Giàn khoan nước sâu Semisub Tender do PVD sở hữu					
TAD PV Drilling V	T2.2012	Biển Đông POC	T2/2012	T2/2015	205.000
IV. Giàn khoan thuê ngoài					
GSF Key Hawaii (Jack-Up)		PVEP POC	T1/2013	T7/2013	130.000
Ocean Patriot (Semi-submersible)	T8.2012	Idemitsu	T08/2012	T4/2013	150.000
Ensco 107 (Jack-Up)	T9.2012	Thăng Long JOC	T9/2012	T3/2013	150.000
		Mitra Energy, ENI	T3/2013	T9/2013	160.000
Naga2		Hoang Long JOC	T6/2013	T12/2013	155.000
West Tucana		PVFP POC	T6/2013	T12/2013	155.000
Key Gibraltar		PVEP POC	T9/2013	T9/2014	160.000

Nguồn: PVD

KQKD	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	9.211	11.929	15.062	16.014
- Giá vốn hàng bán	-7.153	-9.247	-11.601	-12.231
Lợi nhuận gộp	2.057	2.683	3.461	3.783
- Chi phí bán hàng	-31	-38	-48	-51
- Chi phí quản lý DN	-557	-752	-949	-1.009
Lợi nhuận thuần HĐKD	1.469	1.893	2.463	2.722
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	-27	-64	-143	-63
- Lợi nhuận khác	72	61	247	248
Lợi nhuận khác	1.497	1.999	2.568	2.907
- Chi phí lãi vay	-267	-302	-299	-296
Lợi nhuận trước thuế	1.229	1.697	2.269	2.610
- Thuế TNDN	-157	-250	-329	-504
LNST	1.073	1.448	1.940	2.107
- Lợi ích cổ đông thiểu số	-6	-126	-130	-134
LNST của cổ đông CT Mẹ	1.067	1.322	1.810	1.973
EPS (đ)	5.088	6.279	8.611	7.171
EBITDA	2.207	3.022	3.572	3.847
Khấu hao	710	1.023	1.004	940
Tăng trưởng doanh thu	21,6%	29,5%	26,3%	6,3%
Tăng trưởng LN HĐKD	12,5%	28,9%	30,2%	10,5%
Tăng trưởng EBIT	12,4%	33,6%	28,5%	13,2%
Tăng trưởng EPS	19,6%	23,4%	37,1%	-16,7%
Chỉ số khả năng sinh lợi	2011	2012	2013	2014
Tỷ suất lợi nhuận gộp	22,3%	22,5%	23,0%	23,6%
Tỷ suất LNST	11,6%	11,1%	12,0%	12,3%
ROE DuPont	18,7%	20,0%	23,6%	21,1%
ROA DuPont	6,4%	7,0%	9,4%	9,2%
Tỷ suất EBIT	16,3%	16,8%	17,0%	18,2%
LNTT / LNST	86,8%	77,9%	85,5%	80,7%
LNTT / EBIT	82,1%	84,9%	88,3%	89,8%
Vòng quay tổng tài sản	0,2	0,3	0,3	0,1
Đòn bẩy tài chính	0,2	0,3	0,3	0,1
ROIC	8,2%	10,4%	13,0%	12,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành	2011	2012	2013	2014
Số ngày phải thu	76,0	76,0	73,3	73,6
Số ngày tồn kho	24,0	23,0	17,8	22,1
Số ngày phải trả	60,0	64,0	57,8	61,9
Thời gian luân chuyển tiền	25,3	33,9	32,0	32,7
COGS / Hàng tồn kho	10,6	10,3	12,1	10,6
Chỉ số TK/đòn bẩy TC	2011	2012	2013	2014
CS thanh toán hiện hành	0,77	0,89	1,24	1,43
CS thanh toán nhanh	0,57	0,75	1,05	1,24
CS thanh toán tiền mặt	0,13	0,19	0,48	0,66
Nợ / Tài sản	0,43	0,36	0,30	0,26
Nợ / Vốn sử dụng	0,56	0,49	0,41	0,37
Nợ / Vốn CSH	1,27	0,97	0,71	0,58
Nợ ngắn hạn / Vốn CSH	0,11	0,10	0,07	0,06
Nợ dài hạn / Vốn CSH	0,32	0,26	0,24	0,20
Khả năng TT lãi vay	5,60	6,62	8,58	9,80
Định giá	2011	2012	2013	2014
P/E	6,52	5,97	7,99	8,58
P/B	1,12	1,13	1,80	1,61
EV / EBITDA	6,44	4,73	6,08	5,16
Giá trị sổ sách	29.576	33.216	34.246	38.272

CĐKT	2011	2012	2013	2014
Tài sản				
+ Tiền và tương đương	668	1.068	2.864	4.113
+ Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0	0
+ Các khoản phải thu	2.178	3.117	3.343	3.554
+ Hàng tồn kho	1.003	788	1.123	1.185
+ Tài sản ngắn hạn khác	65	106	106	106
Tổng tài sản ngắn hạn	3.915	5.079	7.436	8.957
+ Tài sản dài hạn	16.029	16.142	16.261	17.080
+ Khấu hao lũy kế	-2.104	-3.087	-4.070	-4.992
+ Tài sản dài hạn	13.924	13.055	12.191	12.087
+ Đầu tư tài chính dài hạn	310	458	1.440	1.549
+ Tài sản dài hạn khác	206	229	229	229
Tổng tài sản dài hạn	14.620	14.005	14.802	14.382
Tổng Tài sản	18.535	19.084	22.238	23.340
Nợ & Vốn chủ sở hữu				
+ Phải trả ngắn hạn	1.951	2.229	2.622	2.765
+ Vay và nợ ngắn hạn	2.050	1.941	1.449	1.470
+ Phải trả ngắn hạn khác	1.086	1.521	1.920	2.042
Nợ ngắn hạn	5.087	5.691	5.992	6.276
+ Vay và nợ dài hạn	5.852	4.868	5.236	4.678
+ Phải trả dài hạn	1.376	1.508	1.552	1.809
Nợ dài hạn	7.227	6.376	6.788	6.487
Tổng nợ	12.314	12.066	12.780	12.763
+ Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
+ Thặng dư	1.382	1.382	2.161	2.161
+ Vốn điều lệ	2.105	2.105	2.756	2.756
+ LN chưa phân phối	1.382	2.030	3.849	4.957
+ Lợi ích cổ đông thiểu số	-6	-126	-130	-134
Vốn chủ sở hữu	6.202	6.992	9.424	10.531
Tổng cộng nguồn vốn	18.535	19.084	22.238	23.340

Lưu chuyển tiền tệ	2011	2012	2013	2014
Tiền đầu năm	855	668	1.068	2.864
Lợi nhuận sau thuế	1.067	1.322	1.810	1.973
+ Khấu hao lũy kế	710	1.023	1.004	940
+ Điều chỉnh	-214	0	-27	-30
+ Thay đổi vốn lưu động	779	346	231	-9
Tiền từ hoạt động KD	2.342	2.690	3.017	2.876
+ Thanh lý tài sản cố định	8	0	0	0
+ Chi mua sắm TSCĐ	-2.705	-813	-1.693	-782
+ Tăng (giảm) đầu tư	-122	-165	0	0
+ Các hoạt động đầu tư khác	92	74	0	0
Tiền từ hoạt động đầu tư	-2.693	-882	-1.802	-891
+ Cổ tức đã trả	-419	-314	-770	-826
+ Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
+ Thay đổi nợ ngắn hạn	-1.845	-2.893	-491	21
+ Thay đổi nợ dài hạn	2.347	1.799	368	-558
+ Các hoạt động TC khác	0	0	45	257
Tiền từ hoạt động TC	75	-1.409	-79	-280
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-276	399	1.820	1.249
Tiền cuối năm	668	1.068	2.864	4.113
<i>Đvt: Tỷ đồng; EPS theo cơ bản</i>				

DIỄN GIẢI KHUYẾN NGHỊ

▪ Đánh giá về giá trị cổ phiếu:

Việc đánh giá này nhằm xác định giá trị mỗi cổ phần đại diện cho việc định giá doanh nghiệp, nhằm tìm ra giá trị tiềm năng trong mỗi cổ phần công ty và cung cấp thông tin hữu ích cho nhà đầu tư trong thời gian đầu tư 12 tháng.

Khuyến nghị	Diễn giải
Kỳ vọng 12 tháng	
Mua	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường trên 15%
Thêm	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Giảm	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường từ 1% đến 15%
Bán	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường trên 15%
Kỳ vọng < 3 tháng	
Mua	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá mạnh trong 3 tháng tới
Thêm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng tăng giá trong 3 tháng tới
Giảm	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá trong 3 tháng tới
Bán	Nếu có sự kiện/hiệu ứng tác động đến khả năng giảm giá mạnh trong 3 tháng tới

Mức 15% được xác định dựa trên **mức kỳ vọng bằng 2 lần lãi suất tiền gửi kỳ hạn 12 tháng bình quân** của 4 Ngân hàng: Vietcombank, BIDV, Vietinbank, Agribank. Mức tham chiếu này sẽ được điều chỉnh mỗi năm hoặc tại thời điểm cập nhật báo cáo nếu có thay đổi.

▪ Lịch sử khuyến nghị:

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
17/09/2013	GIẢM	61.500	60.300

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy. có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên phân tích FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 25 cổ phiếu PVD và chuyên viên phân tích không nắm giữ bất kỳ cổ phiếu PVD nào.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

Tầng 2 - Tòa nhà 71 Nguyễn Chí Thanh,
Quận Đống Đa, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.4) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.4) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

29-31 Nguyễn Công Trứ, Quận 1, Tp.Hồ
Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84.8) 6 290 8686
Fax: (84.8) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

124 Nguyễn Thị Minh Khai, Quận Hải
Châu, Tp.Đà Nẵng, Việt Nam
ĐT: (84.511) 3553 666
Fax: (84.511) 3553 888