

# Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD) KHẢ QUAN

**Đinh Thị Như Hoa**

Chuyên viên cao cấp

**Ngô Đăng Quế**

Chuyên viên

## Dầu khí

<b>Giá mục tiêu</b>	<b>95.700</b>
<b>Giá hiện tại</b>	<b>84.000</b>
<b>TL tăng</b>	<b>13,9%</b>
<b>Lợi suất cổ tức</b>	<b>2,4%</b>
<b>Tổng lợi nhuận</b>	<b>16,3%</b>

### Key Metrics

Giá trị vốn hóa USD	997,3 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	1,7 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	39,9%
Room tối đa cho khối ngoại	49%

SL cổ phiếu lưu hành	250,1 triệu
Mức cao nhất 12 tháng	88.500
Mức thấp nhất 12 tháng	34.900

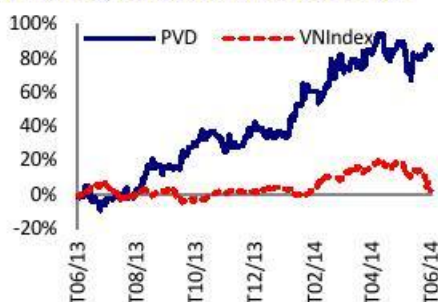
### Cơ cấu cổ đông

PetroVietnam Group	50,8%
Khối ngoại	39,9%
Nhà đầu tư trong nước	9,3%

### Mô tả công ty

Là thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN), và là công ty Việt Nam duy nhất cung cấp dịch vụ khoan dầu khí, PVD chiếm thị phần áp đảo trong các ngành công nghiệp chính có liên quan, như 50% dịch vụ khoan, khoảng 70% dịch vụ kỹ thuật khoan giếng và 80% nguồn cung nhân lực. Các giàn khoan của PVD, gồm ba giàn khoan tự nâng, một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) đều có công nghệ mới nhất, với công suất khoảng 98%.

### Diễn biến giá cổ phiếu PVD và chỉ số VNI



## KQLN Quý 1 cao nhờ giá thuê ngày, số giàn khoan cho thuê và các dịch vụ liên quan đến khoan tăng

Chúng tôi nâng khuyến nghị từ PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG lên KHẢ QUAN với giá mục tiêu điều chỉnh là 95.700 đồng. Tất cả 5 giàn khoan của PVD sẽ được thuê theo hợp đồng trong năm 2014, trong đó, giá thuê ngày của 3 giàn khoan sẽ được tăng trong 6 tháng đầu năm. Bên cạnh đó, có 6 giàn khoan cho thuê trong Quý 1/2014 thay vì 3 như Quý 1/2013. Tuy nhiên, biên lợi nhuận gộp của các giàn khoan cho thuê vẫn dưới 10% nhưng các hợp đồng mới có tác động tích cực đối với các dịch vụ liên quan đến giàn (có biên lợi nhuận gộp khoảng 27%), với doanh thu tăng mạnh 85%. Vì các yếu tố này nên chúng tôi điều chỉnh dự báo, qua đó LNST năm 2014 tăng 7% (dự báo cũ là LNST giảm 5%). PVD hiện đang giao dịch tại mức chiết khấu 13% với PER 10 lần EPS 2014 là 8.095 đồng, trong khi PER của các công ty khoan dầu khí khác là 11,5 lần.

### LNST tăng 40% chủ yếu nhờ các dịch vụ khoan và công nghệ cao

Doanh thu hợp nhất Quý 1/2014 của PVD đạt 205 triệu USD (tăng 35% so với cùng kỳ năm ngoái) và LNST tăng lên 28 triệu USD (tăng 40%). Doanh thu từ các dịch vụ khoan (các hợp đồng cho thuê giàn khoan) tăng 14% lên 122,43 triệu USD. Các dịch vụ liên quan đến khoan và dịch vụ kỹ thuật khoan giếng tăng mạnh 85% lên 83,05 triệu USD, trong đó chủ yếu nhờ hợp đồng với Công ty ENI Engineering, đã hoàn tất trong Quý 1. Các dịch vụ này có biên lợi nhuận gộp 27% và là nguyên nhân chính giúp LNST Quý 1/2014 tăng mạnh 40%. Chúng tôi cho rằng doanh thu từ các dịch vụ này cả năm 2014 sẽ tăng trưởng thấp hơn, tại mức 15%.

### Triển vọng lợi nhuận: tất cả các giàn khoan do PVD sở hữu đều được cho thuê trong năm 2014

Ban lãnh đạo cho biết giàn khoan PVD I (hợp đồng hết hạn vào tháng 06/2014), PVD II (hợp đồng hết hạn vào tháng 07/2014) và PVD III (hợp đồng hết hạn vào tháng 02/2014) sẽ được gia hạn hợp đồng. Chúng tôi giả định các hợp đồng sẽ được ký lại với các khách hàng hiện nay với giá thuê cao hơn 11%-15% so với giá trung bình năm 2013 (theo ước tính của ban lãnh đạo). Chúng tôi dự báo giá thuê các giàn khoan tự nâng sau khi ký lại hợp đồng sẽ vào khoảng 155.000-160.000USD, thấp hơn một chút so với giá thế giới hiện nay là 165.000USD (theo Bloomberg). Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm được cho thuê theo hợp đồng đến tháng 06/2016 với giá 205.000USD/ngày trong khi PVD 11 cho thuê đến hết năm 2014 với giá 30.500USD/ngày.

### Định giá hấp dẫn với PER là 10 lần trong khi các công ty khoan dầu khí khác có PER là 11,5 lần

Hiện PVD giao dịch với PER 2014 là 10 lần trong khi mức bình quân của ngành khoan dầu khí trong khu vực là 11,5 lần. So sánh tương đối cho thấy ROE của PVD là 19,6% cao hơn so với mức bình quân của ngành là 17,5%.

Các chỉ số chính	2012	2013	2014	2015	2016
Doanh thu (triệu USD)	12.085	14.984	16.394	17.976	18.703
Biên LN ròng (tỷ đồng)	1.339	1.898	2.028	2.049	2.122
Biên LN từ HĐ (%)	16%	16%	15%	15%	15%
Biên LNST (%)	11%	13%	12%	11%	11%
EPS (đồng)	5.219	7.578	8.095	8.177	8.471
Tăng trưởng EPS (%)	1%	46%	7%	1%	4%
Cổ tức/CP (đồng)	1.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Lợi suất cổ tức theo giá hiện nay	1,2%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
PER theo giá hiện nay	16,1	11,1	10,4	10,3	9,9
ROA (%)	8%	10%	10%	9%	8%
ROE (%)	22%	24%	20%	17%	15%
Ng/CSSH (%)	97%	57%	39%	45%	30%

Lưu ý: USD/VND = 21.100



## Báo cáo Tài chính

	Thực tế		Dự báo	
Nghìn USD	2013	2014	2015	2016
<b>KQLN</b>				
Doanh thu	710.135	776.969	851.964	886.379
- Giá vốn hàng bán	(550.915)	(607.541)	(655.377)	(686.055)
Lợi nhuận gộp	159.220	169.428	196.586	200.324
- Chi phí bán hàng	(2.155)	(2.358)	(11.552)	(11.650)
- Chi phí quản lí DN	(45.176)	(51.280)	(53.763)	(55.880)
LN hoạt động	111.889	115.790	131.271	132.794
- Lỗ/lãi tỷ giá	(1.642)	(1.797)	(1.884)	(1.958)
- Lợi nhuận khác	8.201	9.336	10.097	10.457
EBIT	120.091	123.329	139.484	141.294
- Chi phí lãi vay	(10.652)	(7.295)	(19.732)	(16.880)
EBT	109.439	116.034	119.752	124.414
- Thuế thu nhập	(14.231)	(15.089)	(16.354)	(17.099)
Lợi nhuận sau thuế	95.207	100.945	103.398	107.315
- Lợi ích cổ đông thiểu số	(5.243)	(4.836)	(6.313)	(6.741)
LNST cổ đông CT Mệ	89.964	96.109	97.086	100.574
EBITDA	172.790	176.028	204.062	205.872
Số CP lưu hành (triệu)	250	250	250	250
EPS	0,36	0,38	0,39	0,40

<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu %	24,0%	9,4%	9,7%	4,0%
Tăng trưởng LN HKKD %	23,1%	3,5%	13,4%	1,2%
Tăng trưởng EBIT %	25,1%	2,7%	13,1%	1,3%
Tăng trưởng EPS %	44,5%	6,8%	1,0%	3,6%

<b>Chỉ số khả năng sinh lợi</b>				
Tỷ suất lợi nhuận gộp %	22,4%	21,8%	23,1%	22,6%
Biên LN ròng %	13,4%	13,0%	12,1%	12,1%
ROE %	23,6%	19,6%	17,0%	15,2%
ROA %	9,8%	9,6%	8,7%	8,2%

<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	29,0	29,9	29,4	30,8
Số ngày phải thu	88,1	91,8	87,2	91,3
Số ngày phải trả	69,2	64,7	65,2	65,2
TG luân chuyển tiền	47,9	57,0	51,4	56,9

<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,18x	1,36x	1,66x	1,85x
CS thanh toán nhanh	1,02x	1,22x	1,51x	1,69x
CS thanh toán tiền mặt	0,38x	0,64x	0,90x	1,06x
Nợ/Tài sản	26,1%	20,2%	23,0%	17,2%
Nợ/Vốn sử dụng	36,3%	28,2%	31,0%	23,3%
Nợ/Vốn CSH	57%	39%	45%	30,3%
Khả năng thanh toán lãi vay	8,5%	8,0%	6,6%	6,0%

	Thực tế		Dự báo	
Tỷ đồng	2013	2014	2015	2016
<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
Tiền và tương đương	123.484	222.814	327.406	392.355
Đầu tư TC ngắn hạn	951	951	951	951
Các khoản phải thu	198.920	191.863	215.051	228.595
Hàng tồn kho	49.615	49.879	55.602	60.084
Tài sản ngắn hạn khác	5.780	5.780	5.780	5.780
Tổng tài sản ngắn hạn	<b>378.750</b>	<b>471.287</b>	<b>604.789</b>	<b>687.765</b>
Tài sản dài hạn	794.517	824.517	951.517	981.517
- Khấu hao lũy kế	(201.133)	(253.832)	(318.411)	(382.989)
Tài sản dài hạn	593.384	570.684	633.106	598.528
Đầu tư tài chính dài hạn	45.515	45.515	45.515	45.515
Tài sản dài hạn khác	3.972	4.044	4.044	4.044
Tổng tài sản dài hạn	<b>642.943</b>	<b>620.243</b>	<b>682.665</b>	<b>648.087</b>
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.021.693</b>	<b>1.091.530</b>	<b>1.287.454</b>	<b>1.335.851</b>
Phải trả ngắn hạn	101.785	113.473	120.612	124.378
Nợ ngắn hạn	86.968	86.968	84.388	80.738
Phải trả ngắn hạn khác	132.832	145.333	159.361	165.799
Nợ ngắn hạn	<b>321.585</b>	<b>345.775</b>	<b>364.361</b>	<b>370.915</b>
Vay và nợ dài hạn	179.857	133.104	211.742	149.155
Phải trả dài hạn khác	51.159	51.159	53.739	57.389
Nợ dài hạn	231.016	184.263	265.481	206.544
<b>Tổng nợ</b>	<b>552.602</b>	<b>530.037</b>	<b>629.842</b>	<b>577.459</b>
Cổ phiếu ưu đãi	-	-	-	-
Thặng dư	127.400	127.400	127.400	127.400
Vốn điều lệ	148.115	148.115	148.115	148.115
Lợi nhuận giữ lại	192.171	284.572	380.691	481.472
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.405	1.405	1.405	1.405
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>469.091</b>	<b>561.493</b>	<b>657.612</b>	<b>758.392</b>
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>1.021.693</b>	<b>1.091.530</b>	<b>1.287.454</b>	<b>1.335.851</b>

<b>Dòng tiền</b>				
Tiền đầu năm	<b>51.265</b>	<b>123.484</b>	<b>222.814</b>	<b>327.406</b>
Lợi nhuận sau thuế	<b>109.439</b>	<b>116.034</b>	<b>119.752</b>	<b>124.414</b>
Khấu hao	52.700	52.700	64.578	64.578
Thay đổi vốn lưu động	(3.721)	-	-	-
Điều chỉnh khác	(30.176)	30.982	(7.743)	(7.823)
<b>Tiền từ hoạt động KD</b>	<b>128.242</b>	<b>199.716</b>	<b>176.587</b>	<b>181.169</b>
Chi mua sắm TSCĐ	(11.179)	(30.000)	(127.000)	(30.000)
Đầu tư khác	(17.615)	-	-	-
<b>Tiền từ hoạt động đầu tư</b>	<b>(25.231)</b>	<b>(30.000)</b>	<b>(127.000)</b>	<b>(30.000)</b>
Cổ tức đã trả	(14.543)	(23.633)	(23.633)	(23.633)
Tăng (giảm) vốn	69.297	-	-	-
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	(85.545)	(46.754)	78.638	(62.587)
<b>Tiền từ hoạt động TC</b>	<b>(30.792)</b>	<b>(70.386)</b>	<b>55.005</b>	<b>(86.220)</b>
Tổng lưu chuyển tiền tệ	72.219	99.330	104.592	64.949
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>123.484</b>	<b>222.814</b>	<b>327.406</b>	<b>392.355</b>

## Kết quả hoạt động theo quý

Nghìn USD							
						Mục tiêu	
						PVD FY14	VCSC FY
2014	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	205.480	na	na	na	205.480	646.000	776.969
Lợi nhuận gộp	47.784	na	na	na	47.784	na	
Biên LN gộp	23%	na	na	na	23%	na	
LN hoạt động	37.531	na	na	na	37.531	na	
Biên LN hoạt động	18%	na	na	na	18%	na	
LN trước thuế	36.843	na	na	na	36.843	na	
LNST	28.378	na	na	na	28.378	78.000	96.109
Biên LNST	14%	na	na	na	14%		
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	152.627	160.743	184.970	211.795	710.135		
Lợi nhuận gộp	37.796	39.100	44.012	38.312	159.220		
Biên LN gộp	25%	24%	24%	18%	22%		
LN hoạt động	28.683	29.512	33.888	19.806	111.889		
Biên LN hoạt động	19%	18%	18%	9%	16%		
LN trước thuế	24.821	26.235	30.610	27.773	109.439		
LNST	20.217	21.305	24.892	23.550	89.964		
Biên LNST	13%	13%	13%	11%	13%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	113.313	126.499	159.833	173.116	572.760		
Lợi nhuận gộp	30.559	30.204	33.223	34.822	128.808		
Biên LN gộp	27%	24%	21%	20%	23%		
LN hoạt động	25.073	18.641	23.492	23.663	90.868		
Biên LN hoạt động	22%	15%	15%	14%	16%		
LN trước thuế	21.544	16.408	28.163	15.377	81.492		
LNST	17.778	11.632	23.607	10.445	63.462		
Biên LNST	16%	9%	15%	6%	11%		

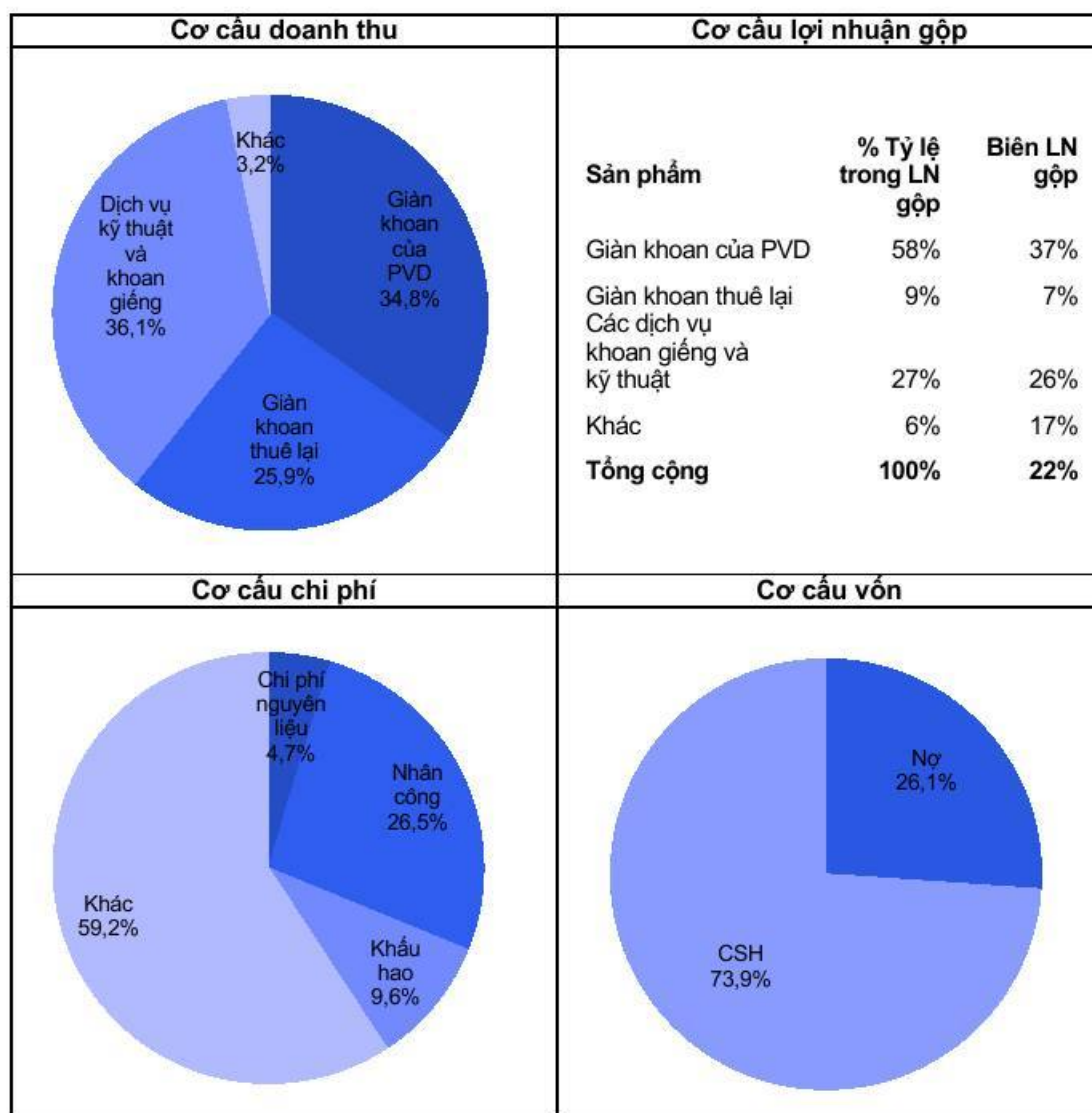
Lưu ý: Báo cáo tài chính của PVD

### Lịch công bố KQLN

	Loại hình	Ngày công bố
Q1/ 2014	Hợp nhất	10/05
Q2/ 2014	Hợp nhất	10/08
Q3/ 2014	Hợp nhất	10/11
Q4/ 2014	Hợp nhất	10/03

## Sơ lược về công ty

<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Dịch vụ khoan (cho thuê giàn khoan) và dịch vụ liên quan
<b>Doanh thu</b>	14.867 tỷ đồng (710 triệu USD), 2013
<b>Lợi nhuận ròng</b>	1.883 tỷ đồng (90 triệu USD), 2013
<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Cho thuê giàn khoan
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Chi phí cố định (khấu hao, bảo hiểm, nhân công)
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Hoạt động thăm dò và sản xuất chững lại, giá dầu
<b>Các khách hàng chính</b>	Lam Sơn JOC, Cửu Long JOC, JVPC, Vietsovpetro
<b>Lãnh đạo</b>	Ông Đỗ Đức Chiến (Chủ tịch HĐQT), Ông Phạm Tiến Dũng (TGD)
<b>Address</b>	111A đường Pasteur, Quận 1, TP. HCM
<b>Website</b>	<a href="http://www.pvdrilling.com.vn">www.pvdrilling.com.vn</a>
<b>Email</b>	<a href="mailto:info@pvdrilling.com.vn">info@pvdrilling.com.vn</a>
<b>Telephone</b>	+84 8 39142012



Nguồn: PVD và ước tính của VCSC (2013)



## Nội dung cập nhật

- Mục tiêu 2014: doanh thu giảm 9%, LNST giảm 13%, quá thận trọng
- KQLN Quý 1/2014: doanh thu tăng 35%, LNST tăng 40%
- Dự báo cho năm 2014 của VCSC: Triển vọng các hợp đồng cho thuê
- Dự báo cổ tức bằng tiền mặt: 2.000 đồng
- 2014 19,8 triệu cổ phiếu (8% số lượng cổ phiếu lưu hành) sẽ được giao dịch kể từ tháng 07/2014
- Định giá: PE 2014 là 10 lần, thấp hơn 13% so với các công ty khoan dầu khí khác

## Mục tiêu năm 2014

Hình 1: Mục tiêu năm 2014 của PVD

		2013	2014	YoY
Doanh thu	triệu USD	710	646	-9%
Lợi nhuận ròng	triệu USD	90	78	-13%

Nguồn: PVD

### PVD đề ra mục tiêu quá thận trọng

ĐHCD đã thông qua mục tiêu doanh thu là 646 triệu USD (giảm 9% so với năm ngoái) và lợi nhuận ròng là 78 triệu USD (giảm 13%).

PVD cho biết định kỳ Công ty sẽ thực hiện bảo trì nhỏ (30 ngày) 3 năm một lần và bảo trì lớn (45 ngày) 5 năm một lần. Tuy nhiên, theo ước tính, PVD đã trích trước 9,9 triệu USD chi phí bảo trì trong năm 2013. Vì vậy, chi phí bảo trì các giàn khoan PVD II và PVD III sẽ không ảnh hưởng đến lợi nhuận năm 2014.

## KQLN Quý 1/2014

Hình 2: So sánh KQLN Quý 1/2013 và Quý 1/2014

	Đơn vị triệu USD	Q1/2013	Q1/2014	YoY
<b>Doanh thu</b>	<b>USD</b>	<b>152,63</b>	<b>205,48</b>	<b>35%</b>
Dịch vụ khoan		106,98	122,43	14%
<i>Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm</i>		12,67	14,21	12%
<i>Các giàn khoan khác (của PVD hoặc thuê lại)</i>		94,31	108,22	15%
Các dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí		36,67	66,03	80%
Khác		8,98	17,02	89%
Giá vốn hàng bán		114,83	157,70	37%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>triệu USD</b>	<b>37,80</b>	<b>47,78</b>	<b>26%</b>
Biên lợi nhuận gộp	%	25%	23%	
Dịch vụ khoan		26%	25%	
<i>Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm</i>		54%	30%	
<i>Các giàn khoan khác (của PVD hoặc thuê lại)</i>		22%	23%	
Các dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí		27%	26%	
Khác		6%	5%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>Triệu USD</b>	<b>20,22</b>	<b>28,38</b>	<b>40%</b>
Biên lợi nhuận gộp	%	11%	12%	

Nguồn: PVD

## Dự báo kết quả lợi nhuận năm 2014 của VCSC

Trong năm 2014, chúng tôi dự báo LNST của PVD sẽ tăng 7% lên 96 triệu USD dựa theo các giả định sau:

1. Giá thuê ngày trung bình sẽ tăng 11% lên mức 155.000 USD/ngày. Tất cả năm giàn khoan do PVD sở hữu đều được thuê theo hợp đồng trong suốt năm 2014.
2. Từ năm 2014 trở đi, chúng tôi giả định rằng PVD sẽ có 6 giàn khoan phục vụ cho phân khúc cho thuê giàn, thời hạn hợp đồng trung bình kéo dài 06 tháng với giá thuê theo ngày từ 150.000-160.000 USD/ngày.
3. Trong năm 2014, các dịch vụ khoan (chiếm 36% doanh thu) được dự báo sẽ tăng 15% nhờ PVD ký được nhiều hợp đồng cho thuê nhân công, cung cấp dịch vụ thử vỉa giếng khoan, kéo thả ống chống, hợp đồng dịch vụ trọn gói,...
4. PVD cung cấp khoảng 50 loại hình dịch vụ kỹ thuật cao. Theo mô hình định giá của chúng tôi, trong phân khúc này chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp sẽ ổn định ở mức 22% (dựa theo biên lợi nhuận gộp thực tế trong giai đoạn năm 2011-2012) và biên lợi nhuận ròng là 15% trong giai đoạn năm 2014-2016.

Hình 3: Tổng quan dự báo kết quả lợi nhuận của VCSC dành cho PVD

	Thực tế 2013	Dự báo cũ của VCSC cho 2014	Dự báo mới của VCSC cho 2014	YoY (Dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	709,89	754,68	776,97	9%	
Dịch vụ khoan	429,50	434,82	459,95	7%	Giá thuê ngày tăng từ 11% đến 15%
Giàn khoan của Công ty	246,00	250,47	255,60	4%	
Giàn khoan thuê ngoài	183,50	184,35	204,35	11%	6 giàn khoan vs. 3 giàn khoan
Dịch vụ khoan	226,08	243,70	259,99	15%	
Khác	54,31	76,16	57,02	5%	
Giá vốn bán hàng	550,91	594,53	607,54	10%	
Lợi nhuận gộp	158,98	160,15	169,43	7%	
Biên lợi nhuận gộp	22,4%	21,2%	21,8%	N/A	
Dịch vụ khoan	24,8%	23,3%	23,3%	N/A	
Giàn khoan của Công ty	37,5%	36,7%	38,0%	N/A	
Giàn khoan thuê ngoài	6,6%	5,0%	5,0%	N/A	
Dịch vụ khoan	21,8%	20,7%	22,0%	N/A	
Khác	6,2%	11,3%	8,7%	N/A	
LNST	89,96	81,27	96,11	7%	
Biên LNST	12,7%	11,0%	12,4%		
EPS	7.613	6.878	8.133	7%	

Nguồn: Báo cáo tài chính của PVD và dự báo của VCSC

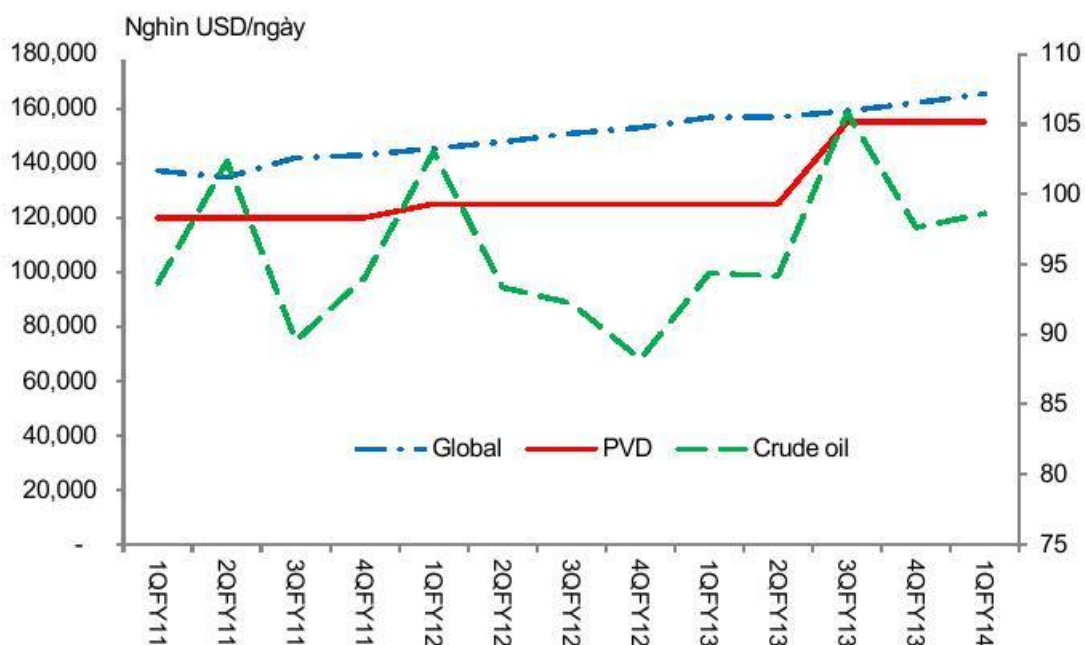


Hình 5: Triển vọng ký kết hợp đồng giàn khoan của PVD và giàn khoan thuê ngoài, và giá thuê ngày dự phóng

Hợp đồng		2013	2014											
Hiện tại	Loại giàn khoan		Quý 1			Quý 2			Quý 3			Quý 4		
			T01	T02	T03	T04	T05	T06	T07	T08	T09	T10	T11	T12
Gian khoan của PVD														
PVD I	Tự nâng													
PVD II	Tự nâng													
PVD III	Tự nâng													
TAD	Tiếp trợ													
PVD 11	Trên đất liền													
Giá thuê ngày trung bình (USD)		145.000-155.000	155.000-160.000											
Gian khoan thuê ngoài														
Key Gibraltar	Tự nâng													
West Tucana	Tự nâng													
Naga 2	Tự nâng													
Naga 3	Tự nâng													
Galveston Key	Tự nâng													
Giá thuê ngày trung bình (USD)		150.000-160.000	160.000-170.000											

Nguồn: PVD, ước tính của VCSC, Giá thuê ngày là số ước tính và được quy định theo thời lượng hợp đồng

Hình 6: Giá dầu và giá thuê ngày đối với giàn khoan tự nâng trong giai đoạn từ năm 2011-2014 theo từng quý



Nguồn: Bloomberg & PVD

**Giàn khoan PVD Drilling VI đang được đóng theo tiến độ, dự kiến sẽ đóng góp 4% cho doanh thu và 7% cho LNST kể từ Quý 1/2015**

PV Drilling VI là một giàn khoan tự nâng mới hiện đang được đóng bởi nhà thầu đóng giàn Keppel Fels của Singapore. Đây là giàn khoan tự nâng được trang bị các hệ thống máy móc hiện đại với công nghệ mới nhất. Giàn hoạt động tại mực nước sâu tối đa hơn 121m và có

khả năng thi công giếng khoan độ sâu hơn 9.000m/121,92m và 9.144m. PVD Drilling VI dự kiến sẽ được bàn giao và đưa vào hoạt động trong tháng 02/2015. Hiện tại, PVD sở hữu 80% giàn khoan này, thông qua Công ty con PV Drilling Overseas.

Chi phí đầu tư để đóng giàn khoan PV Drilling VI ước đạt 227 triệu USD, trong đó 158,7 triệu USD là vốn vay từ các ngân hàng trong nước. Trong năm 2014, phần lớn số tiền 35 triệu USD mà PVD chi cho đầu tư xây dựng cơ bản CAPEX sẽ được dùng để đóng giàn PV Drilling VI. Giàn khoan này dự kiến sẽ bắt đầu đi vào hoạt động trong Quý 1/2015. Chúng tôi ước tính PVD Drilling VI sẽ đóng góp 4% cho doanh thu và 7% cho LNST của PVD.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng giàn khoan tiếp trợ (TAD) sẽ được bảo trì trong vòng 30 ngày, do đó, nhờ PV Drilling VI bù lỗ một phần kể từ Quý 1/2015 và giá thuê ngày sẽ tăng 2% trong năm 2015 nên lợi nhuận ròng năm 2015 sẽ tăng nhẹ 1% lên 97 triệu USD.

## Định giá

Chúng tôi vẫn giữ nguyên mô hình định giá với các phương pháp giá trị thay thế, chiết khấu dòng tiền (FCFF) và nhiều phương pháp khác có tỷ trọng ngang nhau. Mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền của chúng tôi được chia thành 2 phần - định giá theo giá trị hiện tại thuần (NPV) cho giàn khoan tự nâng mới và định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền cho các hoạt động kinh doanh hiện tại.

Hình 7: Tổng kết định giá

Tổng kết định giá	Hiện tại	Mô hình FCFF	Giá trị thay thế	P/E tổng hợp	P/B tổng hợp	EV/EBITDA	Giá
Giá mục tiêu (USD)	4,01	6,28	2,10	4,93	3,90	7,24	
Tỷ trọng		40%	40%	5%	5%	10%	
Giá/cổ phiếu x trọng số		2,51	0,84	0,25	0,20	0,72	<b>4,52</b>
P/E	10,5 lần	16,4 lần	5,5 lần	12,9 lần	10,2 lần	18,9 lần	11,8 lần
Tổng hợp khu vực				12,9 lần	2,4 lần	11,5 lần	

Nguồn: Dự báo VSCS, Bloomberg

### Mô hình FCFF

Mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền của chúng tôi giả định rủi ro thị trường cao hơn 8%, tỷ lệ phi rủi ro 5% (lợi suất trái phiếu chính phủ bằng USD), hệ số beta là 1,02 và tỷ lệ tăng trưởng 2%.

Hình 8: Tổng kết giá cổ phiếu theo mô hình FCFF

Nghìn USD	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
LN trước thuế & lãi vay					
EBIT * (1-Thuế)	107.291	108.313	108.579	112.725	123.008
Cộng: Khấu hao	52.700	64.578	64.578	64.578	64.578
Trừ: Vốn đầu tư cơ bản (CAPEX)	(30.000)	(127.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Trừ: Phần tăng vốn lưu động ròng	30.982	(6.621)	(7.457)	(14.765)	(1.403)
Mô hình FCFF	160.973	39.270	135.700	132.539	156.183
Giá trị hiện tại của dòng	144.304	31.713	97.204	83.768	87.402



tiền tự do					
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	391.783	423.496	520.700	604.468	691.870
Giá trị còn lại cộng: tiền mặt & DT ngắn hạn	935.751				
trừ: nợ ngắn hạn & dài hạn	124.435				
Giá trị vốn CSH	266.826				
Giá trị hiện tại thuần – PV Drilling VI	1.479.260				
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	94.316				
Giá cổ phiếu (USD)	250,5				
	6,28				

### So sánh với các công ty khác cùng ngành

Do vị thế độc quyền của PVD tại Việt Nam, chúng tôi tham khảo dữ liệu một số công ty khoan dầu trong khu vực để so sánh. Chúng tôi phân bổ tỷ trọng 5% vào các chỉ số P/E và P/B và tỷ trọng cao hơn một chút vào cách tiếp cận EV/EBITDA hướng tới xác định giá trị cổ phiếu với bản chất của ngành là vốn đầu tư cơ bản CAPEX cao.

Công ty	Vốn hóa thị trường (triệu USD)	P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HSX: PVS)	548	7,3	1,4	2,8	20,0%
HONGHUA GROUP	798	6,7	1,0	10,3	11,6%
SCOMI ENERGY SERVICES BHD	709	17,5	3,2	10,7	N/A
HILONG HOLDING LTD	905	10,3	2,1	13,3	14,4%
SPT ENERGY GROUP INC	841	12,7	2,9	10,5	17,8%
DAYANG ENTERPRISE HLDGS	933	14,1	4,5	16,9	23,6%
<b>Trung bình</b>	<b>789</b>	<b>11,5</b>	<b>2,5</b>	<b>10,7</b>	<b>17,5%</b>
<b>Trung vị</b>	<b>819</b>	<b>11,5</b>	<b>2,5</b>	<b>10,6</b>	<b>17,8%</b>
<b>PVDrilling</b>	<b>997,3</b>	<b>10,4</b>	<b>1,8</b>	<b>5,6</b>	<b>19,6%</b>

## Cổ tức

PVD hiện nắm giữ 115 triệu USD tiền và tương đương tiền, và có tổng nợ là 241,5 triệu USD tính đến cuối tháng 03/2014. Công ty đã ký hợp đồng vay dài hạn để đầu tư vào giàn khoan PV Drilling VI với số tiền 158,7 triệu USD. Tuy nhiên, chúng tôi dự báo dòng tiền từ các hoạt động kinh doanh hiện tại sẽ giúp PVD có đủ khả năng cấp vốn cho đầu tư cơ bản CAPEX và chi trả cổ tức bằng tiền mặt 2.000 đồng/cổ phiếu trong giai đoạn năm 2014-2018.

Hình: Dự báo dòng tiền trong giai đoạn 2013-2018

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Tiền mặt từ hoạt động	128.242	199.716	176.587	181.169	183.399	183.571
Đầu tư cơ bản (CAPEX)	(11.268)	(30.000)	(127.000)	(30.000)	(30.000)	(30.000)
Chi trả cổ tức	(14.543)	(23.633)	(23.633)	(23.633)	(23.633)	(23.633)
Tiền mặt thuần	72.219	99.330	104.592	64.949	72.782	114.048

Nguồn: Ước tính của VCSC

Trong năm nay, ĐHĐCĐ đã thông qua mức cổ tức tiền mặt cho năm 2013 là 2.000 đồng/cổ phiếu (lợi suất cổ tức 2,4%) và cổ tức bằng cổ phiếu với tỷ lệ 10:1. Chúng tôi dự báo PVD sẽ thanh toán cổ tức bằng tiền mặt cho năm 2014 ở mức 2.000 đồng/cổ phiếu.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EPS	7,613	8,133	8,216	8,511	9,165	10,191
Cổ tức	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Tỷ lệ thanh toán	26%	25%	24%	23%	22%	20%

Chính sách trả cổ tức qua các năm và dự báo cho năm 2014

	2012	2013	2014
Cổ tức bằng cổ phiếu	10%	10%	10%
Cổ tức bằng tiền mặt	1.000	2.000	2.000
Tỷ lệ thanh toán cổ tức bằng tiền mặt	19%	26%	12%
Lợi suất cổ tức	1,2%	2,4%	1,2%

Nguồn: Báo cáo tài chính của PVD và dự báo của VCSC



## **Thêm 8% tỷ lệ cổ phiếu tự do chuyển nhượng kể từ tháng 07/2014**

**19,8 triệu cổ phiếu (tương đương 8% số lượng cổ phiếu lưu hành) sẽ được phép tự do chuyển nhượng kể từ tháng 07/2014**

Trong tháng 06/2013, 17,8 triệu cổ phiếu mới đã được phát hành cho các nhà đầu tư tài chính khác với mức giá chào bán trung bình 45.605 đồng/cổ phiếu, thấp hơn 71% so với giá thị trường vào thời điểm hiện tại. Cũng vào thời điểm đó, PVD phát hành thêm 02 triệu cổ phiếu ESOP tại mệnh giá cho cán bộ công nhân viên của Công ty. Số cổ phiếu này sẽ được phép tự do giao dịch kể từ tháng 07/2014 khi thời hạn giới hạn chuyển nhượng trong vòng một năm kết thúc.

**20 triệu cổ phiếu phát hành cho Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam sẽ được phép tự do chuyển nhượng kể từ tháng 06/2016**

Trong tháng 06/2013, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN, sở hữu 50,6% cổ phần của PVD) đã mua 20,1 triệu cổ phiếu PVD ở mức giá 31.758 đồng/cổ phiếu (thấp hơn 246% so với giá thị trường vào thời điểm hiện tại). Số cổ phiếu này sẽ được phép tự do giao dịch kể từ tháng 06/2016.

## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Chúng tôi, Đinh Thị Như Hoa & Ngô Đăng Quế, 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 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
<b>MUA</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
<b>KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
<b>PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG</b>	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
<b>KÉM KHẢ QUAN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
<b>BÁN</b>	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
<b>KHÔNG KHUYẾN NGHỊ</b>	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.
<b>KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN</b>	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

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM  
+84 8 3914 3588

### Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ, 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

### Giám Đốc

Vũ Thanh Tú

### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588

**CV cao cấp,** Đinh Thị Như Hoa

**CV cao cấp,** Ngô Bích Vân

**CV PTKT cao cấp,** Nguyễn Thế Minh

**Chuyên viên,** Nguyễn Quốc Hòa

**Chuyên viên,** Đặng Văn Pháp

**Chuyên viên,** Văn Đình Vỹ

**Chuyên viên,** Dương Mỹ Thanh

**Chuyên viên,** Nguyễn Hồng Quang

**Chuyên viên,** Ngô Đăng Quế

**Chuyên viên,** Nguyễn Thị Anh Đào

**Chuyên viên,** Trần Minh Đức

**Chuyên viên,** Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

## 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](mailto:michel.tosto@vcsc.com.vn)

### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 8 3914 3588, ext 136  
[dung.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:dung.nguyen@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](mailto:quynh.chau@vcsc.com.vn)

### Hà nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
[quang.nguyen@vcsc.com.vn](mailto:quang.nguyen@vcsc.com.vn)

## Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
02/06/2014	KHẢ QUAN	84.000	95.700
18/10/2013	NĂM GIỮ	68.500	70.500
10/10/2012	MUA	36.600	52.400
16/03/2012	THÊM VÀO	38.900	46.500
08/11/2011	THÊM VÀO	37.000	44.000
16/08/2011	THÊM VÀO	36.800	44.000

## 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.