

Ngành Dầu Khí

Báo cáo cập nhật

Tháng 4, 2015

Khuyến nghị **Neutral**

Giá kỳ vọng (VND) **63.000**

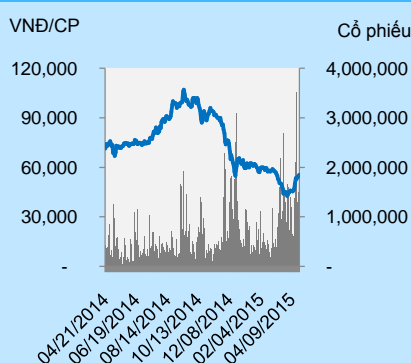
Giá thị trường (22/04/2015) **55.500**

Lợi nhuận kỳ vọng **13,5%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	42.800-107.000
Vốn hóa	16.819 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	303.036.900 CP
KLGD bình quân 10 ngày	1.452.986 CP
% sở hữu nước ngoài	38,05%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 đồng/CP
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	3,6 %
Beta	0,75

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PVD	-22,2%	22,0%	-9,0%	-37,3%
VN-Index	0,8%	1,1%	-1,2%	-3,1%

Chuyên viên phân tích

Lê Duy Khánh

(84 8) 3914 6888 ext: 133

leduykhanh@baoviet.com.vn

Tổng CTCP Khoan và DV Khoan Dầu khí

Mã giao dịch: PVD

Reuters: PVD.HCM

Bloomberg: PVD VN

Giá cổ phiếu đã phản ánh triển vọng không tích cực của ngành trong ngắn hạn. Giá trị nội tại cao.

Triển vọng 2015

Do tác động tiêu cực từ giá dầu giảm, lợi nhuận sau thuế dự báo giảm mạnh 21,3%yoy, đạt 1.903 tỷ đồng tương ứng với EPS 2015 khoảng 6.300 đồng/cp. Giá dầu thấp làm giảm hoạt động thăm dò khai thác thượng nguồn, do đó nhu cầu thuê giàn khoan phục vụ thăm dò và các dịch vụ hỗ trợ khác cũng giảm theo.

Doanh thu cho thuê giàn khoan giảm mạnh 29,4% yoy, lợi nhuận gộp ước giảm 14,6% yoy:

- Công việc cho các giàn khoan PVD sở hữu vẫn được PVN đảm bảo tuy nhiên giá cho thuê giảm trung bình khoảng 9 - 12,5%. Giàn khoan PVD 6 đưa vào hoạt động ổn định cuối T3/2015, đóng góp khoảng 800 tỷ doanh thu và 280 tỷ lợi nhuận gộp trong năm 2015.
- Đối với giàn khoan PVD thuê ngoài thì số giàn khoan trung bình giảm từ 6 giàn xuống còn khoảng 3 giàn, giá cho thuê trung bình ước tính giảm khoảng 11,3%.

Dịch vụ hỗ trợ công tác khoan: khối lượng công việc và giá dịch vụ giảm khoảng 10%. Lợi nhuận gộp ước giảm 33,6% yoy.

Biên lợi nhuận gộp không giảm hoàn toàn theo giá dịch vụ mà chỉ giảm một phần nhờ chủ trương tiết giảm chi phí và giảm giá hoạt động thuê ngoài.

Khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu PVD đã bị bán tháo trong ngắn hạn do giá dầu thô giảm mạnh làm cho triển vọng của PVD giảm theo. Do đó P/E trailing của PVD đã rút mạnh từ 12,5 lần về 5,3 lần. Với dòng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh khá tốt thì phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF thể hiện giá trị nội tại của PVD ở mức 79.600đồng/cổ phiếu, cao hơn 43,4% so với thị giá hiện tại ngày 22/4/2015. Tuy nhiên, việc giá cổ phiếu có trở lại đúng với giá trị nội tại của doanh nghiệp hay không phụ thuộc nhiều vào triển vọng của ngành dầu khí (chủ yếu là diễn biến giá dầu) trong thời gian sắp tới. Với giả định giá dầu dao động trong vùng 50~60USD trong năm 2015, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu của PVD trong ngắn hạn là 63.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E forward 2015 ở mức 10 lần.

Một số chỉ số tài chính của PVD

Chỉ số tài chính		2012	2013	2014	2015F
Doanh thu	Tỷ VND	11.929	14.867	20.884	15.753
EBITDA	Tỷ VND	3.022	3.417	3.590	3908
EBITDA	Tỷ VND	1.999	2.314	3.323	2.690
LNST	Tỷ VND	1.322	1.883	2.419	1.904
EPS	VND	6.279	6.836	7.983	6.282
P/E	X	8,8	8,1	7,0	8,8
P/B	X	1,7	1,6	1,5	1,3
ROA	%	7%	9%	11%	8,8%
ROE	%	20%	22%	23%	15,9%

(Nguồn: BCTC PVD, BVSC tổng hợp, dự báo)

THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	50,39%
Sở hữu nước ngoài	37,88%
Sở hữu khác	11,73%

CƠ ĐỒNG LỚN

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	50,39%
---------------------------	--------

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	9.211	11.929	14.867	20.884
Giá vốn	7.153	9.247	11.533	16.763
Lợi nhuận gộp	2.057	2.683	3.333	4.121
Doanh thu tài chính	152	54	99	161
Chi phí tài chính	447	420	346	292
Lợi nhuận sau thuế	1.067	1.322	1.883	2.419

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	668	1.068	2.598	3.208
Các khoản phải thu ngắn hạn	2.178	3.117	4.184	4.909
Hàng tồn kho	1.003	788	1.044	1.226
Tài sản cố định hữu hình	14.105	13.318	12.482	13.178
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	310	458	957	633
Tổng tài sản	18.535	19.084	21.492	23.305
Nợ ngắn hạn	2.050	1.941	1.829	1.157
Nợ dài hạn	5.852	4.868	3.783	3.096
Vốn chủ sở hữu	6.202	6.992	9.838	11.479
Tổng nguồn vốn	18.535	19.084	21.492	23.305

Chỉ số tài chính

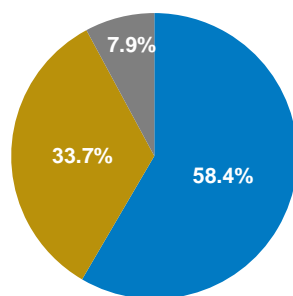
Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	21,6%	29,5%	24,6%	40,5%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	21,0%	23,9%	42,5%	28,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	22,3%	22,5%	22,4%	19,7%
Lợi nhuận thuần biên (%)	11,6%	11,1%	12,7%	11,6%
ROA (%)	6,4%	7,0%	9,3%	10,8%
ROE (%)	18,7%	20,0%	22,4%	22,7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,66	0,63	0,54	0,50
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,99	1,73	1,18	1,01
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	5.069	6.279	6.836	7.983
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	29.463	33.216	35.707	37.874

Triển vọng 2015

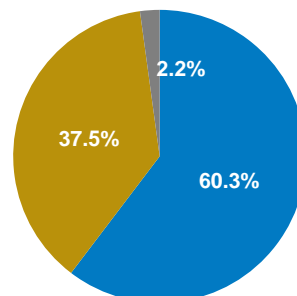
Doanh thu và lợi nhuận sau thuế dự báo giảm mạnh 24,6% và 21,3% do tác động tiêu cực từ giá dầu giảm.

Giá dầu thô đã giảm 51% so với giá cao nhất trong năm 2014, làm cho lợi nhuận từ khai thác dầu không còn hấp dẫn để tăng cường triển khai các hoạt động thăm dò khai thác. Kết quả là các hoạt động thăm dò và khai thác dầu ở thượng nguồn giảm làm giảm nhu cầu thuê giàn khoan phục vụ thăm dò và các dịch vụ hỗ trợ khác. Do đó hoạt động cho thuê giàn khoan phục vụ cho hoạt động thăm dò của PVD bị ảnh hưởng. Bên cạnh đó, các dịch vụ khác hỗ trợ công tác khoan cũng bị ảnh hưởng đáng kể.

Cơ cấu doanh thu PVD 2014



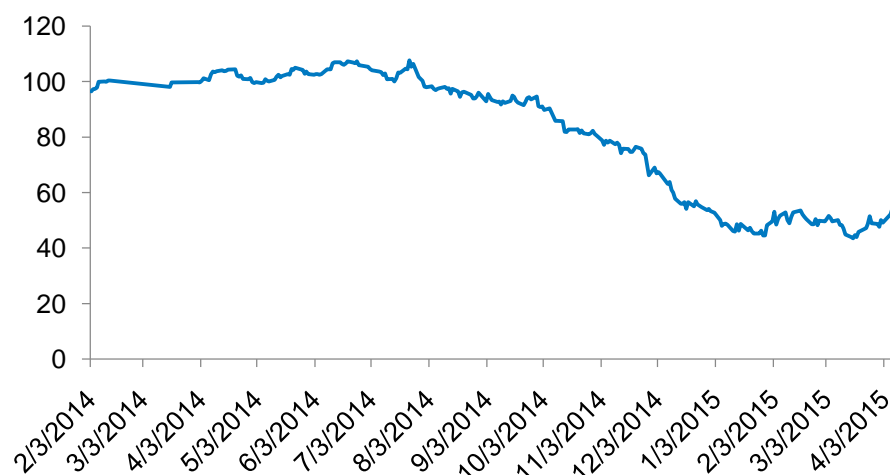
Cơ cấu lợi nhuận gộp PVD 2014



■ Cho thuê giàn khoan ■ Dịch vụ khoan khác ■ Mua bán

(Nguồn: PVD)

Diễn biến giá dầu (WTI - USD/thùng)



Source: Bloomberg

I. Dịch vụ cho thuê giàn khoan:

- Doanh thu ước giảm mạnh khoảng 3.800 tỷ đồng, giảm 29,4% yoy do số lượng giàn khoan thuê ngoài giảm mạnh từ trung bình khoảng 6 giàn xuống còn 3 giàn.
- Giá bán giảm tuy nhiên lợi nhuận gộp biên giảm nhẹ hơn. Mặc dù giá cho thuê giàn dự báo giảm 11,3%, tuy nhiên PVD sẽ cắt giảm một số chi phí, cùng với một số dịch vụ thuê ngoài cũng sẽ giảm theo, đồng thời tỷ trọng doanh thu cho thuê giàn PVD sở hữu (có biên lợi nhuận cao) tăng mạnh so với tỷ lệ doanh thu giàn khoan PVD thuê ngoài, do đó biên gộp hoạt động cho thuê giàn khoan BVSC ước giảm 3,6%.

Cụ thể như sau:

i. Giàn khoan PVD sở hữu:

- **Hiện tại giá cho thuê giảm trung bình khoảng 9 - 12,5% tùy theo giàn khoan.** Do giá không hấp dẫn trong ngắn hạn nên PVD hầu như chỉ ký các hợp đồng ngắn hạn và tái đàm phán lại hợp đồng sau khi hết hợp đồng. Một số hợp đồng PVD cố định giá, một số khác khung giá cho thuê thay đổi theo khung giá dầu. Do đó, nếu giá dầu tiếp tục giảm sẽ dẫn đến rủi ro PVD tiếp tục giảm giá bán, từ đó ảnh hưởng đến biên lợi nhuận. Với giá dầu ổn định quanh mức 50-60 USD/thùng thì giá cho thuê giàn khoan của PVD sẽ ổn định trong thời gian tới.
- **Giàn khoan PVD 6 đưa vào hoạt động ổn định cuối T3/2015, đóng góp khoảng 800 tỷ doanh thu và 280 tỷ lợi nhuận gộp trong năm 2015.**
- **Công việc cho các dàn khoan PVD sở hữu được PVN đảm bảo.** Với việc PVD đã đưa giàn khoan số 6 vào hoạt động, tổng số giàn khoan PVD sở hữu tăng lên 6 giàn khoan. Nhu cầu giàn khoan của PVN trong năm 2015 khoảng 13 giàn, và các giàn khoan PVD sở hữu sẽ được ưu tiên thực hiện các dự án của PVN, do đó công việc cho các dàn khoan mà PVD sở hữu sẽ được đảm bảo.

ii. Giàn khoan PVD thuê ngoài:

- Số giàn khoan trung bình giảm từ 6 giàn xuống còn khoảng 3 giàn
- Giá trung bình ước tính giảm khoảng 11,3%
- Doanh thu giảm mạnh khoảng 54,1%. Lợi nhuận gộp cũng giảm mạnh 54,1%. Tuy nhiên, nếu theo giá trị tuyệt đối thì giảm khoảng 196 tỷ, không đáng kể so với tổng lợi nhuận gộp năm 2014 (4.122 tỷ đồng)

	Đơn vị	2014	2015	Yoy
Hoạt động cho thuê giàn khoan				
Doanh thu	Tỷ đồng	12.928	9.124	-29,4%
Lợi nhuận gộp	%	2.600	2.222	-14,6%
Lợi nhuận gộp biên	%	20,1%	24,4%	21,1%
i. Giàn PVD sở hữu				
Doanh thu:	Tỷ đồng	5.716	5.817	1,8%
- Số lượng giàn khoan	Giàn	5	6	20,0%
- Giá cho thuê trung bình	ngàn USD/ngày	150	133	-11,3%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	2.229	2.056	-7,8%
Lợi nhuận gộp biên	%	39,0%	35,4%	-9,4%
ii. Giàn PVD thuê				
Doanh thu	Tỷ đồng	7.212	3.307	-54,1%
- Số lượng giàn khoan trung bình	Giàn	6.2	3	-51,8%
- Giá cho thuê	ngàn USD/ngày	150	140	-6,7%
Lợi nhuận gộp	Tỷ đồng	361	165	-54,1%
Lợi nhuận gộp biên	%	5,0%	5,0%	0,0%

II. Dịch vụ khác hỗ trợ công tác khoan:

- **Lợi nhuận gộp giảm khoảng 540 tỷ, tương đương giảm 33,6% so với cùng kỳ.** Qua trao đổi với đại diện doanh nghiệp, khối lượng công việc mảng này dự báo giảm khoảng 10% trong năm 2015 so với cùng kỳ, đồng thời giá dịch vụ cũng giảm 10%. Do đó doanh thu của mảng này ước giảm khoảng 18%. Mặc dù giá dịch vụ giảm khoảng 10%, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp ước chỉ giảm khoảng 5% nhờ công ty tiết giảm một số chi phí và giảm giá dịch vụ thuê ngoài.
- **Tiết giảm chi phí quản lý:** với giả định tỷ lệ chi phí quản lý/doanh thu năm 2015 tương đương năm 2014 là 5,38% thì chi phí quản lý của PVD cũng giảm mạnh trong năm 2015, ước giảm khoảng 24% so với cùng kỳ.

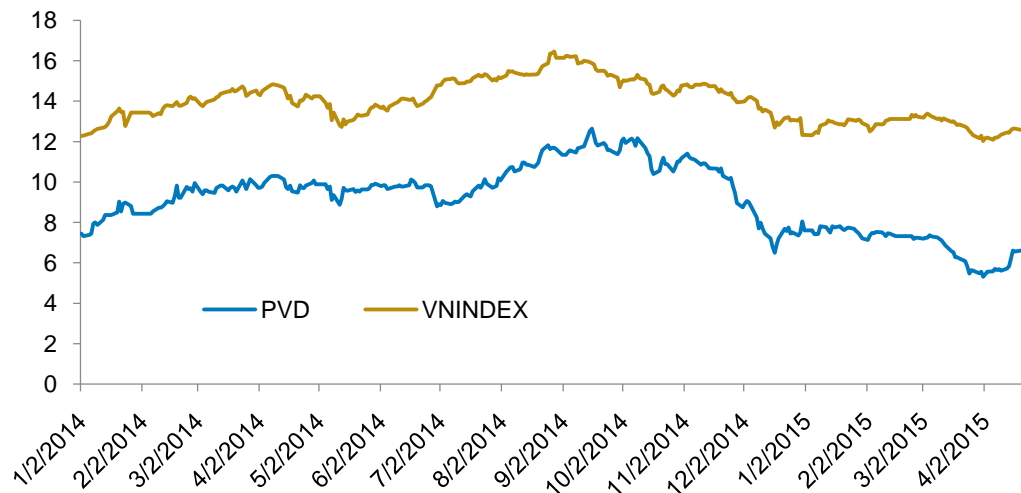
III. Dự báo KQKD 2015:

Với một số giả định như trên, trong đó có 2 giả định chính là i. giá cho thuê ổn định ở mức hiện tại tương ứng với giá dầu ở khoảng vùng 50-60 USD thùng. ii. Biên lợi nhuận gộp không giảm hoàn toàn theo giá bán mà chỉ giảm một phần nhờ chủ trương tiết giảm chi phí và giảm giá hoạt động thuê ngoài, chúng tôi ước tính **PVD có thể đạt được 1.903 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế trong năm 2015, giảm 21,3% so với cùng kỳ. EPS tương ứng khoảng 6.300 đồng/cp**, tương ứng với P/E forward khoảng 8,8 lần theo giá cổ phiếu ngày 22/4/2015.

Khuyến nghị

Chúng tôi nhận thấy cổ phiếu PVD đã bị bán tháo trong ngắn hạn do giá dầu thô giảm mạnh làm cho triển vọng của PVD giảm theo. Do đó P/E trailing của PVD đã rớt mạnh từ 12,5 lần về 5,3 lần. Với dòng tiền tạo ra từ hoạt động kinh doanh khá tốt thì phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền FCFF thể hiện giá trị nội tại của PVD ở mức 79.600đồng/cổ phiếu, cao hơn 43,4% so với thị giá hiện tại ngày 22/4/2015. Tuy nhiên, việc giá cổ phiếu có trở lại đúng với giá trị nội tại của doanh nghiệp hay không phụ thuộc nhiều vào triển vọng của ngành dầu khí (chủ yếu là diễn biến giá dầu) trong thời gian sắp tới. Với giả định giá dầu dao động trong vùng 50~60USD trong năm 2015, chúng tôi đưa ra giá mục tiêu cổ phiếu của PVD trong ngắn hạn là 63.000 đồng/cổ phiếu, tương ứng với P/E forward 2015 ở mức 10 lần.

P/E PVD và VnIndex



THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,...). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị	
Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999