

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá mục tiêu (VND)

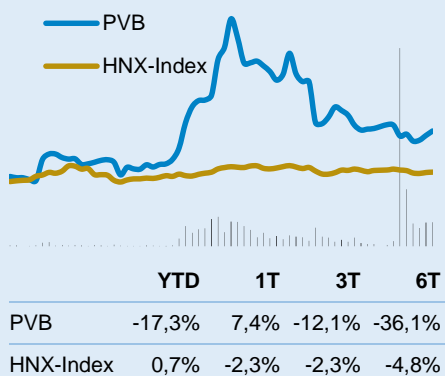
Giá thị trường (16/04/2015) **36.900**

Lợi nhuận kỳ vọng

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	21.580 - 79.100
Vốn hóa	797 tỷ VND
SL cổ phiếu lưu hành	21.599.998 CP
KLGD bình quân 10 ngày	317.450 CP
% sở hữu nước ngoài	0,19%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	2.000 VND/cổ phần
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	5,42%
Beta	1,43

BIẾN ĐỘNG GIÁ



Chuyên viên phân tích

Phan Thùy Trang

(84 4) 3928 8080 ext 621

phanthuytrang@baoviet.com.vn

Công ty Cổ phần Bọc ống Dầu khí Việt Nam

Trading Ticker: PVB

Reuters: PVB.HM

Bloomberg: PVB VN

Nguồn việc ổn định, cổ tức hấp dẫn, nhà máy hết khấu hao trong năm 2015

Độc quyền trong lĩnh vực bọc ống dầu khí

PVB đơn vị đầu tiên và duy nhất tại Việt Nam hoạt động trong lĩnh vực bọc ống dầu khí, đồng thời cũng là công ty con của PVGAS do đó sẽ có sự hỗ trợ tích cực hiệu quả từ các đơn vị thành viên trong Tập đoàn Dầu khí Việt Nam cũng như hưởng lợi trực tiếp từ các dự án mà PVGAS đem lại.

Cụ thể, các dịch vụ bọc ống của PVB bao gồm:

- Bọc ống chống ăn mòn: FBE/PE/PP;
- Bọc bê tông gia trọng: CWC;
- Bọc bảo ôn, cách nhiệt: PUF/MLPP/SPU;
- Bọc chống ăn mòn;
- Bọc các mối nối: FJC;

Bọc ống là một trong những dịch vụ thiết yếu để đảm bảo cho đường ống dẫn dầu dẫn khí hoạt động thông suốt trong thời gian vận hành. Trước đây, việc bọc ống dầu khí phải thuê nước ngoài đảm nhiệm với chi phí rất cao. Kể từ khi đưa nhà máy bọc ống (chi phí đầu tư 477 tỷ đồng) đi vào hoạt động năm 2010, PVB trở thành đơn vị duy nhất thực hiện nhiệm vụ bọc ống cho các dự án đường ống dẫn khí của PVGAS và một số liên doanh thuộc PVN.

Giá trị sản lượng các hợp đồng đã ký đủ bảo đảm hoàn thành kế hoạch doanh thu 2015

Năm 2014, PVB đạt mức tăng trưởng DT & LN khoảng 2 lần. Kế hoạch 2015 công ty đặt xấp xỉ 2014, khoảng 1.001 tỷ đồng doanh thu, 105 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế nhờ các hợp đồng đã ký với PVGAS, Vietsopetro và một số nhà thầu khác triển khai thi công các dự án kết nối hệ thống tuyến ống dẫn dầu/dẫn khí. Giá trị sản lượng các hợp đồng đủ đảm bảo hoàn thành kế hoạch doanh thu trong đó riêng giá trị hợp đồng bọc ống cho dự án Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 1 đạt 545 tỷ, chiếm 50% tổng giá trị thực hiện 2015. Một số dự án khác như Tê Giác Trắng, GPP Cà Mau cũng sẽ ghi nhận khoảng 200 tỷ doanh thu cho mỗi dự án.

Giá trị các hợp đồng đang triển khai của PVB trong năm 2015				
Dự án	Tiến độ	Tổng giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Giá trị thực hiện dự kiến 2015 (tỷ đồng)	
Bọc ống cho dự án Nam Côn Sơn 2 - Giai đoạn 1	Chuyển tiếp từ năm 2014, đã hoàn thành cuối quý 1/2015	1.000	545	
Bọc ống cho dự án Hàm Rồng - Thái Bình	Chuyển tiếp từ năm 2014, hoàn thành trong quý 1/2015	90	45	
Dự án Tê Giác Trắng	Sẽ xây dựng và hoàn thành trong quý 4/2015	200	200	
Dự án Tiền Hải - Thái Bình	Sẽ xây dựng và hoàn thành trong quý 1/2015	8	8	
Bọc ống LOOP cho dự án GPP Cà Mau	Dự chuẩn bị hồ sơ trong Q3 và Q4/2015	222	222	
Các dự án khác từ Vietsovpetro		50	50	
Tổng giá trị dự kiến thực hiện 2015			1.070	

Đầu ra các dự án trong tương lai của PVB còn rất lớn

Hiện tại, hệ thống các đường ống khí đang vận hành bao gồm: Hệ thống đường ống dẫn khí bể Cừu Long, Nam Côn Sơn, Phú Mỹ - Nhơn Trạch, Phú Mỹ - Mỹ Xuân, PM3 - Cà Mau. Các dự án đang triển khai bao gồm:

- ❑ Hệ thống đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2: để vận chuyển khí từ các mỏ Thiên Ứng, Đại Hùng và các mỏ khí khác của bể Nam Côn Sơn về bờ, giai đoạn 1 dự kiến hoàn thành trong năm 2015.
- ❑ Hệ thống đường ống dẫn khí Lô B-Ô Môn: Công suất vận chuyển khoảng 6,4 tỷ m³ khí/năm, dự kiến hoàn thành sau năm 2018.
- ❑ Hệ thống đường ống dẫn khí Thái Bình: Công suất 200 triệu m³ khí/năm, dự kiến hoàn thành trong năm 2015.

Với hàng loạt các dự án đường ống dẫn khí đang được triển khai sẽ đảm bảo nguồn việc ổn định cho PVB tới 2018.

Một số dự án bọc ống trong các năm tới		
Dự án	Tiến độ	Tổng giá trị hợp đồng (tỷ đồng)
Bọc ống cách nhiệt cho dự án lọc hóa dầu Nghi Sơn Thanh Hóa	Đã trúng thầu và dự kiến triển khai giai đoạn 2015-2017	1.500
Hệ thống truyền tải khí tại lô B - Ô Môn, Quảng Trị	Đã hoàn thành 100% thiết kế chi tiết và 30% công tác xử lý nền trạm và dự kiến sẽ thực hiện giai đoạn đền bù trong giai đoạn 2015 - 2017	3.000

Nguồn: BVSC thu thập

Nhà máy bọc ống đã hết khấu hao

Nhà máy bọc ống của PVB được khánh thành và đưa vào hoạt động từ tháng 7/2010 với tổng giá trị đầu tư khoảng 477 tỷ đồng trong đó phần máy móc thiết bị khoảng 390 tỷ. Kể từ 1/1/2012, PVB thay đổi phương pháp khấu hao đối với dây chuyền bọc ống 5 lớp MLPP từ phương pháp khấu hao đường thẳng trong vòng 3 năm sang phương pháp khấu hao theo sản lượng. Phương pháp này sẽ làm chi phí khấu hao tăng nhanh hơn nhưng phản ánh chính xác hơn tình hình sử dụng tài sản cố định của PVB.

Với việc áp dụng phương pháp khấu hao này, giá trị còn lại phần máy móc, thiết bị của PVB tính đến thời điểm 31/12/2014 chỉ còn khoảng 73 tỷ, so với nguyên giá đầu tư khoảng 390 tỷ. Chi phí khấu hao đối với phần máy móc thiết bị năm 2015 do vậy tối đa chỉ ở mức 73 tỷ nêu trên. Năm 2014, PVB trích khấu hao 140 tỷ cho phần máy móc thiết bị, chi phí trích khấu hao năm 2015 do vậy sẽ giảm khoảng một nửa so với năm 2014.

Tiếp tục đầu tư nâng cao công suất. PVB đã có kế hoạch đầu tư dây chuyền bọc bê tông gia trọng trong năm 2014. Tuy nhiên trên cơ sở tiến độ triển khai thực hiện 2 dự án có giá trị lớn là dự án lô B Ô Môn và dự án Nam Côn Sơn – Giai đoạn 2, PVB đã quyết định giãn tiến độ đầu tư sang năm 2015 và năm 2016 nhằm tiết kiệm chi phí đầu tư, giải ngân đón đầu các dự án mới đúng thời điểm. Tổng mức đầu tư của dự án dây chuyền bọc bê tông gia trọng khoảng 150 tỷ đồng trong đó vốn tự có khoảng 75 tỷ đồng.

Chính sách cổ tức ổn định

PVB có chính sách cổ tức tương đối hấp dẫn. Tỷ lệ chi trả cổ tức 2011 là 10,6%, 2012 là 22%, 2013 là 20% và kế hoạch 2015 là 25% và dự kiến có thể tiếp tục tăng cùng với mức tăng trưởng lợi nhuận của PVB trong những năm tới. Với mức giá hiện tại 36.900 đồng/cổ phần, lợi suất cổ tức của PVB khoảng 6,8%.

P/E hấp dẫn

Trên cơ sở giả định mức lợi nhuận theo kế hoạch 2015 thận trọng là 105 tỷ lợi nhuận sau thuế. Với mức vốn điều lệ hiện tại, EPS dự kiến của PVB 2015 khoảng 4.860 đồng/cổ phần, P/E 2015 ~ 7,59x. PVB có kế hoạch tăng vốn lên 300 tỷ trong năm 2015 nhưng chưa có phương án cụ thể, khi đó EPS của PVB sẽ bị pha loãng tuy nhiên giá cổ phiếu cũng sẽ điều chỉnh theo.

Giá chuyển nhượng 5 triệu cổ phiếu PVB trong tháng 3/2015 của PVGAS có giá vốn khoảng 30.000 đồng/cổ phiếu

Trong tháng 3/2015, PVGAS có thực hiện đăng ký bán ra 5 triệu cổ phiếu nhằm giảm tỷ lệ sở hữu tại PVB. Cụ thể, GAS đã thoái vốn phần lớn trong phiên ngày

11/03/2015 và một phần trong các phiên từ 9-10/03/2015. Mức giá chuyển nhượng bình quân chúng tôi ước tính vào khoảng 30.000 đồng/cổ phần. Với mức giá ngày 16/03/2015 khoảng 36.900 đồng/cổ phần, mức chênh lệch khoảng 23%.

Khuyến nghị đầu tư

Chúng tôi cho rằng với định hướng phát triển ngành dầu khí của Chính phủ giai đoạn 2015 – 2025, nhiều dự án nhà máy lọc dầu và các công trình dầu khí phụ trợ sẽ được tiếp tục triển khai xây dựng. Việt Nam hiện tại vẫn đang là nước xuất khẩu dầu thô và nhập khẩu xăng dầu thành phẩm. Xu hướng tự chủ hóa khả năng sản xuất các thành phẩm từ dầu mỏ là định hướng chính của Việt Nam trong tương lai. Mặc dù kịch bản giá dầu tiêu cực có thể ảnh hưởng tới tiến độ các công trình dầu khí, tuy nhiên ngành dầu khí trong tương lai về cơ bản vẫn sẽ là trọng tâm phát triển kinh tế đất nước, đóng góp lớn cho tăng trưởng GDP và ngân sách nhà nước hàng năm. PVB có nhiều tiềm năng tăng trưởng với chiến lược phát triển thị trường bọc ống sang thị trường Châu Á – Thái Bình Dương và đặc biệt khi từ nay đến năm 2020 nhiều nhà máy lọc dầu như Vũng Rô, Nam Vân Phong, Nhơn Hội, Long Sơn,... nằm trong kế hoạch xây dựng. Trong trường hợp chưa tính đến phương án phát hành tăng vốn của PVB trong năm 2015, EPS forward khoảng 4.860 đồng/cổ phần, tương đương P/E ~ 7,59x tương đối hấp dẫn nếu so sánh với P/E các cổ phiếu trong ngành bọc ống tại Châu Á (16,11x).

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