

# PVD [KQ +17%] - Giá thuê ngày theo giá dầu giúp dễ dự báo nhưng làm giảm LN

Ngô Đăng Quế  
Chuyên viên

26/05/2015

## Các chỉ số chính

Cổ phần của khối ngoại	38%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	303,1 triệu
Số cổ phiếu sau pha loãng	303,1 triệu
Giá cao nhất 12 tháng VND	90.000
Giá thấp nhất 12 tháng VND	42.800

## Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	50,4%
Deutsche Bank	4,3%
Templeton	4,2%
PVF	3,1%
ETF	2,4%

## Giới thiệu 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 65% dịch vụ khoan, khoảng 70% dịch vụ kỹ thuật khoan giếng và 80% nguồn cung nhân lực. Các giàn khoan của PVD, gồm bốn giàn khoan tự nâng, một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) và một giàn khoan trên đất liền.

## Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD), Khoan dầu khí

Giá thị trường: 53.500 VND Giá mục tiêu: 61.000VND TL tăng + Cổ tức: 17%  
Giá trị vốn hóa: 745 tr USD Giá trị GD: 1,6 tr USD (30 ngày) Room KN: 11%

Các chỉ số chính	2014A	2015F	2016F	2017F
Tăng trưởng doanh thu	39%	-27%	1%	0%
Tăng trưởng lợi nhuận trước thuế từ HĐ cốt lõi	37%	-25%	1%	2%
Tăng trưởng LNST trừ lợi ích CĐTĐ	27%	-24%	1%	2%
Tăng trưởng EPS	27%	-24%	1%	2%
PER theo giá thị trường	6.6	8.8	8.7	8.5
PBR theo giá thị trường	1.3	1.3	1.2	1.1
ROE	24%	16%	15%	14%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	4%	3%	3%	3%

- Chúng tôi giữ khuyến nghị **KHẢ QUAN** nhưng điều chỉnh giảm giá mục tiêu xuống **61.000 đồng** dành cho PVD. Ban lãnh đạo hạ mục tiêu LNST năm 2015 vì khung giá thuê ngày được điều chỉnh phù hợp với biên độ giá dầu. Chúng tôi cho rằng động thái này giúp việc dự báo lợi nhuận dễ dàng hơn nhưng mục tiêu mới quá thấp. Mục tiêu mới của PVD là 70 triệu USD (giảm 39% so với kết quả năm 2014) trong khi mục tiêu trước đây là 100 triệu USD.

- Chúng tôi điều chỉnh giảm dự báo LNST xuống 87 triệu USD, trong đó giá thuê ngày của giàn khoan tự nâng và TAD dự kiến giảm theo khung giá mới.

- LNST Quý 1/2015 đạt 23 triệu USD, tương đương 33% mục tiêu cả năm và giảm 19% so với cùng kỳ năm ngoái, khẳng định quan điểm của chúng tôi là mục tiêu công ty đề ra quá thận trọng.

- PVD hiện đang giao dịch với PER dự phóng 8,8 lần ước tính của chúng tôi và thấp hơn 30% so với PER dự phóng của các công ty khác cùng ngành là 12,4 lần.

**Giá thuê ngày được tính theo giá dầu nên việc lợi nhuận dễ dự báo hơn nhưng sẽ giảm.** Tại ĐHCĐ, ban lãnh đạo cho biết giá thuê ngày của các giàn khoan tự nâng do công ty sở hữu sẽ được tính dựa trên giá dầu: nếu giá dầu tăng 5 USD/thùng thì giá thuê ngày giàn đối với khoan tự nâng sẽ tăng 5.000USD. Chúng tôi ước tính theo cách tính này, giá thuê ngày giàn khoan tự nâng trong Quý 1/2015 còn 140.000USD, giảm 8% so với cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi đã điều chỉnh giảm dự báo LNST xuống 87 triệu USD (giảm 24% so với năm 2014). Dự báo hiện nay thấp hơn dự báo trước đây 13 triệu USD là do tác động đồng đều của việc điều chỉnh giá thuê ngày giàn khoan tự nâng và giàn khoan TAD. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng việc linh động giá thuê ngày giàn khoan tự nâng sẽ có lợi cho cả PVD lẫn các chủ mỏ.

**Giá định của ban lãnh đạo:** Ban lãnh đạo hiện áp dụng kịch bản cơ sở với giá dầu 55USD/thùng và giá thuê ngày là 130.000USD (giảm 15% so với giá thuê ngày năm 2015) bên cạnh hai giả định chính khác là (1) số ngày hoạt động của các giàn khoan tự nâng thuê lại giảm một nửa xuống 1.000 ngày so với năm 2014; và (2) hoạt động cung cấp dịch vụ khoan dầu khí giảm khoảng 20%-30% và giá thuê ngày cũng giảm 5%-10%.

**Ban lãnh đạo cho biết có thể sẽ giảm giá thuê ngày giàn khoan TAD** sau khi thương lượng bên thuê hiện nay là Công ty Điều hành Dầu khí Biển Đông (Bien Dong POC) để duy trì hoạt động của giàn khoan nhưng không cho biết cụ thể sẽ giảm bao nhiêu. Trong trường hợp này, việc điều chỉnh sẽ được thực hiện trước khi hợp đồng hết hạn hai năm. Thông tin này không tích cực vì nhận định chung của thị trường là công ty sẽ giữ nguyên giá cho thuê theo hợp đồng hiện tại là 205.000USD. Chúng tôi giả định mức giá này sẽ giảm 10% xuống 185.000USD trong mô hình dự báo mới.

**Dự báo chúng tôi đưa ra có sự chênh lệch so với mục tiêu của ban lãnh đạo:** Ngoài việc chúng tôi giả định giá dầu đạt 60USD/thùng, phần doanh thu và lợi nhuận gộp từ dịch vụ khoan dầu khí chúng tôi phần ánh cũng giảm ít hơn. Thực tế, lợi nhuận gộp Quý 1/2015 từ lĩnh vực này vẫn ổn định vì biên lợi nhuận gộp tăng 548bps lên 31%, bù lại cho việc doanh thu của riêng lĩnh vực ngày giảm 18%. Ban lãnh đạo cho biết, biên lợi nhuận gộp tăng nhờ PVD mua lại trang thiết bị để cung cấp dịch vụ thay vì thuê ngoài. Vì vậy, tuy Quý 1 thường đóng góp 25% lợi nhuận cả năm nhưng Quý 1/2015 đã hoàn tất 33% mục tiêu của ban lãnh đạo.

**Vốn đầu tư XDCB 91 triệu USD cho năm 2015, tương đương 50% lợi nhuận giữ lại năm 2014, cho thấy triển vọng 2016-2017 đầy hứa hẹn.** Trong đó, 27 triệu USD được đầu tư để mua giàn khoan tự nâng mới PVD VII và 4 triệu USD để mua sà lan khoan PVD VIII. Khoản đầu tư vào PVD VII đã được xem xét từ tháng 06/2014 nhằm đáp ứng nhu cầu khoan của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (60-70 giếng mỗi năm từ nay đến năm 2020). Vì thông thường mỗi giàn khoan tự nâng có thể khoan 5-6 giếng/năm nên dựa trên kế hoạch này, cần có 12 giàn khoan tự nâng/năm (giảm 2 giàn khoan so với năm 2014). Điều này cho thấy với nhu cầu giàn khoan như trên, PVD có thể tăng số giàn khoan tự nâng từ con số 4 giàn khoan như hiện nay nhằm hạn chế việc sử dụng giàn khoan thuê lại, qua đó tăng đáng kể biên lợi nhuận.

## KQLN Quý 1/2015

Hình 1: Tổng kết KQLN

	Đơn vị	Q1/2014	Q1/2015	Tăng trưởng
Giá dầu Brent	USD / thùng	108	55	-49%
TB giá thuê ngày giàn khoan tự nâng (theo PVD)	nghìn USD	150	140	-7%
Giá thuê ngày giàn khoan TAD		205	205	0%
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>triệu USD</b>	<b>205</b>	<b>206</b>	<b>0%</b>
- Giàn khoan của PVD		<b>57</b>	<b>60</b>	<b>6%</b>
TAD		14	18	29%
Giàn khoan tự nâng của PVD		43	39	-8%
PVD VI		0	3	
- Giàn khoan thuê lại		<b>65</b>	<b>67</b>	<b>3%</b>
- Dịch vụ khoan		<b>66</b>	<b>54</b>	<b>-18%</b>
- Các dịch vụ khác		<b>17</b>	<b>24</b>	<b>42%</b>
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>triệu USD</b>	<b>48</b>	<b>42</b>	<b>-13%</b>
- Giàn khoan của PVD		<b>27</b>	<b>22</b>	<b>-19%</b>
TAD		4	5	12%
Giàn khoan tự nâng của PVD		23	17	-27%
PVD VI		0	1	
- Giàn khoan thuê lại		<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-49%</b>
- Dịch vụ khoan		<b>17</b>	<b>17</b>	<b>0%</b>
- Các dịch vụ khác		<b>1</b>	<b>1</b>	<b>55%</b>
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>		23%	20%	
- Giàn khoan của PVD		48%	37%	
TAD		30%	26%	
Giàn khoan tự nâng của PVD		54%	43%	
PVD VI		-	20%	
- Giàn khoan thuê lại		4%	2%	
- Dịch vụ khoan		26%	31%	
- Các dịch vụ khác		6%	4%	

Nguồn: VCSC ước tính cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp theo ghi chú trang 21 của báo cáo tài chính hợp nhất (USD)

## DỰ BÁO

**Tổng hợp dự báo:** Với mức giá dầu thô 60USD/thùng, chúng tôi dự báo LNST 2015 của PVD sẽ giảm 24% so với cùng kỳ năm ngoái còn 87 triệu USD dựa vào 3 giả định sau:

1. Giá thuê ngày trung bình của giàn khoan tự nâng (jack-up rig) sẽ giảm 13% còn 135.000USD. Cả 6 giàn khoan thuộc sở hữu của PVD đều có hợp đồng thuê đến hết năm 2015, bao gồm cả 30 ngày sửa chữa nhỏ của giàn khoan PVD I trong quý 1 & PVD II trong quý 2.
2. Giá thuê ngày giàn khoan TAD giảm 10% còn 185.000 USD so với năm 2014 để duy trì hoạt động
3. Mảng giàn khoan thuê sẽ chỉ còn 3 giàn hoạt động bình quân trong năm (tương ứng với 1.400 ngày, giảm 30% so với năm 2014 với giá thuê ngày 140.000 USD).
4. Doanh thu từ dịch vụ giếng khoan (phần khúc này đóng góp 31% doanh thu và 37% biên LN gộp) được dự báo sẽ giảm 30% tương ứng với thời gian hoạt động sụt giảm của các giàn khoan thuê.

**Bảng 1: Các yếu tố khác không đổi, giá dầu Brent thay đổi 8% sẽ nâng LNST sau khi trừ lợi ích cổ đông thiểu số thêm 5%**

LNST-CĐTS (triệu USD)	Giá dầu Brent (USD/thùng) & giá thuê ngày giàn khoan tự nâng tương ứng (USD '000)					
	Dầu: 50	55	60	65	70	75
% thay đổi dịch vụ kỹ thuật	125'	130'	135'	140'	145'	150'
-15%	87	91	96	100	105	87
-20%	84	88	93	97	102	84
-25%	81	85	90	94	99	81
-30%	78	82	87	91	96	78
-35%	75	79	84	88	93	75
-40%	72	76	81	85	90	72
-45%	69	73	78	82	87	69
-50%	66	70	75	80	84	66

PVD
VCSC

Nguồn: Ước tính của VCSC (\*)Chúng tôi giả định (1) giàn khoan TAD sẽ được điều chỉnh 10% còn 185.000 USD trong năm 2015 và (2) ngày hoạt động của các giàn khoan cho thuê, dịch vụ kỹ thuật và lợi nhuận từ JV sẽ giảm tương tự

**Bảng 2: Phân tích độ nhạy khi thay đổi giá mục tiêu**

Giá mục tiêu (VND/CP)	Giá dầu Brent (USD/thùng) & giá thuê ngày giàn khoan tự nâng tương ứng (USD '000)					
	50	55	60	65	70	75
% thay đổi dịch vụ kỹ thuật	125'	130'	135'	140'	145'	150'
-15%	61.643	64.866	68.088	71.309	74.529	61.643
-20%	59.452	62.675	65.897	69.119	72.340	59.452
-25%	57.260	60.483	63.706	66.928	70.150	57.260
-30%	55.068	58.292	61.515	64.738	67.960	55.068
-35%	52.876	56.100	59.324	62.547	65.769	52.876
-40%	50.683	53.908	57.132	60.355	63.578	50.683
-45%	48.489	51.715	54.940	58.164	61.387	48.489
-50%	46.296	49.522	52.747	55.972	59.196	46.296

PVD

VCSC

Nguồn: Ước tính của VCSC. Giá mục tiêu của chúng tôi không tính đến kế hoạch mở rộng giàn khoan.

**Bảng 3: Các giàn khoan đang được cho thuê**

Loại HĐ	Hiện tại	Loại	2014	2015											
				Q1			Q2			Q3			Q4		
				T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
<b>Giàn khoan</b>															
Naga 2	Tự nâng														
West Tucana	Tự nâng														
Naga 3	Tự nâng														
Naga 6	Tự nâng														
Naga 5	Tự nâng														
Atwood Mako	Tự nâng														
West Leda	Tự nâng														

Nguồn: Ước tính của VCSC

### Tỷ lệ tăng từ mở rộng số giàn khoan và nhu cầu ổn định từ Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN)

Nhu cầu của các giàn khoan tự nâng là khá ổn định khi PVN cam kết sẽ tiếp tục khoan thêm 60-70 giếng dầu mỗi năm trong giai đoạn 2015-2020, tương ứng với nhu cầu ổn định cho 12 giàn khoan tự nâng mỗi năm. Trong buổi gặp gỡ nhà đầu tư vào tháng 4/2015, PVN đã thông báo sẽ giữ nguyên kế hoạch khoan trung bình 60-70 giếng trong năm 2015 và các năm sau đó, nhằm duy trì lượng dầu thô dự trữ cho sản xuất trong tương lai. Ngoài ra, chi phí sản xuất trung bình của PVN là khoảng 30-40USD/thùng - giá dầu thô trên 60USD vẫn mang lại lợi nhuận cho hầu hết các công ty con của PVN. Do đó, giá dịch vụ kỹ thuật thấp trong bối cảnh dầu thô giá thấp là một thời cơ thuận lợi để PVN gia tăng lượng dầu thô dự trữ.

**PVD VII & PVD VIII là những yếu tố tăng trưởng mà chúng tôi chưa phản ánh vào dự phóng ĐHCĐ của PVD đã phê duyệt đầu tư thêm một giàn khoan tự nâng cao cấp (PVD VII) và một sà lan khoan (PVD VIII).** Chúng tôi tin rằng kế hoạch này là khả thi do (1) kế hoạch mở rộng giàn khoan cần trọng bởi ban lãnh đạo khi PVD chỉ mua giàn khoan nếu như ký kết được hợp đồng dài hạn, (2) nhiều cơ hội để hoạt động tại Việt Nam hoặc ở thị trường nước ngoài tùy thuộc vào mức sinh lời nào cao hơn: nhu cầu trong nước đối với giàn khoan tự nâng ổn định ở mức 12 giàn - với 4 giàn thuộc sở hữu của PVD, hoặc thị trường Đông Nam Á với các quốc gia tiềm năng như Malaysia, Myanmar... và (3) bảng cân đối kế toán khả quan để tiếp tục mở rộng thêm 2 giàn khoan khi chỉ số Nợ vay/EBITDA ở mức 1,4 lần so mức trần 3 lần. Mặc dù không được đưa vào mô hình định giá của chúng tôi, chúng tôi ước tính hoạt động của PVD VII & PVD VIII sẽ làm gia tăng lợi nhuận sau thuế thêm 8 tỷ USD.

### So sánh với các công ty cùng ngành

Công ty	Mô tả	GT vốn hóa (triệu USD)	P/E 2015	Tổng Nợ/Vốn CSH	EV/EBITDA	ROE 2015
UMW O&G	Công ty Malaysia cung cấp giàn khoan và dịch vụ giếng khoan Công ty có 7 giàn JU và 1 giàn nửa chìm nửa nổi (TAD)	1.202	22,7	89,2	14,6	5,6
Perisai	Công ty Malaysia cung cấp các dịch vụ dầu thô & khí đốt thượng nguồn. Có 4 giàn JU, 1 kho nổi và các tàu hỗ trợ dầu thô khác	152	18,6	86,4	14,6	2,6
COSL	Công ty liên doanh Trung Quốc cung cấp dịch vụ dầu thô với 30 giàn JU và 10 giàn bán nổi	16.622	14,5	55,8	10,7	9,0
Transocean	Nhà thầu khoan dầu ngoài khơi lớn nhất thế giới với 71 giàn khoan	7.322	8,8	74,1	4,1	4,7
Diamond Offshore	Nhà thầu khoan dầu vùng nước sâu với 35 giàn khoan ngoài khơi.	4.462	16,8	53,7	6,1	6,1
SeaDrill	Công ty khoan dầu nước sâu hàng đầu thế giới với 24 giàn JU và 19 giàn nửa chìm nửa nổi	6.564	6,2	130,6	8,1	11,8
<b>Trung bình</b>		<b>6.054</b>	<b>12,4</b>	<b>81,6</b>	<b>8,3</b>	<b>6,6</b>
<b>Trung vị</b>		<b>5.513</b>	<b>15,7</b>	<b>80,2</b>	<b>9,4</b>	<b>5,9</b>
<b>PVD</b>	Vietnam	<b>745</b>	<b>8,7</b>	<b>51,0</b>	<b>4,5</b>	<b>16,0</b>

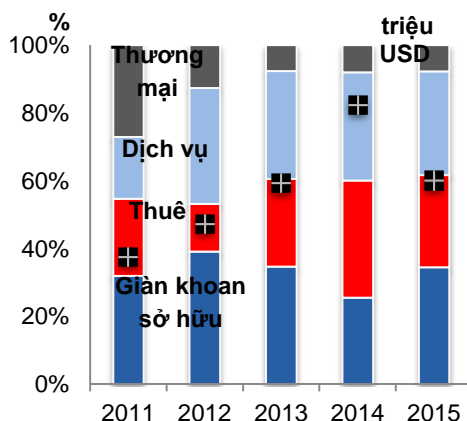
Nguồn: Bloomberg và dự báo của VCSC

## SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY

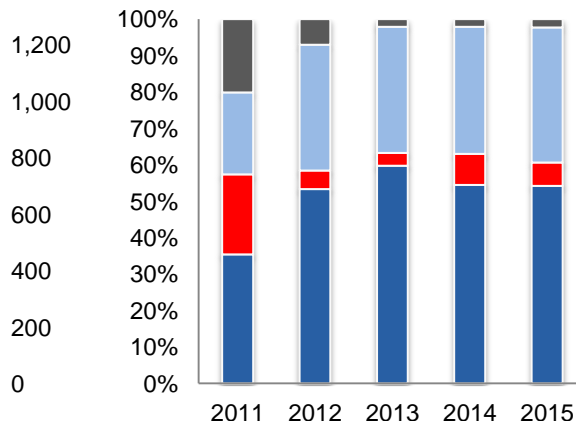
<b>Lĩnh vực kinh doanh</b>	Dịch vụ khoan (cho thuê giàn khoan) và cung cấp dịch vụ dầu khí
<b>GT vốn hóa</b>	715 triệu USD
<b>GT doanh nghiệp</b>	1.095 triệu USD
<b>Yếu tố doanh thu chính</b>	Cho thuê giàn khoan ngắn hạn và đầu tư vào các giàn khoan dài hạn
<b>Yếu tố chi phí chính</b>	Chi phí cố định (khấu hao) và chi phí khả biến (nhân công, sửa chữa và bảo dưỡng, bảo hiểm, lãi vay, v.v.)
<b>Yếu tố rủi ro chính</b>	Hoạt động thăm dò và khai thác bị trì hoãn, giá dầu giảm, nguồn xung và nhu cầu dàn khoan.
<b>Các khách hàng chính</b>	Lam Sơn JOC, Cửu Long JOC, JVPC, Vietsovpetro, v.v..
<b>Lãnh đạo</b>	Ông Đỗ Đức Chiến (Chủ tịch HĐQT), Ông Phạm Tiến Dzũng (TGD)
<b>Địa chỉ</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>Điện thoại</b>	(+84) 8 3914 2012

### CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

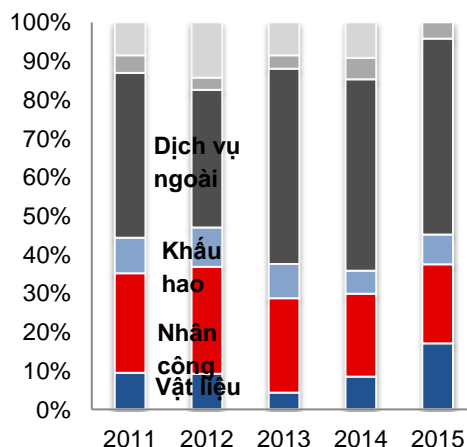
Cơ cấu doanh thu



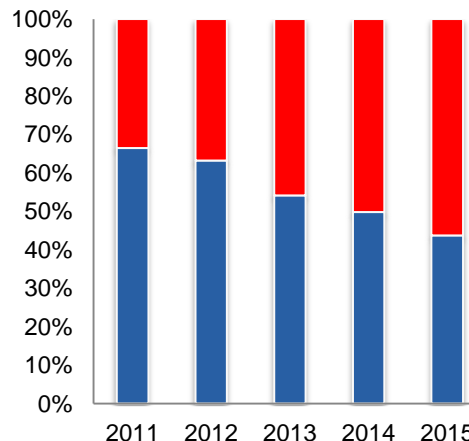
Đóng góp cho Biên LN gộp (%)



Cơ cấu chi phí



Cơ cấu vốn



Nguồn: Số liệu tài chính PVD

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Triệu USD	2014A	2015F	2016F	2016F
<b>KQLN</b>				
Doanh thu thuần	987	721	729	727
- Giá vốn hàng bán	-793	-568	-571	-569
Lợi nhuận gộp	195	152	158	158
- Chi phí bán hàng	-3	-2	-2	-2
- Chi phí quản lí DN	-53	-39	-39	-39
LN thuần HDKD	139	112	117	117
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	0	0	0
- Lợi nhuận khác	18	13	11	12
EBIT	157	125	128	129
- Chi phí lãi vay	-7	-12	-13	-12
Lợi nhuận trước thuế	150	113	114	117
- Thuế TNDN	-30	-21	-22	-22
LNST	120	91	93	95
- Lợi ích CĐ thiểu số	-6	-4	-4	-5
<b>LN ròng</b>	114	87	88	90
EBITDA	207	185	188	189
SL CP lưu hành (triệu)	303	303	303	303
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	303	303	303	303
EPS	0,38	0,29	0,29	0,30
EPS pha loãng hoàn toàn	0,38	0,29	0,29	0,30

	2014F	2015F	2016F	2014A
<b>Tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	39,1%	-27,0%	1,1%	-0,2%
Tăng trưởng LN HDKD	24,2%	-19,5%	4,5%	0,4%
Tăng trưởng EBIT	30,8%	-20,5%	2,3%	1,3%
Tăng trưởng EPS	27,2%	-24,1%	1,5%	2,3%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
Biên LN gộp %	19,7%	21,1%	21,7%	21,8%
Biên LN từ HĐ %	14,1%	15,5%	16,0%	16,1%
EBIT %	15,9%	17,3%	17,5%	17,8%
EBITDA %	21,0%	25,6%	25,8%	26,0%
Biên LN ròng %	11,6%	12,1%	12,1%	12,4%
ROE %	23,6%	15,7%	14,5%	13,5%
ROA %	11,3%	8,4%	8,3%	8,1%
<b>Chỉ số hiệu quả vận hành</b>				
Số ngày tồn kho	25,1	31,7	25,1	25,2
Số ngày phải thu	77,0	93,6	76,5	77,1
Số ngày phải trả	54,9	71,4	54,8	55,0
TG luân chuyển tiền	47,2	53,9	46,8	47,2
<b>Thanh khoản</b>				
CS thanh toán hiện hành	1,3	1,2	1,4	1,5
CS thanh toán nhanh	1,1	1,0	1,2	1,3
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,3	0,4	0,6
Nợ/Tài sản	0,2	0,3	0,3	0,2
Nợ/Vốn sử dụng	0,3	0,3	0,3	0,3
Nợ/Vốn CSH	0,4	0,5	0,4	0,3
Khả năng thanh toán lãi vay	23,0	10,2	9,6	10,5

triệu USD	2014A	2015F	2016F	2016F
<b>Bảng CĐKT</b>				
Tiền và tương đương	151	59	98	124
Đầu tư TC ngắn hạn	1	1	1	1
Các khoản phải thu	218	152	154	153
Hàng tồn kho	59	39	39	39
TS ngắn hạn	15	15	15	15
Tổng TS ngắn hạn	443	266	306	332
TS dài hạn (gộp)	858	1.081	1.195	1.250
- Khấu hao lũy kế	-246	-306	-383	-448
TS dài hạn (ròng)	611	775	812	802
Đầu tư TC dài hạn	41	41	41	41
TS dài hạn khác	0	0	0	0
Tổng TS dài hạn	652	815	852	843
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>1.096</b>	<b>1.081</b>	<b>1.159</b>	<b>1.175</b>
Phải trả ngắn hạn	137	86	86	86
Nợ ngắn hạn	54	87	87	87
Phải trả ngắn hạn khác	145	46	47	47
Nợ ngắn hạn	336	219	220	219
Vay và nợ dài hạn	146	190	207	162
Phải trả dài hạn khác	63	64	64	64
Tổng nợ dài hạn	209	254	271	226
Tổng nợ	545	472	490	445
<b>2016F</b>		0	0	0
Cổ phiếu ưu đãi	127	127	127	127
Thặng dư vốn CP	161	161	161	161
Vốn cổ phần	251	309	368	430
Lợi nhuận giữ lại	12	12	12	12
Lợi ích CĐTS	551	609	668	730
Vốn chủ sở hữu	<b>1.096</b>	<b>1.081</b>	<b>1.159</b>	<b>1.175</b>

Tỷ đồng	2014A	2015F	2016F	2016F
<b>Lưu chuyển tiền tệ</b>				
Tiền đầu năm	123	151	59	98
Lợi nhuận sau thuế	114	87	88	90
Khấu hao	50	60	60	60
Thay đổi vốn lưu động	-11	-64	-1	0
Điều chỉnh khác	0	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	154	83	147	150
Chi mua sắm TSCĐ	-13	-223	-50	-50
Đầu tư	-1	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	-14	-223	-50	-50
Cổ tức đã trả	-26	-29	-29	-29
Tăng (giảm) vốn	0	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	0	77	-30	-45
Tiền từ hoạt động TC	-112	49	-59	-74
Tổng lưu chuyển tiền tệ	27	-92	39	26
<b>Tiền cuối năm</b>	<b>151</b>	<b>59</b>	<b>98</b>	<b>124</b>

## DỰ BÁO CHO NĂM TÀI CHÍNH 2015

	2014	Dự báo 2015 (trước đây)	Dự báo 2015 (mới)	YoY % (so với dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	988	844	721	-27%	
Giàn khoan sở hữu	251	270	248	-1%	- Giá thuê ngày giàn khoan tự nâng giảm 13% còn 135.000 USD - PVD VI bắt đầu đóng góp lợi nhuận vào đầu tháng 3/2015
Giàn khoan thuê	341	318	196	-43%	- Số ngày hoạt động giảm 30% còn 1.400 ngày với giá thuê ngày 140.000 USD
Dịch vụ giếng dầu	315	207	220	-30%	
Khác	80	49	56	-30%	
Gross profit	190	174	152	-20%	
Giàn khoan sở hữu	104	101	83	-20%	
Giàn khoan thuê	16	15	10	-39%	
Dịch vụ giếng dầu	66	55	56	-15%	
Khác	4	3	3	-13%	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-3	-2	-2	-40%	
Chi phí quản lý	-53	-46	-39	-27%	
Lợi nhuận từ hoạt động	139	126	112	-20%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	18	17	13	-28%	
EBIT	157	142	125	-20%	
Chi phí lãi vay	-7	-12	-12	75%	- Chi phí lãi vay để tài trợ cho PVD VI
LN trước thuế	150	130	113	-25%	
LN sau thuế	120	105	91	-24%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	114	100	87	-24%	
Giàn khoan sở hữu	40	51	38	-5%	
Giàn khoan thuê	9	8	5	-46%	
Dịch vụ giếng dầu	63	40	42	-33%	
Khác	3	2	2	-41%	
EBITDA	207	202	185	-11%	
Biên LN gộp %	19,2%	20,6%	21,1%		
Giàn khoan sở hữu	41,2%	37,4%	33,3%		
Giàn khoan thuê	4,7%	4,7%	5,0%		
Dịch vụ giếng dầu	21,0%	26,6%	25,6%		
Khác	5,0%	6,1%	6,2%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu	-0,3%	-0,2%	-0,3%		
Chi phí quản lý / doanh thu	-5,4%	-5,5%	-5,4%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	14,1%	14,9%	15,5%		
Biên EBIT %	15,9%	16,8%	17,3%		
Biên EBITDA %	19,1%	23,9%	25,6%		
Biên LNST %	11,6%	11,8%	12,1%		
Thuế suất thực tế %	20,1%	19,2%	19,0%		



## Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, 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 ĐÁNH GIÁ</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 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 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

### CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

#### 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  
tu.vu@vcsc.com.vn

#### Trưởng phòng cao cấp, Ngô Hoàng Long

Trưởng phòng cao cấp, Anirban Lahiri

Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn

CV cao cấp, Đặng Văn Pháp

CV cao cấp, Đinh Thị Thùy Dương

CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Chuyên viên, Ngô Đăng Quế

Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh

#### Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588  
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào

Chuyên viên, Ngô Thùy Trâm

Chuyên viên, Nguyễn Thị Kim Chung

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải

Chuyên viên, Trần Minh Đức

Chuyên viên, Văn Đình Phong

### Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

#### Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.  
+84 3914 3588, ext 102  
michel.tosto@vcsc.com.vn

#### Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng  
+84 3914 3588, ext 136  
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

#### Hà Nội

Nguyễn Huy Quang  
+84 4 6262 6999, ext 312  
quang.nguyen@vcsc.com.vn

## Khuyến cáo

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