

CTCP BỌC ỔNG DẦU KHÍ VIỆT NAM (HNX: PVB)

ĐỘC QUYỀN HOẠT ĐỘNG BỌC ỔNG DẦU KHÍ TẠI VIỆT NAM

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cho mục tiêu đầu tư trong trung và dài hạn cổ phiếu PVB dựa trên cơ sở: (1) Kết quả kinh doanh tiếp tục khởi sắc. Cụ thể, quý 1/2015 PVB đạt 402 tỷ đồng doanh thu và 39,9 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 124% và 100% so với cùng kỳ năm 2014, nhờ hoàn thành đúng kế hoạch dự án bọc ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 1; (2) Kế hoạch kinh doanh năm 2015 được đảm bảo hoàn thành nhờ giá trị của các hợp đồng đã ký kết, một số hợp đồng lớn còn đảm bảo doanh thu cho công ty tới năm 2017; (3) Giá đầu đang tăng trở lại và dự báo sẽ tiếp tục tăng trong nửa cuối 2015, là cơ hội cho ngành dầu khí đẩy mạnh sản xuất, tăng nhu cầu bọc ống dầu khí.

Định giá. Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh chỉ số P/E để xác định giá trị cổ phiếu PVB. Theo đó, với mức giá kỳ vọng 12 tháng chưa pha loãng là 80.000 VND/CP. Tuy nhiên, chúng tôi lưu ý rằng giá trị cổ phiếu PVB sẽ thay đổi khi Công ty thực hiện thành công việc tăng vốn điều lệ từ 216 tỷ lên 300 tỷ đồng. *(Chi tiết xem phần định giá trong mục Luận điểm đầu tư)*

Chỉ tiêu tài chính chủ yếu

Tỷ VND	2011	2012	2013	2014	2015E
Doanh thu	749	888	533	1.001	1.001
LN gộp	119	138	114	259	
LN ròng	26	59	59	148	105
Tổng tài sản	1053	768	707	1068	
Vốn CSH	252	284	311	397	
EPS cuối kỳ (VND)	1.217	2.719	2.717	7.757	
Giá trị sổ sách	252	284	311	397	

Chỉ số tài chính	2011	2012	2013	2014	2015E
% Doanh thu	N/A	18%	-40%	88%	
%LNST	N/A	123%	0%	151%	
%LN gộp/DT	N/A	16%	-17%	127%	
ROA	2,5%	7,6%	8,3%	13,8%	
ROE	10%	21%	19%	37%	

Nguồn: PVB, CTS tổng hợp

Nguyễn Quang Nghĩa – Chuyên viên phân tích

Email: nghianq@vietinbanksc.com.vn

NGÀNH CẤP 4: DỊCH VỤ DẦU KHÍ

BÁO CÁO NGẮN 14/05/2015

Khuyến nghị đầu tư

Khuyến nghị 12 tháng	MUA
Giá mục tiêu 12 tháng(VND)	80.000
Giá ngày 14/5/2015 (VND)	37.500
Tỷ lệ tăng giá (12 tháng)	113%

Thông tin cổ phiếu (14/05/2015)

Số lượng CP niêm yết	21.599.998
Số lượng CP lưu hành	21.599.998
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	812,16
Biến động giá 52 tuần	21.000 – 73.500
KLGD TB 3 tháng	414.402
KLGD TB 1 tháng	478.410
% sở hữu nước ngoài	1,04%
Room nước ngoài còn lại	10.358.339
Tăng/giảm giá 7 ngày qua	1,35%
Tăng/giảm giá 1 tháng qua	6,53%

(Nguồn: CTS tổng hợp)

Biến động giá cổ phiếu 6 tháng



(Nguồn: cafef.vn)

Cổ đông lớn

Tổng Công ty Khí Việt Nam	52,94%
CTCP Quản lý quỹ đầu tư MB	1,12%

MỤC LỤC

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ	3
- Tiêu điểm (Key catalysts)	3
- Rủi ro	3
- Định giá	5
BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT	6
PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH	7
- Sản phẩm & Dịch vụ	7
- Nguyên vật liệu	7
- Công nghệ	8
- Năng lực sản xuất	8
- Kết quả SXKD 2014 và kế hoạch 2015	8
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH	10

LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

TIÊU ĐIỂM (KEY CATALYSTS)

Độc quyền trong hoạt động bọc ống dầu khí tại Việt Nam. PVB là doanh nghiệp đầu tiên cũng là doanh nghiệp độc quyền trong lĩnh vực bọc ống dầu khí tại Việt Nam. Là Công ty con của PVGas, PVB có nhiều lợi thế trong hoạt động cung cấp các dịch vụ bọc ống cho nhiều dự án của Tập đoàn dầu khí (PVN) và các công ty thành viên.

Nguồn thu được đảm bảo tới năm 2017. Nhiều dự án của PVN và PVGas sẽ được triển khai trong giai đoạn 2015 – 2017, PVB theo đó sẽ là đơn vị thực hiện bọc ống cho các dự án Nam Côn Sơn 2 – giai đoạn 2, dự án nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn, dự án hệ thống ống dẫn khí Lô B – Ô Môn. Các dự án trên sẽ đảm bảo cho PVB có nguồn thu ổn định tới năm 2017. Do đó, PVB vẫn đặt kế hoạch DT và LN trong năm 2015 tương đương với mức đạt được năm 2014, lần lượt là 1.001 tỷ đồng doanh thu và 105 tỷ đồng LNST.

Khấu hao máy móc thiết bị giảm. Chi phí thiết bị nhà máy bọc ống của PVB là 390 tỷ đồng trên tổng chi phí đầu tư dự án 520 tỷ đồng. PVB thực hiện khấu hao nhanh chi phí thiết bị trong 4 năm. Cụ thể, PVB đã thay đổi phương pháp khấu hao từ khấu hao đường thẳng trong vòng 4 năm sang phương pháp khấu hao theo sản lượng từ đầu năm 2012. Năm 2014, giá trị sản lượng của PVB tăng 2,6 lần so với năm 2013, do đó, giá trị khấu hao máy móc thiết bị tăng mạnh lên 140 tỷ đồng.

Đơn vị (tỷ đồng)	2011	2012	2013	2014
Sản lượng	875	936,3	433,7	1.138,9
Khấu hao trong năm	27,1	78,4	68,9	140
Giá trị còn lại	272,6	280,2	212,2	72,7

Giá trị khấu hao lớn năm 2014 khiến giá trị còn lại của khoản đầu tư máy móc thiết bị chỉ còn 72,7 tỷ đồng. Chi phí khấu hao năm 2015 theo đó sẽ chỉ là 72,7 tỷ đồng, thấp hơn nhiều so với 140 tỷ đồng năm 2014. Điều này sẽ cải thiện biên lợi nhuận gộp của PVB năm 2015.

Chính sách cổ tức hấp dẫn. PVB duy trì mức cổ tức cao qua các năm. Cụ thể, PVB trả cổ tức bằng tiền mặt năm 2011 là 10% vốn điều lệ, con số này trong năm 2012 tăng lên 22% và của năm 2013, 2014 là 20%. Theo kế hoạch hoạt động năm 2015, PVB dự tính sẽ trả mức cổ tức lên tới 25% vốn điều lệ hoặc cao hơn tùy theo lợi nhuận đạt được.

RỦI RO

Biến động giá dầu thế giới. Giá dầu thế giới giảm mạnh ảnh hưởng tới tiến độ triển khai các dự án dầu khí, do đó, hoạt động bọc ống dầu khí của PVB sẽ gián tiếp chịu tác động tiêu cực. Trong năm 2015, nếu giá dầu giảm xuống dưới mức 40USD/thùng, nhiều mỏ và dự án khai thác dầu khí sẽ phải ngừng hoạt động. Cuối năm 2014, Tổng Công ty thăm dò và khai thác dầu khí Việt Nam (PVEP) đã phải ngừng khai thác tại 6 giếng khoan

trong nước và 3 giếng khoan nước ngoài. Điều này sẽ gián tiếp ảnh hưởng tới hoạt động của các công ty cung cấp dịch vụ khai thác dầu khí nói chung và PVB nói riêng.

Rủi ro pha loãng giá cổ phiếu. Theo nghị quyết đại hội cổ đông năm 2015 của PVB, công ty có dự định tăng vốn điều lệ lên 300 tỷ đồng trong năm nay thông qua phát hành thêm cổ phiếu. Hiện tại, vốn điều lệ của PVB chỉ là gần 216 tỷ đồng. Như vậy, sau khi phát hành thêm cổ phiếu, EPS của PVB sẽ bị pha loãng và giá của cổ phiếu cũng sẽ được điều chỉnh giảm theo. Việc giá cổ phiếu cũng bị pha loãng sẽ đem lại áp lực cho PVB trong việc gia tăng lợi nhuận tương ứng với khoản vốn tăng thêm, việc chi trả cổ tức cũng trở nên khó khăn hơn. PVB đặt kế hoạch năm 2015 chỉ ở mức xấp xỉ KQKD năm 2014, trong khi mức chi trả cổ tức dự kiến của PVB sẽ tăng lên thành 25% vốn điều lệ năm 2015 (so với 20% năm 2014). Nếu không cải thiện KQKD, mức cổ tức này sẽ gây ra khó khăn nhất định cho PVB. Do vậy, việc tăng vốn làm pha loãng cổ phiếu sẽ có thể làm giảm sức hút của công ty trên thị trường chứng khoán nếu KQKD không tăng lên theo mức tăng vốn.

Nguyên liệu đầu vào nhập khẩu. Hiện nay, PVB đang nhập khẩu 40% nguyên liệu từ nước ngoài. Biến động tỷ giá và giá nguyên liệu sẽ ảnh hưởng tới hoạt động kinh doanh của PVB. Để giảm thiểu rủi ro giá nguyên liệu, PVB bên cạnh việc duy trì mối quan hệ với các nhà cung cấp lớn còn tăng cường công tác dự báo thị trường, chủ động và có kế hoạch phối hợp với nhà cung cấp nhằm duy trì lượng đặt hàng và hàng tồn khi một cách hợp lý.

Rủi ro chênh lệch tỷ giá. PVB nhập khẩu tới 40% nguyên liệu từ nước ngoài. Do đó, công ty phải thực hiện một số giao dịch bằng ngoại tệ nên sẽ chịu rủi ro khi có biến động về tỷ giá. Ngoại tệ được giao dịch chủ yếu là USD và EUR.

Nợ vay bằng ngoại tệ của PVB (triệu VND)

	2014	2013
USD	168.301	150.505
EUR	101	0

Theo báo cáo tài chính của PVB năm 2014, nếu tỷ giá của USD và EUR so với VND tăng/giảm 1% thì lợi nhuận trong năm của PVB sẽ giảm/tăng lần lượt là 1,4 tỷ đồng và 907 triệu đồng.

Phụ thuộc vào PVGas. PVGAS là Công ty mẹ và cũng là chủ đầu tư nhiều dự án của PVB. Theo nguồn tin từ PVB thì các dự án có giá trị lớn đều là ký với PVGas. Tuy nhiên, các dự án này có tỷ suất lợi nhuận gộp nhỏ hơn so với dự án ký kết với các đối tác khác. Cụ thể, dự án Nam Côn Sơn có tỷ suất biên lợi nhuận gộp dự tính là 6%. Do đó, sự phụ thuộc của PVB vào PVGas là rõ rệt và nếu PVGas điều chỉnh kế hoạch hay tiến độ, kết quả SXKD của PVB sẽ bị thay đổi theo.

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp luận

Chúng tôi dựa vào phương pháp so sánh P/E để đưa ra định giá cho cổ phiếu PVB. Do PVB là công ty độc quyền về bọc ống dầu khí tại Việt Nam nên các đối tượng được đưa ra để so sánh là các công ty bọc ống dầu khí trong khu vực Châu Á và một số công ty cung cấp dịch vụ dầu khí khác trong nước.

Công ty	Vốn hóa (tỷ đồng)	P/E
Khu vực Châu Á		
Citra Tubindo TBK PT (Indonesia)	8.232	14,84
Pantech group holding (Malaisia)	2.575	8,2
Welspun Corp LTD (Ấn Độ)	5.526	21,7
Việt Nam		
CTCP CNG Việt Nam (CNG)	837	7,62
CTCP KD Khí hóa lỏng miền Nam (PGS)	737	5,32
CTCP Phân phối Khí thấp áp Dầu khí Việt Nam (PGD)	1.734	7,15
CTCP Kết cấu Kim loại & Lắp máy Dầu khí (PXS)	1.030	7,41
Trung bình ngành		10,32

Kết quả định giá

Chi tiêu	Giá trị
EPS 4 quý (VND)	7.757
Chỉ số P/E trung bình trong ngành	10,32
Giá cổ phiếu (VND/CP)	80.052

Lưu ý: PVB có dự định tăng vốn từ 216 tỷ đồng lên thành 300 tỷ đồng trong năm 2015. EPS FY2015 sẽ bị pha loãng trong trường hợp PVB tăng vốn thành công.

BÁO CÁO TÀI CHÍNH TÓM TẮT

KQKD	2011	2012	2013	2014
Doanh thu thuần	749	888	533	1,001
Giá vốn hàng bán	(630)	(750)	(419)	(742)
Lãi gộp	119	138	114	259
Chi phí bán hàng	-	-	-	-
Chi phí quản lý	(22)	(18)	(18)	(61)
Lợi nhuận hoạt động	97	120	96	198
Chi phí khác (ròng)	(1)	(1)	1	0
- Thu nhập khác	1	1	1	0
- Chi phí khác	(1)	(2)	(0)	(0)
EBIT	97	119	97	198
Chi phí tài chính (ròng)	(62)	(47)	(19)	(8)
- Thu nhập tài chính	8	3	3	5
- Chi phí tài chính	(69)	(50)	(21)	(12)
+ Chi phí lãi vay	(38)	(47)	(18)	(11)
LNR trước thuế	35	73	78	190
Thuế TNDN	(9)	(14)	(20)	(43)
LNR sau thuế	26	59	59	148
Lợi ích thiếu số	-	-	-	-
LNR sau lợi ích thiếu số	26	59	59	148

BÁO CÁO DÒNG TIỀN	2011	2012	2013	2014
LNR sau lợi ích thiếu số	3	6	6	15
Điều chỉnh				
+ Khấu hao	49	97	86	159
+ Dự phòng	1	13	(11)	38
+ Lợi ích thiếu số	0	0	0	0
+ Đánh giá lại tài sản	0	0	0	0
+ Chi phí tài chính ròng	78	53	23	10
Tiền từ hoạt động	(111)	252	85	213
- Tăng đầu tư máy móc	(538)	(32)	(1)	(15)
- Tăng đầu tư TCSD	0	0	0	0
- Tăng đầu tư TC ng.hạn	0	0	(0)	0
- Tăng đầu tư TC d.hạn	0	0	0	0
- Tăng khác	(23)	11	8	(11)
Tiền từ hoạt động đầu tư	(561)	(21)	7	(25)
Tiền tự do	(673)	231	92	187
- Cổ tức đã trả	(0)	(27)	(32)	(61)
Tiền sau trả cổ tức	(673)	204	60	126
+ Tăng góp vốn cổ phần	216	0	0	0
+ Tăng góp vốn khác	10	0	0	0
+ Tăng khác	0	0	0	0
- Tăng cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
+ Tăng nợ	483	(221)	(80)	(51)
Tiền từ hoạt động	709	(248)	(112)	(112)
Tiền trước ch.lệch t.giá	36	(17)	(20)	75
+ Chênh lệch tỷ giá	0	0	0	0
Dòng tiền mặt ròng	36	(17)	(20)	75
Tiền mặt đầu kỳ	0	36	51	81
Tiền mặt cuối kỳ	36	51	81	181

BẢNG CÂN ĐỐI	2011	2012	2013	2014
Tài sản lưu động	541	331	364	859
Tiền và tương đương	36	51	81	181
Đầu tư t.chính ng.hạn	-	-	0	-
Các khoản phải thu	191	144	128	407
Tồn kho	302	129	117	265
Tài sản lưu động khác	11	7	37	6
Tài sản cố định / dài hạn	513	437	343	209
Phải thu dài hạn	-	-	-	-
Đầu tư t.chính dài hạn	-	-	-	-
Máy móc, thiết bị (ròng)	446	424	339	194
Máy móc, thiết bị (d.dang)	43	-	-	-
Đầu tư BĐS dài hạn	-	-	-	-
Tài sản dài hạn khác	23	12	4	15
TỔNG TÀI SẢN	1,053	768	707	1,068
Công nợ	802	484	396	671
Nợ ngắn hạn	559	289	213	535
Nợ dài hạn	242	195	183	137
Vốn chủ sở hữu	252	284	311	397
Vốn góp CSH	216	216	216	216
Các quỹ	4	5	7	17
Lợi nhuận chưa p.phối	22	53	78	154
Khác	10	10	10	10
Lợi tích cổ đông thiếu số	-	-	-	-
TỔNG VỐN CHỦ SỞ HỮU	1,053	768	707	1,068

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần	18.5%	-	87.9%	
Lợi nhuận gộp	15.7%	-	126.5%	
Lợi nhuận ròng	123.4%	-0.1%	151.4%	
Tổng tài sản	-27.1%	-8.0%	51.2%	
Vốn chủ sở hữu	12.7%	9.5%	27.8%	
Khả năng thanh toán				
Nợ ngắn hạn	0.97	1.14	1.71	1.61
Thanh toán nhanh	0.43	0.70	1.16	1.11
Tiền mặt	0.06	0.18	0.38	0.34
Hoạt động				
Vòng quay tiền mặt	20.75	17.26	6.60	5.55
Vòng quay khoản p.thu	4.28	24.79	69.95	6.57
Vòng quay tồn kho	2.09	5.82		
Đòn bẩy tài chính				
Nợ/Tổng tài sản	76.1%	63.0%	56.0%	62.8%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	3.18	1.71	1.27	1.69
Hệ số trả chi phí lãi vay	1.50	2.46	4.67	16.24
Khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lãi gộp	15.9%	15.5%	21.5%	25.9%
Tỷ suất lãi hoạt động	13.0%	13.5%	18.1%	19.8%
Tỷ suất lãi ròng	3.5%	6.6%	11.0%	14.7%
Lợi nhuận/Tổng tài	2.5%	7.6%	8.3%	13.8%
Lợi nhuận/Vốn CSH	10.4%	20.7%	18.9%	37.2%
Tiền HKD/Tổng TS	-	32.8%	12.0%	19.9%
Chỉ số khác				
EPS	-	2.72	-	7.76
Giá trị sổ sách/CP	-	13.14	-	18.38

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

SẢN PHẨM & DỊCH VỤ

Hoạt động sản xuất bọc ống là mảng kinh doanh chính, đóng góp trên 90% doanh thu của PVB. Là công ty con của Tổng công ty Khí Việt Nam PVGas nên PVB được thừa hưởng uy tín thương hiệu cũng như ưu đãi từ công ty mẹ. Hiện nay, PVB độc quyền cung cấp dịch vụ bọc ống dầu khí trên thị trường Việt Nam và có một số đối tác nước ngoài.

Các dịch vụ bọc ống do PVB cung cấp hiện nay cũng rất đa dạng, đáp ứng nhu cầu khai thác, truyền tải của ngành dầu khí Việt Nam.

- **Dịch vụ bọc ống chống ăn mòn gồm:** Bọc FBE, Bọc 3LPE, Bọc 3LPP giúp cho đường ống dầu khí chịu được nhiệt độ cao lên đến 140 độ C, không bị ăn mòn và bảo vệ đường ống khỏi ảnh hưởng của các tác động cơ học
- **Dịch vụ bọc cách nhiệt gồm:** Bọc cách nhiệt bằng PU Foam, Bọc MLPP giúp đảm bảo dòng chảy liên tục, tránh mất nhiệt và hydrate hóa, duy trì độ nhớt cho dòng chảy.
- **Dịch vụ bọc bê tông gia trọng:** được sử dụng đối với các đường ống nằm sâu dưới biển, bảo vệ đường ống khỏi các tác động cơ học. Ngoài ra có thể bọc bên ngoài lớp chống ăn mòn mà không ảnh hưởng tới khả năng chống ăn mòn.
- **Bọc Bend & fitting gồm:** Bọc chống ăn mòn 2/3LPE – 2/3LPP, Bọc cách nhiệt bằng SPU giúp chống ăn mòn, cách nhiệt và tránh tác động cơ học.
- **Bọc môi nối (FJC):** mang lại khả năng cách nhiệt và chống ăn mòn đồng nhất cho toàn bộ đường ống.

Ngoài ra, PVB còn hoạt động trong lĩnh vực xây lắp công trình khí. Cụ thể, công ty cung cấp các dịch vụ thiết kế, thi công xây dựng và lắp đặt các dây truyền, hệ thống cung cấp và phân phối khí cho các công ty khí trong nước. Tuy nhiên, mảng hoạt động này của PVB trong các năm gần đây không đem lại nhiều doanh thu (dưới 10%), thậm chí còn ghi nhận lợi nhuận âm trong năm 2013 (-8 tỷ đồng). Hoạt động xây lắp không hiệu quả, do đó, PVB có thể sẽ rút lui hoàn toàn khỏi lĩnh vực này.

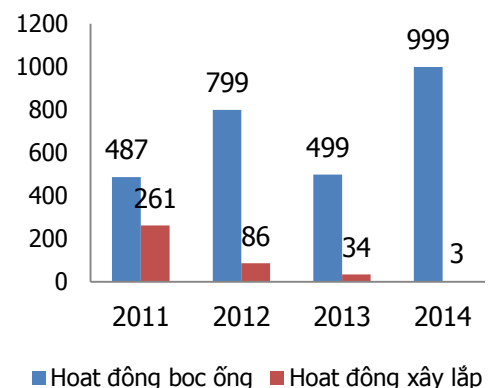
NGUYÊN VẬT LIỆU

Nguồn nguyên vật liệu phục vụ cho hoạt động của Nhà máy Bọc ống chủ yếu được nhập từ nước ngoài, chiếm tới 40%. Đối với các hợp đồng yêu cầu cả ống và bọc ống, một số sản phẩm ống thép được cung cấp bởi Công ty Cổ phần Sản xuất Ống thép Dầu khí Việt Nam (PV-PiPe). Cụ thể một số nguồn cung nguyên vật liệu bọc ống như sau:

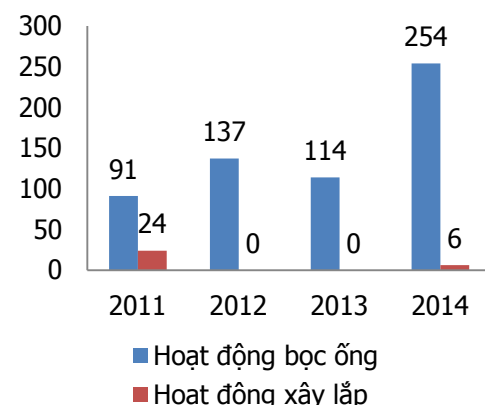
- Hạt nhựa Polyglue, Top coat: Hàn Quốc, Trung Quốc, Asean
- Chất chống ăn mòn FBE: 3M, Jonton, Mỹ, Thái Lan, Trung Quốc
- Quặng sắt: Malaysia, Minco Thụy Điển, và các mỏ trong nước
- Lưới thép: Trung Quốc, Asean, trong nước
- Cát, xi măng, hạt thép: trong nước

PVB là công ty con của PVGas đồng thời có cổ đồng sáng lập khác là Tổng công ty Cổ phần Dịch vụ kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PTSC). Đây đều là những công ty lớn và có uy tín trong lĩnh vực dầu khí và có mối quan hệ

Doanh thu PVB theo hoạt động (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp PVB theo hoạt động (tỷ đồng)



Nguồn: PVB, CTS tổng hợp

tốt với các nhà cung cấp nguyên vật liệu lớn trong và ngoài nước. Do đó, nguồn cung cấp nguyên vật liệu của PVB dưới sự hỗ trợ của PVGas và PTSC luôn được duy trì ổn định.

CÔNG NGHỆ HIỆN ĐẠI

PVB sở hữu Nhà máy Bọc ống Dầu khí đầu tiên ở Việt Nam với trang thiết bị, dây truyền bọc ống hiện đại nhất trên thế giới bao gồm:

- Dây truyền đồng bộ bọc ống chống ăn mòn sử dụng phương pháp Bọc 3 lớp Polyethylene/Polypropylene (3LPE/PP) hoặc FBE. Đây là công nghệ bọc ống hiện đại nhất hiện nay. Bọc ống sử dụng lớp tráng FBE bên trong có khả năng chống ăn mòn cao, sau đó phủ 3 lớp PE/PP ở ngoài. 3LPE/PP có độ kết dính cao với FBE đảm bảo sự chống ăn mòn lâu dài cho ống và tăng khả năng chịu va đập cơ học của ống.
- Dây truyền đồng bộ bọc ống bê tông gia tải (CWC) được sử dụng công nghệ phun văng (Impingement) liên tục có lưới thép gia cường cho bê tông

Hai dây truyền trên đều được nhập khẩu từ Tập đoàn Bauhuis – Hà Lan. Ngoài ra, trong năm 2012 PVB đã đầu tư thêm dây truyền bọc ống Bends (ống cong) nhằm đảm bảo tính đồng bộ cho dây truyền bọc ống.

Về hoạt động xây lắp công trình khí, PVB cũng sở hữu các loại cầu 70 và 50 tấn Liebherr hiện đại nhất hiện nay. Ngoài ra, công ty còn có cầu tải 8 và 4 tấn và các loại máy hồ quang.

PVB luôn cập nhật, đầu tư nâng cấp thiết bị để đạt được hiệu quả hoạt động cũng như nâng cao năng lực sản xuất.

NĂNG LỰC SẢN XUẤT

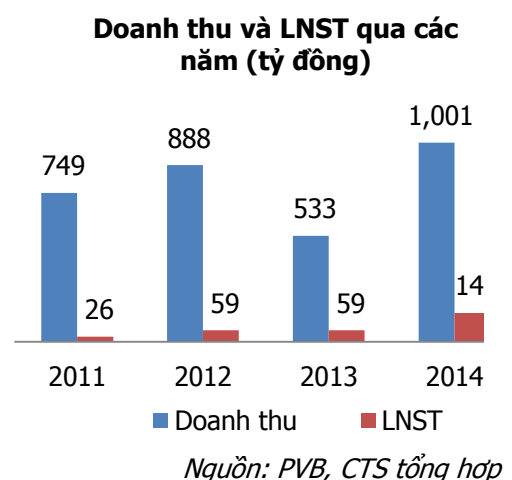
Năng lực sản xuất của PVB được ước tính như sau:

Loại dịch vụ	Kích cỡ đường ống (inches)	Năng lực sản xuất
Bọc ống chống ăn mòn	4 – 48	480 km/năm
Bọc bê tông gia trọng	4 – 48	300 km/năm
Bọc bảo ôn	4 – 48	150 km/năm
Bọc cách nhiệt đa lớp	4 – 48	100 km/năm

PVB sở hữu năng lực bọc ống gần 500 km/năm. Với các dự án hiện tại, PVB mới chỉ hoạt động khoảng 60-70% công suất. Dư địa để PVB tăng trưởng vẫn còn lớn nhưng bị phụ thuộc vào những dự án do PVGas và PVN mang lại.

KẾT QUẢ SXKD 2014 VÀ KẾ HOẠCH 2015

Kết quả kinh doanh năm 2014 đều vượt chỉ tiêu. Cụ thể, tổng sản lượng đạt 1.138,9 tỷ đồng, vượt mức kế hoạch 16%, doanh thu đạt 1.001,45 tỷ đồng, vượt KH 18%. Lợi nhuận sau thuế ghi nhận vượt mức kế hoạch tới 68%, đạt 147,52 tỷ đồng và nộp ngân sách 106,23 tỷ đồng



tương đương 122% chỉ tiêu đề ra.

Kế hoạch SXKD năm 2015 được duy trì xấp xỉ KQKD năm 2014.

Giá dầu giảm mạnh gây tác động tới ngành dầu khí thế giới nói chung và Việt Nam nói riêng. Tuy nhiên, giá trị của các hợp đồng PVB đã ký đủ để đảm bảo doanh thu trong năm 2015, thậm chí PVB còn sở hữu các gói thầu với tiến độ tới hết năm 2017. Hơn nữa, chi phí khấu hao trong năm 2015 nhiều nhất chỉ bằng một nửa so với năm 2014. Do đó, các chỉ tiêu kế hoạch đặt ra của PVB là có cơ sở. Cụ thể, các chỉ tiêu kế hoạch của PVB trong năm 2015 như sau:

- Tổng doanh thu: 1.001 tỷ đồng
- Lợi nhuận trước thuế: 134 tỷ đồng
- Lợi nhuận sau thuế: 105 tỷ đồng
- Chia cổ tức bằng tiền mặt (25% vốn điều lệ): 75 tỷ đồng

Các hợp đồng đang triển khai trong năm 2015

Dự án	Tiến độ	Tổng giá trị hợp đồng (tỷ đồng)	Giá trị thực hiện 2015 (tỷ đồng)
Dự án bọc ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 1	Chuyển tiếp từ năm 2014, hoàn thành cuối quý 1/2015	1.100	540
Dự án bọc ống Hàm Rồng – Thái Bình	Chuyển tiếp từ năm 2014, hoàn thành trong quý 1/2015	90	45
Dự án Tê Giác Trắng	Bắt đầu xây dựng trong năm 2015, thi công trong quý 1 và 2/2015	200	200
Dự án Tiên Hải – Thái Bình	Sẽ xây dựng và hoàn thành trong quý 1/2015	8	8
Dự án bọc ống GPP Cà Mau	Sẽ thực hiện trong quý 3 và 4 năm 2015	150	150
Các gói thầu bọc ống cho Vietsovpetro	Sẽ thực hiện trong năm 2015	50	50
Gói thầu bọc ống Wrapping tại nhà máy Nghi Sơn	Sẽ thực hiện trong năm 2015	≤10	≤10
Tổng giá trị dự kiến thực hiện 2015			1.003

Nguồn: PVB, CTS tổng hợp

KQKD Quý 1/2015 tiếp tục tăng trưởng ấn tượng. Trong quý 1/2015, PVB đạt 402 tỷ đồng doanh thu và 39,9 tỷ đồng lợi nhuận sau thuế, tăng trưởng lần lượt 124% và 100% so với cùng kỳ năm 2014. Doanh thu và LNST tăng cao như vậy là do PVB đã hoàn thành dự án bọc ống Nam Côn Sơn 2 – Giai đoạn 1 nêu trên vào ngày 28/3/2015.

Các dự án đảm bảo nguồn thu cho PVB tới năm 2017. Trong số đó, hai dự án có giá trị lớn nhất là dự án Bọc ống cách nhiệt cho dự án lọc hóa dầu Nghi Sơn Thanh Hóa (1.500 tỷ đồng) và dự án xây dựng Hệ thống truyền tải khí tại lô B – Ô Môn, Quảng Trị (3.000 tỷ đồng). Hai dự án lớn này đều sẽ mang lại doanh thu cho tới hết năm 2017. Như vậy, hoạt động kinh doanh của PVB được đánh giá là tương đối khả quan. Nguyên nhân là do PVB là công ty độc quyền trong lĩnh vực bọc ống dầu khí tại Việt Nam. Nhiều khả năng khi giá dầu phục hồi trở lại vào hai quý cuối năm 2015 (theo Morgan Stanley và EIA), hoạt động kinh doanh của PVB sẽ còn được cải thiện.

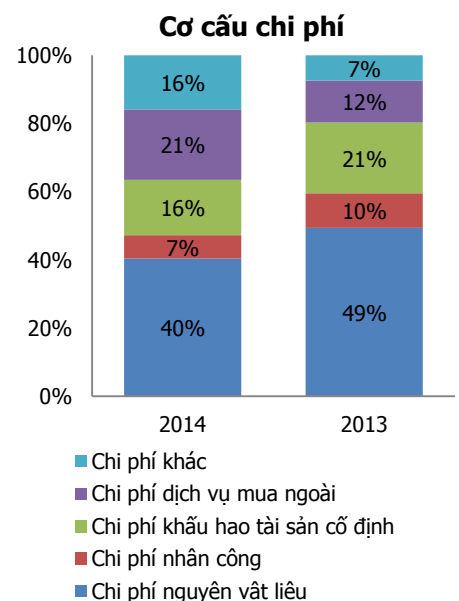
PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	2011	2012	2013	2014
Tăng trưởng				
Doanh thu thuần		18.5%	-39.9%	87.9%
Lợi nhuận gộp		15.7%	-17.0%	126.5%
Lợi nhuận ròng		123.4%	-0.1%	151.4%
Tổng tài sản		-27.1%	-8.0%	51.2%
Vốn chủ sở hữu		12.7%	9.5%	27.8%
Khả năng thanh toán				
Nợ ngắn hạn	0.97	1.14	1.71	1.61
Thanh toán nhanh	0.43	0.70	1.16	1.11
Tiền mặt	0.06	0.18	0.38	0.34
Hoạt động				
Vòng quay tiền mặt	20.75	17.26	6.60	5.55
Vòng quay khoản p.thu	4.28	24.79	69.95	6.57
Vòng quay tồn kho	2.09	5.82	3.57	2.80
Đòn bẩy tài chính				
Nợ/Tổng tài sản	76.1%	63.0%	56.0%	62.8%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	3.18	1.71	1.27	1.69
Hệ số trả chi phí lãi vay	1.50	2.46	4.67	16.24
Khả năng sinh lợi				
Tỷ suất lãi gộp	15.9%	15.5%	21.5%	25.9%
Tỷ suất lãi hoạt động	13.0%	13.5%	18.1%	19.8%
Tỷ suất lãi ròng	3.5%	6.6%	11.0%	14.7%
Lợi nhuận/Tổng tài sản	2.5%	7.6%	8.3%	13.8%
Lợi nhuận/Vốn CSH	10.4%	20.7%	18.9%	37.2%
Tiền HKKD/Tổng TS	-10.6%	32.8%	12.0%	19.9%
Chỉ số khác				
Lợi nhuận/Cổ phiếu	1.217	2.719	2.717	7.757
Giá trị sổ sách/CP	11.66	13.14	14.38	18.38

Chỉ số tăng trưởng của PVB trong năm 2014 tăng đột biến. Có thể thấy PVB đã hoạt động hiệu quả trong năm 2014 khi đạt mức tăng trưởng doanh thu, LN gộp và LN ròng lần lượt là 87.9%, 126.5% và 151.4%. Có thể thấy các chỉ số tăng trưởng về lợi nhuận là cao hơn nhiều so với chỉ số tăng trưởng doanh thu. Điều này cho thấy trong năm 2014, PVB tăng trưởng sản xuất kinh doanh đồng thời cũng quản lý hiệu quả các loại chi phí. Các dự án bọc ống sau khi hoàn thành đều được quyết toán và thu hồi vốn theo đúng tiến độ nhằm triển khai các dự án tiếp theo và tiết kiệm chi phí lãi vay.

Chỉ số khả năng thanh toán của PVB là tương đối cao. Khả năng thanh toán được PVB duy trì ở mức ổn định qua các năm, cho thấy năng lực tài chính tốt của PVB. PVB có đòn bẩy tài chính nghiêng về các khoản nợ. Công ty có các chỉ số thanh toán tốt và đa phần dùng nợ ngắn hạn nên tình hình tài chính của PVB được đánh giá là khá tốt.

Chỉ số khả năng sinh lợi năm 2014 tốt nhất trong 4 năm qua. Các chỉ số khả năng sinh lợi cao cho thấy hiệu quả hoạt động, khả năng quản lý chi phí của PVB được cải thiện. Đặc biệt, chỉ số ROE tăng cao gấp đôi



so với năm 2013 (37,2% so với 18.9%). Điều này dẫn tới chỉ số EPS năm 2014 tăng lên mức 6.830 VND/CP.

Tình hình hoạt động quý 1/2015 của PVB cũng rất khả quan với mức tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận sau thuế so với cùng kỳ năm 2014 lần lượt là 124% và 100%. Điều này làm cho EPS của PVB trong 4 quý gần nhất đạt mức 7.756 VND/CP. Như vậy, PVB nhiều khả năng sẽ đạt được mức kế hoạch đề ra trong năm 2015.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VIETINBANKSC

Hệ thống khuyến nghị của CTS được xây dựng dựa trên sự chênh lệch giữa giá cổ phiếu thị trường tại thời điểm đánh giá và giá mục tiêu 12 tháng.

Hệ thống khuyến nghị	Diễn giải
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 15% trở lên
THEO DÕI	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5 – 15%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường tối thiểu 5%



Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Công thương (VietinbankSC) là một công ty chứng khoán được cấp phép với đầy đủ các chức năng nghiệp vụ, có số vốn điều lệ là 800 tỷ đồng, tương đương 40 triệu đô la.

VietinbankSC được niêm yết trên sàn GDCK Hà Nội (HNX) với mã giao dịch "CTS"

Liên hệ

306 Bà Triệu, Hai Bà Trưng, Hà Nội

T +84 4 3974 7952

F +84 4 3094 7572

W www.vietinbanksc.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2014 thuộc về Công ty CP Chứng khoán Vietinbank (CTS). Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và CTS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng. Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của CTS. Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào. Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của CTS.