

TCTCP KHOAN VÀ DỊCH VỤ KHOAN DẦU KHÍ (PVD - HOSE)

Khuyến nghị: MUA

THÔNG TIN CỔ PHIẾU	
Giá cổ phiếu (đồng/cp)	20,650
Giá mục tiêu (đồng/cp)	28,690
Tiềm năng tăng/giảm (%)	38.9
Tăng trưởng giá CP-YTD (%)	(8.2)
Tăng trưởng giá CP-1 năm (%)	(15.4)
Tăng trưởng giá so với VN-Index (%)	(39.0)
Giá trị vốn hóa (tỷ đồng)	7,905.9
SL CP lưu hành (triệu cp)	382.9
Tỷ lệ cổ tức trên giá CP (%)	-
P/E Forward (x)	29.6
P/B (x)	0.6
P/E VN-Index (x)	16.5

Nguồn: FiinPro, MSI

TỔNG QUÁT VỀ DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí (PVD) được thành lập vào năm 2001, xuất phát từ Xí nghiệp Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí biển, thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). PVD là doanh nghiệp hàng đầu Việt Nam trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ khoan (chiếm 64% thị phần trong nước), dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan khác (chiếm 55%-100% thị phần Việt nam tùy theo từng loại dịch vụ).

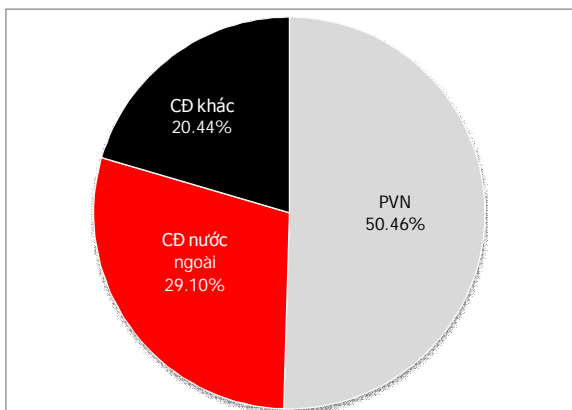
Trong ngành khoan dầu khí tại Việt Nam và trong khu vực Đông Nam Á, PVD có những lợi thế nhất định khi đang sở hữu nhiều giàn khoan còn trẻ với hiệu suất hoạt động cao (97%), các giàn khoan liên tiếp đạt Zero LTI (Không có bất kỳ tai nạn gây mất thời gian lao động) kể từ khi được đưa vào hoạt động. Bên cạnh đó, doanh nghiệp có thể duy trì thị phần lớn khi có khả năng kết nối chương trình khoan để đưa giàn khoan đối tác vào hoạt động trong nước.

Hiện PVD đang sở hữu hệ thống: 12 công ty con, 4 đơn vị trực thuộc, và 6 giàn khoan gồm 4 giàn khoan biển tự nâng Jack-up (PV Drilling I, II, III, VI), 1 giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm TAD (PV Drilling V), và 1 giàn khoan đất liền (PV Drilling 11) tại Algeria. Hầu hết các giàn khoan của PVD được thiết kế chế tạo bởi công ty Keppel FELS từ Singapore, riêng giàn PV Drilling 11 được thiết kế và chế tạo bởi công ty Hong Hua của Trung Quốc. Được biết trong thập kỷ vừa qua, công ty Keppel FELS đã cung cấp thành công gần phân nửa lượng giàn khoan biển tự nâng và giàn khoan nửa nổi nửa chìm mới trên toàn thế giới.

CƠ CẤU CỔ ĐÔNG

Về cơ bản, cơ cấu cổ đông của PVD tương đối cô đặc. PVD hiện nay vẫn là một doanh nghiệp trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam khi PVN đang nắm giữ 50,46% cổ phần của Công ty. Thời gian gần đây, do biến động của giá dầu khiến nhóm cổ đông nước ngoài (các quỹ đầu tư và tổ chức tài chính) đang giảm nhẹ tỷ lệ sở hữu cổ phần của doanh nghiệp xuống còn 29,1%. Lượng cổ phần còn lại 20,44% do các cổ đông khác nắm giữ.

Cơ cấu cổ đông (cập nhật tháng 03/2017)



Nguồn: PVD, MSI

Giá dầu Brent 2014 - 15/3/2017 (USD/thùng)



Nguồn: Bloomberg

TỔNG QUAN VỀ NGÀNH DẦU KHÍ

Diễn biến thị trường dầu khí thế giới

Vào cuối năm 2016, các nước thuộc khối OPEC và một số cường quốc dầu mỏ khác trên thế giới cam kết sẽ cắt giảm sản lượng khai thác tổng cộng là 1,76 triệu thùng/ngày trong 6 tháng bắt đầu từ ngày 1/1/2017 nhằm kết thúc tình trạng dư cung và nâng giá. Theo Reuters, trong tháng 1/2017, lượng khai thác của 11 nước thành viên OPEC đã giảm 890.000 thùng/ngày xuống còn 29,9 triệu thùng/ngày, tương ứng với mức tuân thủ cam kết là 93%. Ngoài ra, Nga cũng đang bàn bạc với khối OPEC, đề xuất kéo dài thỏa thuận thêm 6 tháng nữa, dự kiến quyết định này sẽ được đưa ra trong tháng 4 hoặc tháng 5/2017. Tăng trưởng nhu cầu dầu quốc tế trong năm 2017 được EIA dự đoán tăng thêm 1,4 triệu thùng/ngày do: (1) thời tiết lạnh kéo dài khiến nhu cầu tại các quốc gia khu vực EU cao hơn, và (2) tăng trưởng dài hạn của Trung Quốc, Ấn Độ và các nước ngoài khối OPEC.

Tuy nhiên, những tác động từ việc: (1) Mỹ tiếp tục tăng sản lượng khai thác dầu đá phiến và hiện đang lên kế hoạch mở rộng khai thác sang miền đông Dakota và nhiều mỏ dầu đá phiến khác, (2) Nigeria và Libya đẩy mạnh khai thác nhằm phục hồi lại nguồn cung sụt giảm do nội chiến, và (3) sau khi được dỡ bỏ lệnh cấm vận, Iran cũng tăng sản lượng khai thác thêm 50.000 thùng/ngày trong tháng 1/2017, đã tạo áp lực mạnh lên giá dầu và nỗ lực tái cân bằng thị trường của OPEC và các nước sản xuất dầu mỏ khác. Vì giá dầu đã vượt ngưỡng 50 USD/thùng nên các công ty dầu đá phiến tại Mỹ đang tăng cường lắp đặt thêm giàn khoan và đẩy mạnh khai thác. Theo công ty dịch vụ dầu khí Baker Hughes, vào đầu tháng 3/2017, tổng số giàn khoan của Mỹ đã tăng lên thành 617 giàn so với mức 591 giàn vào cuối tháng 1/2017. Sản lượng dầu đá phiến của Mỹ trong tháng 3/2017 được dự báo sẽ tăng thêm 79.000 thùng/ngày, chạm mức 4,87 triệu thùng/ngày.

Theo báo cáo của EIA, kết thúc tuần đầu tiên của tháng 3/2017, trữ lượng dầu của Mỹ đã tăng thêm 8,2 triệu thùng chỉ trong 1 tuần, đạt mức 528,4 triệu thùng. Cơ quan này cũng dự báo sản lượng dầu thô của Mỹ trong năm 2017 sẽ tăng 330.000 thùng/ngày lên thành 9,21 triệu thùng/ngày.

Dựa theo tốc độ tăng trưởng mạnh của số lượng giàn khoan trong thời gian vừa qua, tổng số giàn khoan của Mỹ trong năm 2017 được dự phóng là 850 giàn, và ước tính sẽ đạt mức 1.100 giàn trong năm 2018, phần lớn các giàn khoan sản xuất cả dầu mỏ lẫn khí đốt. Bên cạnh đó, các công ty thăm dò và sản xuất (Exploring & Production - E&P) có xu hướng sẽ tăng cường chi tiêu trong năm 2017 cao hơn năm 2016.

Trong khi các nước OPEC đang tuân thủ cam kết rất tốt thì Nga chỉ mới thực hiện cắt giảm được 1/3 sản lượng theo cam kết, cùng với việc Mỹ đang làm điều ngược lại khiến khối OPEC đang phải cân nhắc đến phương án không kéo dài thỏa thuận thêm nữa. Do đó để giảm nguồn cung trong năm 2017, các nước sản xuất dầu sẽ phải ngồi lại thương lượng về việc cắt giảm sản lượng khai thác nhiều hơn, nhanh hơn trong thời gian dài hơn.

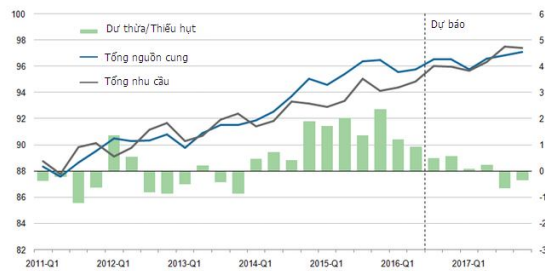
Ngành dầu khí Việt Nam

Theo thống kê của Bloomberg, Việt Nam là quốc gia đứng thứ 28 trên tổng số 52 nước trên thế giới có tài nguyên dầu khí. Tính đến hết năm 2013, trữ lượng dầu thô xác minh của Việt Nam là gần 4,4 tỷ thùng, đứng đầu khu vực Đông Nam Á; còn lượng khí xác minh của Việt Nam vào khoảng 600 tỷ m3, đứng thứ 3 trong khu vực Đông Nam Á sau Indonesia và Malaysia.

Bộ Công Thương cho biết, trữ lượng dầu khí năm 2016 tuy đạt kế hoạch đề ra (đạt 16,7 triệu tấn quy đổi trên kế hoạch đề ra là 16 - 20 triệu tấn quy đổi), nhưng đây là mức thấp nhất trong những năm gần đây. Theo đó, (1) Tổng sản lượng dầu khai thác trong năm đạt 17,23 triệu tấn, vượt 1,19 triệu tấn so với kế hoạch năm; (2) Khai thác khí đạt 10,61 tỷ m3, vượt 1 tỷ m3 so với kế hoạch; (3) Sản xuất xăng dầu cả năm đạt 6,87 triệu tấn, cao hơn kế hoạch là 1,18 triệu tấn. Nguyên nhân tốc độ gia tăng trữ lượng dầu khí đạt mức thấp nhất so với những năm gần đây là do tác động xấu của giá dầu thế giới suy giảm đã làm ảnh hưởng tới hoạt động tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí của Việt Nam.

Cũng trong năm 2016, theo Bộ Công thương, tổng sản lượng dầu thô xuất khẩu được gần 7 triệu tấn, kim ngạch đạt khoảng 2,35 tỷ USD, giảm 24,2% về lượng và 36,7% về trị giá so với năm 2015. Ở chiều ngược lại, báo cáo của Tổng cục Hải quan cho biết trong năm 2016, lượng xăng dầu nhập khẩu từ 5 thị trường Singapore, Malaysia, Thailand, Trung Quốc và Hàn Quốc là 11,62 triệu tấn, tổng giá trị kim ngạch đạt gần 4,8 tỷ USD.

Dự báo nguồn cung cầu dầu thế giới (triệu thùng/ngày)



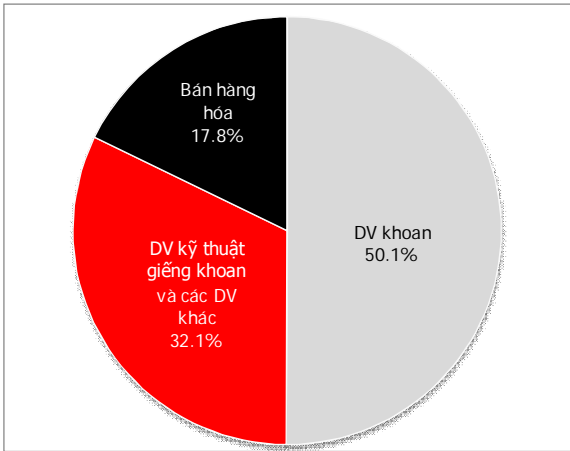
Nguồn: EIA

Triển vọng của ngành dầu khí

Đối với năm 2017, chúng tôi kỳ vọng ngành dầu khí sẽ có sự tăng trưởng tích cực về kết quả kinh doanh của các doanh nghiệp thuộc nhóm ngành dầu khí cũng như giá dầu sẽ phục hồi và giữ ổn định quanh mức 60 USD/thùng, dựa trên những nguyên nhân sau:

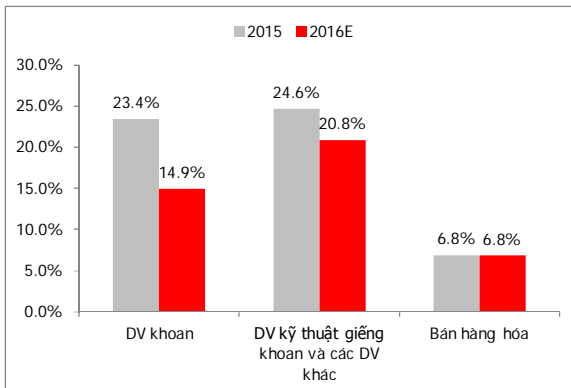
- Thỏa thuận lịch sử về cắt giảm sản lượng dầu của các thành viên khối OPEC và các nước khác lên tới 1,76 triệu thùng/ngày từ 1/1/2017 được đánh giá là một yếu tố quan trọng và tích cực với giá dầu trong năm 2017, đặc biệt là khi có khả năng thỏa thuận này có thể sẽ được kéo dài tới cuối năm. Nếu điều này thành hiện thực, giá dầu có thể sẽ tăng mạnh lên mức 60 USD/thùng.
- Dự báo giá dầu thô Brent được Goldman Sachs tăng lên 59 USD/thùng từ mức 56,5 USD/thùng. Theo Goldman Sachs, việc cắt giảm sản lượng dầu trên thực tế của các nước thuộc khối OPEC và các cường quốc khai thác dầu mỏ lớn sẽ là chất xúc tác trực tiếp thay đổi giá dầu.
- Cũng theo Goldman Sachs nhận định, năm 2017 nền kinh tế toàn cầu mạnh hơn sẽ kéo theo đà hồi phục của giá dầu. Ngoài ra, trong năm 2016, Trung Quốc có xu hướng tăng nhập khẩu dầu mỏ nhằm gia tăng trữ lượng các kho dầu dự trữ chiến lược, và làm cho sản lượng khai thác dầu thô trong nước trong 11 tháng 2016 của Trung Quốc giảm 7,2% so với cùng kỳ năm trước, còn 4 triệu thùng/ngày. Một khi Trung Quốc (nước nhập khẩu dầu mỏ lớn nhất thế giới) gia tăng tiêu thụ dầu sẽ là một trong những nhân tố chính giúp giá dầu thô tăng trở lại trong tương lai.

Cơ cấu doanh thu năm 2016



Nguồn: BCTC của PVD, MSI

Biên lợi nhuận gộp 2015-2016E



Nguồn: BCTC của PVD, MSI

Các dự án khai thác khí đốt PVD có thể tham gia giai đoạn 2019-2023

Tên dự án	Giàn khoan	Thời gian khoan dự kiến
Cá Rồng Đỏ	1 TAD	2019-2020
Sao Vàng - Đại Nguyệt	1 Jack-up	2021-2023
Block B - Ô Môn	2 Jack-up	2019-2023
Sư Tử Trắng (GD2)	1 Jack-up	2019-2020
Cá Voi Xanh	1 TAD	2021-2023

Nguồn: MSI tổng hợp

CÁC MẢNG KINH DOANH CHÍNH CỦA PVD

Dịch vụ khoan

Đây là lĩnh vực kinh doanh chính đóng góp nhiều nhất vào cơ cấu doanh thu của Công ty. PVD cung cấp dịch vụ cho thuê giàn đến các nhà thầu dầu khí. Theo đó, ngoài 6 giàn khoan mà doanh nghiệp đang sở hữu, tùy theo nhu cầu của thị trường mà PVD còn làm trung gian, thuê thêm giàn khoan từ các nhà thầu khoan nước ngoài, nối kết các chiến dịch khoan nhỏ lẻ của khách hàng thành một chương trình dài hạn. Tuy lợi nhuận từ các giàn khoan thuê ngoài không cao nhưng hoạt động này đã giúp PVD tăng cường uy tín, vị thế của Công ty trên thị trường.

Việc giá dầu giảm sâu ảnh hưởng trực tiếp đến đơn giá cho thuê giàn và khối lượng công việc của các giàn khoan nên trong hai năm vừa qua, PVD hầu như chỉ ký các hợp đồng ngắn hạn và sau khi hợp đồng kết thúc, Công ty sẽ tái đàm phán lại với khách hàng hoặc tìm kiếm đối tác mới. Trong năm 2016, do số lượng giàn khoan hoạt động sụt giảm khiến biên lợi nhuận gộp của mảng này ước tính chỉ đạt 14,9%, thấp hơn mức 23,4% của năm 2015.

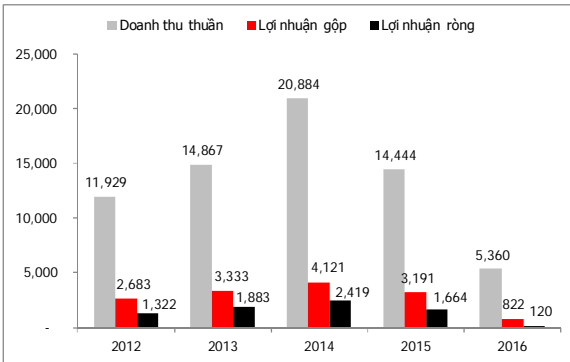
Do là một doanh nghiệp trực thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) nên các giàn khoan PVD sở hữu thường sẽ được ưu tiên thực hiện các dự án của PVN. Trong những năm tới, PVD có khả năng cao sẽ tham gia các dự án khai thác khí đốt lớn của PVN gồm: Cá Rồng Đỏ, Sao Vàng - Đại Nguyệt, Block B - Ô Môn, Sư Tử Trắng (giai đoạn 2) và Cá Voi Xanh.

Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan khác

Trong nhiều năm qua, PVD đã đào sâu nghiên cứu kỹ thuật và nhu cầu của khách hàng để có thể cung cấp dịch vụ trọn gói (bundled services - chuỗi cung ứng liên kết chặt chẽ, khép kín từ dịch vụ khoan đến các dịch vụ liên quan khoan), hỗ trợ khách hàng giảm thiểu thời gian và chi phí, nâng cao hiệu quả hoạt động.

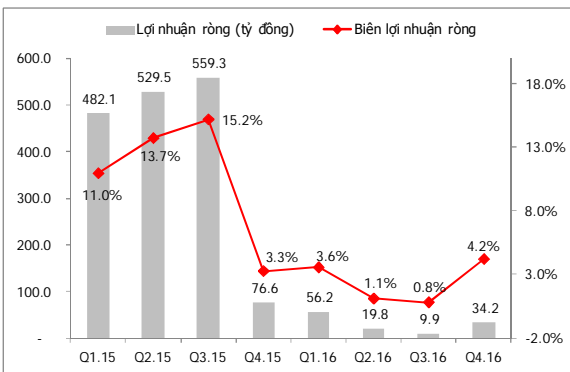
- **Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan:** Đây là dịch vụ được khai thác tối đa nhất, gồm (1) những dịch vụ chính hoạt động ổn định như kéo thả ống chống, đo karota khí, đo địa vật lý giếng khoan khai thác, kiểm soát áp suất trong khi khoan..., và (2) những dịch vụ mới như thiết bị bán tự động kéo thả ống chống CRTi, lọc dung dịch hoàn thiện giếng, chế tạo cơ khí kỹ thuật cao...
- **Dịch vụ cung ứng nhân lực:** Chuyên cung ứng đội ngũ kỹ sư, chuyên gia, công nhân kỹ thuật... được đào tạo từ cơ bản đến chuyên sâu với chuyên môn nghiệp vụ cao cho các giàn khoan.
- **Dịch vụ cung ứng vật tư thiết bị:** PVD là doanh nghiệp cung cấp ống conductor cho 100% thị trường Việt Nam, ngoài ra Công ty còn cung cấp các đường ống, thiết bị vật tư... cho các nhà thầu và dự án khai thác dầu khí.
- **Dịch vụ cơ khí sửa chữa:** Thực hiện các dịch vụ bảo trì, sửa chữa, kiểm định các giàn khoan; thiết kế chế tạo hệ thống gia nhiệt dầu thô, ống công nghệ (flowlines)...
- **Dịch vụ cung ứng sự cố dầu tràn:** Cung cấp dịch vụ cung ứng trên sông và trên biển cho khách hàng.

KQKD của PVD 2012-2016 (tỷ đồng)



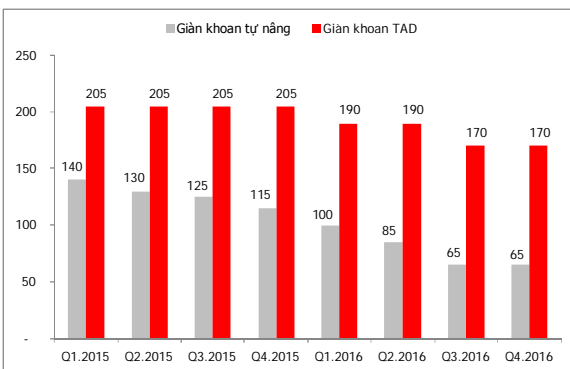
Nguồn: BCTC của PVD, MSI

Lợi nhuận ròng và biên lợi nhuận ròng của PVD theo quý 2015-2016



Nguồn: BCTC của PVD, MSI

Đơn giá cho thuê giàn khoan bình quân (nghìn USD/ngày)



Nguồn: MSI tổng hợp

KẾT QUẢ KINH DOANH CỦA PVD GIAI ĐOẠN 2012-2016

2012-2014: Trong giai đoạn 3 năm 2012-2014, giá dầu thô duy trì ở mức cao hơn 100 USD/thùng khiến các nhà thầu dầu khí tích cực mở rộng các chiến dịch khoan, kéo theo thị trường khoan dầu khí diễn ra sôi động. Những tác động tích cực từ thị trường khoan dầu khí cùng với việc các giàn khoan sở hữu luôn vận hành an toàn, hiệu quả, số lượng các giàn khoan thuê thêm từ các đối tác nước ngoài gia tăng đáng kể, sự phát triển toàn diện của các dịch vụ liên quan đến khoan... giúp KQKD của Công ty trong giai đoạn này tăng trưởng rất tích cực với tỷ lệ tăng trưởng doanh thu trung bình của Công ty là 31,5%/năm. Trong đó, doanh thu năm 2014 tăng mạnh 40,5% so với năm 2013 và gần gấp đôi năm 2012, ghi nhận 20.884 tỷ đồng. Lợi nhuận ròng của doanh nghiệp cũng tăng liên tục từ mức 1.322 tỷ đồng năm 2012 lên thành 2.419 tỷ đồng năm 2014 với tốc độ tăng trưởng trung bình là 31,6%/năm. Biên lợi nhuận gộp trong 3 năm đạt quanh tỷ lệ 19,7-22,5% và biên lợi nhuận ròng giao động trong khoản 11,1-12,7%.

2015: Kể từ thời điểm cuối năm 2014, giá dầu Brent bắt đầu biến động mạnh và giảm liên tục khiến các nhà thầu dầu khí rút ngắn chương trình khoan, yêu cầu giảm giá thuê giàn và cắt giảm khối lượng công việc. Đây là nguyên nhân chính khiến KQKD của năm 2015 sụt giảm đáng kể so với những năm trước đó. Theo đó, doanh thu thuần của Công ty chỉ còn 14.444 tỷ đồng (-30,8% yoy) và lợi nhuận ròng suy giảm về mức 1.664 tỷ đồng (-31,2% yoy). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng lần lượt là 22,1% và 11,5%.

2016: Trong quý cuối năm 2016, PVD ghi nhận khoảng 811 tỷ đồng doanh thu thuần, giảm mạnh 62,3% so với cùng kỳ năm trước, và 34,2 tỷ đồng lợi nhuận ròng, 55,4% thấp hơn Q4.2015. Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng trong Q4.2016 cũng sụt giảm so với cùng kỳ, lần lượt là 8,5% và 4,2%. Theo giải trình của Công ty, KQKD suy giảm là do: (1) số lượng giàn khoan sở hữu hoạt động trung bình trong Q4.2016 là 2,3 giàn so với con số 4,2 giàn của Q4.2015, hiệu suất sử dụng giàn chỉ đạt 46%; (2) giá thuê giàn trong quý giảm 55-60% yoy; (3) không có giàn thuê hoạt động trong Q4.2016; và (4) khối lượng công việc và đơn giá các dịch vụ liên quan đến khoan trong quý cũng giảm 40-60% yoy.

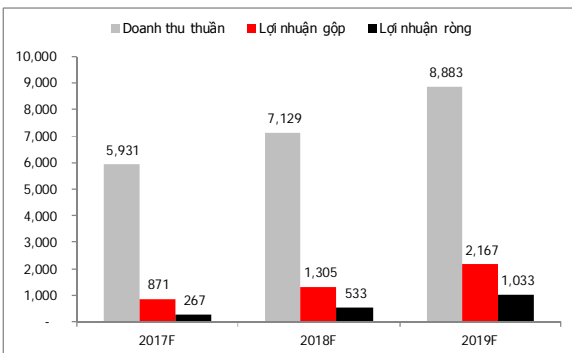
Trong năm 2016, giá dầu thô tuột xuống mức thấp kỷ lục dưới 30 USD/thùng đã ảnh hưởng nghiêm trọng đến KQKD nguyên năm của PVD. Điều này được phản ánh rõ rệt qua sự sụt giảm của số lượng giàn khoan sở hữu hoạt động (2/5 giàn trong nước còn hoạt động trong những tháng cuối năm), số ngày hoạt động của các giàn khoan giảm phân nửa so với năm 2015 (còn 890 ngày), và đơn giá thuê giàn cũng giảm khá nhiều (giá cho thuê giàn khoan tự

năng bình quân chỉ còn 78.750 USD/ngày, giá cho thuê giàn khoan TAD trung bình là 180.000 USD/ngày). Trước tình hình khó khăn đó, Công ty đã chủ động lên kế hoạch điều chỉnh để cắt giảm chi phí tài chính. Bên cạnh đó, doanh thu tài chính của PVD cũng gia tăng nên kết thúc năm 2016, Công ty vẫn ghi nhận lợi nhuận dương. Tính lũy kế nguyên năm 2016, KQKD của PVD sụt giảm mạnh so với năm 2015 khi doanh thu thuần của Công ty chỉ đạt 5.360 tỷ đồng (-62,9% yoy) và lợi nhuận ròng là 120,3 tỷ đồng (-92,8% yoy). Biên lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận ròng năm 2016 suy giảm chỉ còn 15,3% và 2,2%, thấp hơn nhiều so với mức 22,1% và 11,5% của năm 2015. Tuy KQKD năm 2016 thấp hơn năm trước nhưng về cơ bản, đây là tình hình chung của các công ty hoạt động trong lĩnh vực dầu khí, và PVD vẫn hoàn thành kế hoạch kinh doanh mà doanh nghiệp đề ra cho năm 2016 khi giá dầu thô dưới ngưỡng 60 USD/thùng.

TÌNH HÌNH HOẠT ĐỘNG CỦA CÁC GIÀN KHOAN CỦA PVD

- **PV Drilling I:** Có khả năng thi công giếng khoan có độ sâu đến 7.600m với sức chứa 110 người cùng tham gia làm việc trực tiếp trên giàn. Trong năm 2016, giàn khoan này được Cửu Long JOC thuê từ đầu năm đến 15/7/2016. Sau đó PVD I đã trúng thầu sang Myanmar với mức giá khoảng 50-60.000 USD/ngày, giảm mạnh so với mức 80.000 USD/ngày so với thời điểm đầu năm 2016. Hợp đồng với Total Myanmar dự kiến sẽ kết thúc vào tháng 3/2017.
- **PV Drilling II và PV Drilling VI:** PV Drilling II có khả năng thi công giếng khoan có độ sâu đến 9.144 m và có thể có đến 120 người cùng tham gia làm việc trực tiếp trên giàn. PV Drilling VI là giàn khoan tự nâng thế hệ mới nhất cùng nhiều tính năng kỹ thuật vượt trội khác. Giàn PV Drilling VI là sở hữu liên doanh giữa PVD và các đối tác uy tín tại Singapore với mục tiêu chiến lược cung cấp dịch vụ khoan chất lượng cao cho thị trường khu vực thế giới. Cả 2 giàn khoan được thuê bởi Vietsovpetro, hợp đồng của PV Drilling II kết thúc vào tháng 10/2016, còn hợp đồng của PV Drilling VI vừa kết thúc trong tháng 2/2017.
- **PV Drilling III:** Năng lực hoạt động của PV Drilling III tương đương với PV Drilling II. Kể từ tháng 4/2016, giàn khoan này đã không có việc làm. Hiện vẫn chưa có kết quả của việc đấu thầu sang Malaysia của PV Drilling III.
- **PV Drilling V (TAD):** Đây là giàn khoan đầu tiên trên thế giới ứng dụng công nghệ cao để khoan các giếng khoan nhiệt độ cao áp suất cao với công suất thiết bị chống phun được thiết kế với áp suất làm việc lên đến 15.000 psi - là những thách thức lớn của công nghệ khoan dầu khí hiện nay. Bên cạnh đó, PV Drilling V cũng là giàn khoan TAD đầu tiên trên thế giới có tải trọng của tháp khoan thiết kế lên đến 1.500.000 lbs nên có thể thực hiện được các giếng khoan đến độ sâu 9.100 m so với mực nước biển, và có thể hoạt động lên đến 1.200 m. PV Drilling V cũng là giàn khoan có mức biên lợi nhuận gộp tốt nhất của PVD. Hợp đồng dài hạn giữa giàn khoan này với Gazprom của Nga đã kết thúc vào tháng 11/2016. Do tính chất hoạt động đặc thù của giàn khoan này nên nếu phía Gazprom không tiếp tục ký hợp đồng thuê, việc tìm kiếm đối tác mới có thể sẽ gặp khó khăn.
- **PV Drilling 11:** Hiện vẫn đang tiếp tục hoạt động tại Algeria.

Triển vọng kinh doanh 2017F-2019F (tỷ đồng) TRIỂN VỌNG KINH DOANH CỦA PVD NĂM 2017F-2019F

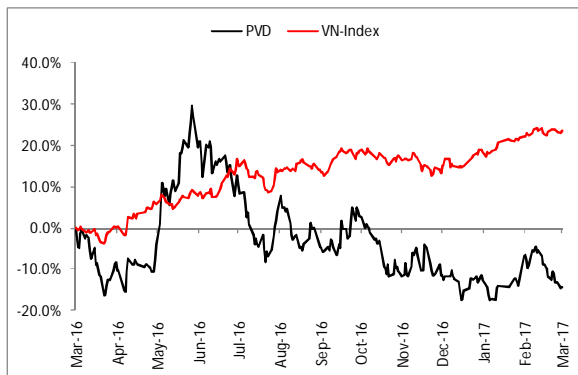


Nguồn: BCTC của PVD, MSI

Với kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục phục hồi trong năm 2017 và ở quanh vùng 60 USD/thùng, chúng tôi cho rằng nhu cầu thuê giàn có thể sẽ tăng lên và dự đoán khoảng 3/4 giàn khoan biển tự nâng của PVD sẽ quay lại hoạt động. Bên cạnh đó, số lượng giàn khoan thuê ngoài của PVD cũng được kỳ vọng tăng trở lại nhằm đáp ứng nhu cầu gia tăng của thị trường. Tuy nhiên: (1) tại thời điểm hiện tại, theo chúng tôi tìm hiểu, PVD đang xúc tiến ký kết hợp đồng mới; (2) giá cho thuê nhiều khả năng sẽ duy trì tương đương mức hiện tại; và (3) khi các giàn khoan hoạt động lại thì chi phí khấu hao sẽ tăng, do đó chúng tôi dự phóng KQKD của Công ty trong năm 2017 sẽ chỉ cải thiện tương đối chứ chưa thể quay lại mức cao như giai đoạn 2012-2014. Trong Q1.2017, KQKD của PVD sẽ kém khả quan do mức độ hoạt động của các giàn khoan là rất thấp.

Một khi PVD đã ký kết những hợp đồng cho thuê mới, và đặc biệt là trong trường hợp giá dầu tăng lên mức 60 USD/thùng hoặc cao hơn, sẽ có sự thay đổi và cải thiện theo chiều hướng tích cực đối với tình hình hoạt động của các giàn khoan cũng như KQKD của Công ty. Theo đó, KQKD năm 2017F của PVD được dự phóng sẽ đạt 5.930,8 tỷ đồng doanh thu thuần (+10,6% yoy) và 267,1 tỷ đồng lợi nhuận ròng (+122% yoy). Biên lợi nhuận gộp là 14,7% và biên lợi nhuận ròng là 4,5%.

Đối với giai đoạn 2018F-2019F, chúng tôi cũng kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục đà phục hồi, kéo theo đó là nhu cầu thuê giàn cao cùng đơn giá thuê giàn cải thiện tốt. Bên cạnh đó, triển vọng phục hồi trong hoạt động kinh doanh của PVD là khá lớn khi có nhiều dự án khai thác dầu khí trong nước đang chuẩn bị được triển khai trong thời gian. Theo đó, doanh thu thuần của doanh nghiệp trong năm 2018F và 2019F được dự phóng lần lượt là 7.129 tỷ đồng (+20,2% yoy) và 8.882,9 tỷ đồng (+24,6% yoy). Lợi nhuận ròng năm 2018F ước tính đạt 532,8 tỷ đồng (tăng 99,5% so với năm 2017) và năm 2019 là 1.032,5 tỷ đồng (cao hơn năm trước đó là 93,8%). Biên lợi nhuận gộp năm 2018 và 2019 là 18,3% và 24,4%, biên lợi nhuận ròng là 7,5% năm 2018 và 11,6% năm 2019.

Tăng trưởng giá cổ phiếu PVD so với VN-Index (1 năm)

Nguồn: FiinPro, MSI

ĐÁNH GIÁ VỀ CỔ PHIẾU PVD**Định giá**

Chúng tôi sử dụng phương pháp định giá so sánh theo P/E để xác định giá trị của cổ phiếu PVD với các chỉ số: (1) EPS forward trung bình giai đoạn 3 năm 2017F-2019F là 1.594 đồng; (2) P/E định giá là 18,0x, cao hơn P/E của VN-Index nhưng vẫn thấp hơn P/E trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực. Theo đó, giá trị hợp lý của cổ phiếu PVD là 28.690 đồng/cp, tiềm năng tăng trưởng là 38,9% so với mức giá thị trường 20.650 đồng/cp.

Khuyến nghị

Chúng tôi khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PVD với giá mục tiêu là **28.690 đồng/cp** cho mục tiêu trung và dài hạn vì những lý do như sau:

- PVD là doanh nghiệp cung cấp giàn khoan thương mại và các dịch vụ liên quan đến khoan duy nhất của PVN. Các giàn khoan sở hữu và thuê thêm của PVD đều vận hành với độ hiệu quả cao, xuyên suốt và an toàn. Các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và các dịch vụ liên quan đến khoan ngày càng hoàn thiện và đóng góp nhiều hơn vào lợi nhuận của Công ty. Bên cạnh đó, doanh nghiệp còn sở hữu hệ thống máy móc thiết bị hiện đại, đội ngũ nhân sự kỹ thuật khoan lành nghề và có chuyên môn cao... Những yếu tố trên đã góp phần giúp PVD khẳng định vị thế của một trong những nhà thầu khoan dầu hàng đầu với thị phần lớn tại thị trường Việt Nam.
- Với kỳ vọng giá dầu sẽ tiếp tục phục hồi và chạm ngưỡng 60 USD/thùng, chúng tôi dự phóng trong năm 2017, số lượng giàn khoan PVD sở hữu và thuê ngoài sẽ gia tăng, từ đó giúp cải thiện KQKD của Công ty. Bên cạnh đó, khả năng PVD tham gia vào các dự án khai thác khí đốt lớn trong giai đoạn 2019-2023 của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam là khá cao, từ đó có thể thấy triển vọng phát triển và cũng là cơ hội để trong những năm tới, PVD có thể lấy lại đà tăng trưởng sau giai đoạn chịu ảnh hưởng tiêu cực từ sự suy giảm của giá dầu.
- PVD có nguồn lực tài chính khỏe mạnh với 2.777,6 tỷ đồng tiền và tương đương tiền, 2.434,1 tỷ đồng thặng dư vốn cổ phần và 3.922,5 tỷ đồng lợi nhuận chưa phân phối. Dư nợ của Công ty trong năm 2016 cũng giảm đáng kể. Theo phương pháp định giá theo P/E, giá trị hợp lý của cổ phiếu PVD là 28.690 đồng/cp, cao hơn 38,9% thị giá hiện tại là 20.650 đồng/cp.

Những vấn đề cần lưu ý

- Giá dầu hiện vẫn ở mức thấp khiến thị trường dịch vụ khoan dầu khí bị thu hẹp lại do các nhà thầu dầu sẽ dừng hoặc giãn các chương trình khoan, đồng nghĩa với việc số lượng giàn khoan không có việc làm sẽ tăng lên, gây áp lực cạnh tranh giữa các nhà cung cấp dịch vụ khoan, cũng như giá cho thuê giàn, giá dịch vụ khoan và các dịch vụ kỹ thuật liên quan đến khoan bị giảm sút.
- Mỹ vẫn đang mở rộng quy mô khai thác dầu đá phiến, sản lượng dầu gia tăng tại Mỹ đang lấn át hiệu ứng tích cực từ nỗ lực cắt giảm sản lượng nhằm phục hồi giá dầu của các nước khối OPEC và một số cường quốc dầu mỏ khác trong dài hạn.

Bảng tóm tắt các chỉ tiêu tài chính giai đoạn 2012A-2019F của PVD

Tóm tắt tài chính	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017F	2018F	2019F
Doanh thu (tỷ đồng)	11,929.5	14,866.7	20,884.3	14,444.3	5,360.0	5,930.8	7,129.0	8,882.9
Tăng trưởng (% yoy)	29.5	24.6	40.5	(30.8)	(62.9)	10.6	20.2	24.6
Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)	1,321.8	1,883.4	2,419.4	1,664.2	120.3	267.1	532.8	1,032.5
Tăng trưởng (% yoy)	23.9	42.5	28.5	(31.2)	(92.8)	122.0	99.5	93.8
Biên lợi nhuận ròng (%)	11.1	12.7	11.6	11.5	2.2	4.5	7.5	11.6
Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng)	6,992.1	9,838.2	11,478.6	13,303.7	13,467.1	13,818.7	14,084.9	14,802.0
Tổng tài sản (tỷ đồng)	19,081.6	21,490.8	23,303.7	24,915.2	23,202.0	22,995.8	22,972.4	23,602.9
ROE (%)	18.9	19.1	21.1	12.5	0.9	1.9	3.8	7.0
ROA (%)	6.9	8.8	10.4	6.7	0.5	1.2	2.3	4.4
EPS (đồng)	6,279	6,836	7,983	4,776	314	697	1,390	2,694
BVPS (đồng)	33,216	35,707	37,874	38,178	35,138	36,055	36,750	38,621
Cổ tức (đồng)	1,500	3,000	1,500	-	-	-	1,000	1,000
P/E (x)	6.0	8.9	8.1	5.6	65.8	29.6	14.9	7.7
P/B (x)	1.1	1.7	1.7	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5

Nguồn: BCTC của PVD, MSI dự phóng

Danh sách các giàn khoan PVD sở hữu

STT	Tên giàn khoan	Loại giàn khoan	Công ty thiết kế và chế tạo	Năm hoàn thành	Số năm đạt Zero LTI
1	PV Drilling I	Giàn khoan biển tự nâng	Keppel FELS (Singapore)	2007	9
2	PV Drilling II	Giàn khoan biển tự nâng	Keppel FELS (Singapore)	2009	6
3	PV Drilling III	Giàn khoan biển tự nâng	Keppel FELS (Singapore)	2009	6
4	PV Drilling VI	Giàn khoan biển tự nâng	Keppel FELS (Singapore)	2015	1
5	PV Drilling V	Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm	Keppel FELS (Singapore)	2011	3
6	PV Drilling 11	Giàn khoan đất liền	Hong Hua (Trung Quốc)	2007	n/a

Nguồn: PVD

Danh sách công ty con của PVD

STT	Tên Công ty	Tỷ lệ sở hữu của PVD	Vốn điều lệ	Ngành nghề kinh doanh chính
1	CT TNHH MTV Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí biển PVD (PVD Offshore)	100%	130 tỷ đồng	Cung ứng nhân lực khoan, cung ứng DV kiểm định, sửa chữa, bảo dưỡng và chế tạo các thiết bị khoan, DV ứng cứu sự cố tràn dầu...
2	CT TNHH MTV Dịch vụ Giếng khoan dầu khí PVD (PVD Well)	100%	80 tỷ đồng	Cung cấp các DV kỹ thuật giếng khoan, cho thuê thiết bị khoan, kéo thả ống chống, cứu kẹt sự cố giếng khoan, treo đầu ống chống lừng...
3	CT TNHH MTV Địa vật lý Giếng khoan dầu khí (PVD Logging)	100%	80 tỷ đồng	Cung cấp các DV kỹ thuật cao trong hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí.
4	CTCP TMDV Kỹ thuật khoan dầu khí PVD (PVD Tech)	100%	200 tỷ đồng	Thiết kế chế tạo các cụm thiết bị đầu giếng và mudline, DV trọn gói cung cấp ống chống và DV thương mại dầu khí...
5	CT TNHH MTV Khoan dầu khí nước sâu PVD (PVD Deep Water)	100%	764 tỷ đồng	Quản lý, vận hành giàn khoan TAD
6	CT TNHH PV Drilling Overseas (PVD Overseas)	80%	51,1 triệu USD	Đầu tư, khai thác vận hành giàn khoan PV Drilling VI.
7	CTCP Đào tạo Kỹ thuật PVD (PVD Training)	52%	29 tỷ đồng	Đào tạo, cấp chứng chỉ, cung ứng nhân lực & DV kỹ thuật an toàn và hàng hải...
8	CT TNHH Liên doanh Dịch vụ BJ PV Drilling (BJ-PVD)	49%	5 triệu USD	Cung cấp DV can thiệp ống khoan bằng ống khai thác mềm, bơm trám xi măng, kích thích vỉa, nứt vỉa thủy lực...
9	CT TNHH Liên doanh Kỹ thuật giếng khoan PV Drilling và Baker Hughes (PVD Baker Hughes)	51%	20 triệu USD	Cung cấp các DV khoan định hướng & đo trong khi khoan, đo địa vật lý giếng khoan...
10	CT TNHH PV Drilling Expro International (PVD Expro)	51%	4 triệu USD	Cung cấp DV thử vỉa khoan thăm dò, DV gọi dòng giếng khoan khai thác, cung cấp các thiết bị dưới mặt nước, lấy mẫu đáy giếng...
11	CT TNHH Vietubes (Vietubes)	51%	3,7 triệu USD	Gia công, sửa chữa, phục hồi và kiểm tra, kiểm định các loại cần khoan ống chống, chế tạo đầu nối khớp nối và các phụ kiện phục vụ cho hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí.
12	CT TNHH Liên doanh PVD Tech-Oil States Industrial (PVD OSI)	51%	5 triệu USD	Gia công, chế tạo, sửa chữa, bảo dưỡng các loại đầu nối nhanh cho ống chống lừng.

Nguồn: PVD, MSI tổng hợp

CÁC MỨC KHUYẾN NGHỊ

MUA - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư ít nhất là 15%

GIỮ - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư nằm trong khoảng +/-15%

BÁN - Lợi nhuận kỳ vọng của 1 năm đầu tư thấp hơn -15%

KHÔNG XẾP HẠNG - Do thiếu những thông tin cần thiết nên chúng tôi không thể thực hiện khuyến nghị

CTCP CHỨNG KHOÁN MARITIME (MSI)**Trụ sở chính:**

Tầng 1&3, Sky City Tower Láng Hạ

88 Láng Hạ, Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3776 5928

Chi nhánh TP Hồ Chí Minh:

Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP. Hồ Chí Minh

Điện thoại: (848) 3521 4299 - Fax: (848) 3914 1969

Chi nhánh Hà Nội:

Tầng 9, TNR Tower Hoàn Kiếm

115 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội

Điện thoại: (844) 3776 5929 - Fax: (844) 3822 3131

TRUNG TÂM NGHIÊN CỨU

Võ Văn Cường - Giám đốc Trung tâm Nghiên cứu

Email: cuongvv1@msi.com.vn

Tiến sỹ Lê Đức Khánh - Giám đốc Chiến lược Đầu tư

Email: khanhld@msi.com.vn

Bùi Đức Hoàn - Trưởng phòng

Email: hoanbd1@msi.com.vn

Trần Minh Đức - Chuyên viên Cao cấp

Email: ductm1@msi.com.vn

Trịnh Thị Hồng - Chuyên viên Cao cấp

Email: hongtt@msi.com.vn

Bùi Ngọc Lan Phương - Chuyên viên

Email: phuongbnl@msi.com.vn

Nguyễn Anh Tùng - Chuyên viên

Email: tungna@msi.com.vn

Đỗ Đức Lộc - Chuyên viên

Email: locdd@msi.com.vn

TRUNG TÂM KHÁCH HÀNG TỔ CHỨC (ICC)

Phùng Thanh Huyền - Chuyên viên ICC

Email: huyenpt@msi.com.vn

KHUYẾN CÁO: Các thông tin trong báo cáo được xem là đáng tin cậy và dựa trên các nguồn thông tin đã công bố ra công chúng được xem là đáng tin cậy. Tuy nhiên, ngoài những thông tin về chính MSI ("Công ty"), MSI không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin trong báo cáo này. Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của MSI và có thể thay đổi mà không cần thông báo. MSI không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về độ chính xác của thông tin. MSI có thể sử dụng các nghiên cứu trong báo cáo này cho hoạt động mua bán chứng khoán tự doanh. MSI có thể giao dịch cho chính Công ty theo những gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên gia phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch chứng khoán trái ngược với ý kiến tư vấn và quan điểm thể hiện trong báo cáo này.

Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất khuyến nghị mua hay bán bất cứ chứng khoán hay công cụ tài chính có liên quan nào. Nhân viên của MSI có thể có các lợi ích tài chính đối với các chứng khoán và các công cụ tài chính có liên quan được đề cập trong báo cáo. Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu cung cấp những thông tin khái quát, không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá chứng khoán luôn biến động, có thể lên hoặc xuống và những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai. MSI sẽ không chịu trách nhiệm đối với tất cả hay bất kỳ thiệt hại nào đối với việc sử dụng thông tin hoặc ý kiến dự báo trong báo cáo này.

Không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của MSI. Khi sử dụng các nội dung đã được MSI chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn.