

Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PVD)

MUA

Ngô Đăng Quế
Chuyên viên

Cập nhật KQLN Quý 2 Dầu khí

Giá mục tiêu	112.900
Giá hiện tại	95.000
TL tăng	18,8%
Lợi suất cổ tức	2,1%
Tổng lợi nhuận	20,9%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	1.195 triệu
GTGD trung bình 30 ngày	1,7 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	39,9%
Room tối đa cho khối ngoại	49%

SL cổ phiếu lưu hành	275,5 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	275,5 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VND	95.000
Mức thấp nhất 12 tháng VND	34.900

Cơ cấu cổ đông

PetroVietnam Group	50,38%
Khối ngoại	39,45%
Nhà đầu tư trong nước	10,17%

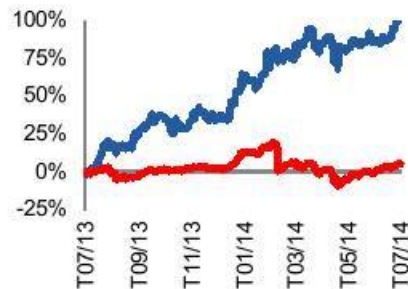
Thuộc danh mục

Chỉ số VNI và VN30
Chỉ số FTSE VN ALL (quỹ ETF)

Mô tả 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 50% dịch vụ khoan, khoảng 70% dịch vụ kỹ thuật khoan giếng và 80% nguồn cung nhân lực. Các giàn khoan của PVD, gồm ba giàn khoan tự nâng, một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) và một giàn khoan trên đất liền. Ngoài ra, Công ty còn thuê ngoài thêm nhiều giàn khoan khác để phục vụ nhu cầu của thị trường.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu PVD so với chỉ số VNI



Điều chỉnh tăng dự báo KQLN nhờ giá thuê ngày và ước tính số ngày hoạt động đều tăng

Chúng tôi điều chỉnh tăng giá mục tiêu lên 112.900 đồng/cổ phiếu theo sau mức dự báo LNST năm 2014 sẽ tăng 12,9% lên 102 triệu USD so với mức tăng 7% lên 96 triệu USD (trong báo cáo cập nhật mà chúng tôi đã phát hành trước đó vào ngày 02/06). Trong tháng sáu, các hợp đồng cho thuê giàn khoan PVD I và PVD II đã được ký lại với giá thuê ngày bình quân năm 2014 cao hơn 8% so với 2013. Ngoài ra, trong năm 2014, số ngày tạo lợi nhuận của các giàn khoan thuê ngoài ước tăng 29% so với năm 2013. Chúng tôi giữ nguyên dự báo tăng trưởng doanh thu của các dịch vụ kỹ thuật khoan giếng tại mức 15% với biên lợi nhuận gộp ổn định 24%. Chúng tôi nâng khuyến nghị lên thành MUA đối với PVD. Hiện tại PVD đang giao dịch tại PER năm 2014 là 12,2 lần so với mức bình quân của các công ty khoan dầu khí khác trong khu vực là 18,5 lần.

Trong năm 2014, chúng tôi nâng ước tính số ngày hoạt động lên 1.521 ngày. Kể từ đầu năm nay, PVD đã thuê ngoài thêm ba giàn khoan, qua đó lượng giàn khoan thuê ngoài của công ty tăng lên 6 giàn. Số ngày hoạt động tăng lên đã đóng góp 35% cho mức tăng 36% của doanh thu trong sáu tháng đầu năm. Chúng tôi ước tính trong sáu tháng đầu năm, số ngày hoạt động đạt 939 ngày và dự báo con số này trong sáu tháng cuối năm là 582 ngày. Biên lợi nhuận gộp của phân khúc này khá thấp vào khoảng 3%-5%, tuy nhiên, trong năm 2014, chúng tôi ước tính phân khúc này sẽ đóng góp 6,2 triệu USD, tương đương 6%, cho LNST, đồng thời sẽ tạo hiệu ứng dây chuyền và ảnh hưởng tích cực đến phân khúc dịch vụ kỹ thuật khoan giếng.

Các hợp đồng cho thuê PVD I, II, III được gia hạn với giá thuê ngày vào khoảng 155.000-160.000 USD/ngày, tăng 8% so với bình quân 2013. Ban lãnh đạo của Công ty cho biết, hợp đồng cho thuê PVD I (hết hạn hồi tháng 06/2014) được gia hạn đến tháng 06/2015; hợp đồng của PVD II (hết hạn hồi tháng 07/2014) được gia hạn đến tháng 07/2015; và hợp đồng của PVD III (hết hạn hồi tháng 03/2014) được gia hạn đến cuối năm 2014. Ngoài ra, trong tháng sáu vừa qua, hợp đồng cho thuê giàn khoan trên đất liền PVD 11 đặt tại Algeria đã được gia hạn cho đến tháng 12/2015 với giá thuê không đổi 30.500 USD/ngày. Còn hợp đồng cho thuê giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm (TAD) vẫn còn hiệu lực cho đến tháng 12/2016, với giá 205.000 USD/ngày bao gồm quyền gia hạn tối đa thêm sáu tháng nữa.

Định giá rẻ với PER là 12,2 lần so với mức bình quân của các công ty khoan dầu khí khác trong khu vực là 18,5 lần.

Chúng tôi ước tính trong nửa đầu năm 2014, LNST hợp nhất đạt 54 triệu USD và doanh thu đạt 425 triệu USD. Trong sáu tháng cuối năm, chúng tôi dự báo phần đóng góp cho LNST của các giàn khoan thuê ngoài sẽ giảm do các hợp đồng thuê hết hạn, tuy nhiên chúng tôi cũng cho rằng kết quả này sẽ được bù đắp do PVD điều chỉnh tăng giá thuê ngày đối với các giàn khoan do Công ty sở hữu, qua đó sẽ đẩy LNST năm 2014 lên 102 triệu USD, tăng 12,9% so với năm 2013. Hiện tại, PVD đang giao dịch tại PER năm 2014 là 12,2 lần so với mức bình quân của các công ty khoan dầu khí khác trong khu vực là 18,5 lần. Đáng chú ý, ROE của PVD là 20,4%, cao hơn so với trung bình của các công ty dầu khí thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là 11,3 lần.

Các chỉ số chính	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu (tỷ đồng)	450	573	710	823	896
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	52	63	90	102	110
Biên LN từ HĐ (%)	15,9%	15,9%	15,8%	16,4%	16,0%
Biên LN ròng sau thuế (%)	11,6%	11,1%	12,7%	12,3%	12,3%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	0,25	0,30	0,33	0,37	0,40
Tăng trưởng EPS (%)	11,7%	21,3%	8,3%	12,9%	8,5%
Cổ tức/cổ phiếu (VND)	0,07	0,05	0,09	0,09	0,09
Lợi suất cổ tức (%)	1,6%	1,1%	2,1%	2,1%	2,1%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	1,3	1,8	1,7	1,4	1,2
EV / EVBITDA	6,7	8,7	7,9	6,3	5,3
Giá CP / Dòng tiền, theo giá TT	20,6	29,1	23,8	10,0	4,5
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	NA	9,9	8,0	8,0	28,4
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	17,8	14,7	13,6	12,2	11,2
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	3,1	2,8	2,6	2,2	1,8
ROA (%)	6,3%	7,7%	9,8%	9,8%	9,0%
ROE (%)	18,2%	21,9%	23,6%	20,4%	18,3%
Ng/CSSH (%)	127,0%	97,0%	56,9%	44,5%	48,9%

Báo cáo Tài chính

Triệu USD	2012	2013	2014	2015	2016	Triệu USD	2012	2013	2014	2015	2016
KQLN						Bảng CDKT					
Doanh thu thuần	573	710	823	896	946	Tiền và tương đương	51	123	272	436	570
- Giá vốn hàng bán	-444	-551	-636	-697	-727	Đầu tư TC ngắn hạn	0	1	1	1	1
Lợi nhuận gộp	129	159	187	200	219	Các khoản phải thu	144	199	203	226	244
- Chi phí bán hàng	-2	-2	-2	-3	-3	Hàng tồn kho	38	50	52	59	64
- Chi phí quản lí DN	-36	-45	-49	-54	-57	TS ngắn hạn	11	6	6	6	6
LN thuần HDKD	91	112	135	143	159	Tổng TS ngắn hạn	244	379	534	728	885
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	0	-2	-2	-2	-2	TS dài hạn (gộp)	784	795	825	952	982
- Lợi nhuận khác	5	10	8	9	9	- Khấu hao lũy kế	-151	-201	-254	-318	-383
EBIT	96	120	141	150	167	TS dài hạn (ròng)	634	593	571	633	599
- Chi phí lãi vay	-14	-11	-9	-7	-8	Đầu tư TC dài hạn	22	46	46	46	46
Lợi nhuận trước thuế	81	109	132	143	159	TS dài hạn khác	17	4	4	4	4
- Thuế TNDN	-12	-14	-25	-27	-30	Tổng TS dài hạn	672	643	620	683	648
LNST	69	95	107	116	129	Tổng Tài sản	916	1.022	1.154	1.411	1.533
- Lợi ích CDTs	-6	-5	-5	-6	-6	Phải trả ngắn hạn	107	102	119	128	132
LNST cổ đông CT Mẹ	63	90	102	110	123	Nợ ngắn hạn	93	87	87	53	52
						Phải trả ngắn hạn khác	73	133	154	168	177
EBITDA	145	173	196	217	237	Nợ ngắn hạn	273	322	360	349	360
SL CP lưu hàng (triệu)	211	276	276	276	276	Vay và nợ dài hạn	234	180	169	285	261
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	211	276	276	276	276	Phải trả dài hạn khác	72	51	51	85	86
EPS	0,30	0,33	0,37	0,40	0,44	Tổng nợ dài hạn	306	231	220	370	348
EPS pha loãng hoàn toàn	0,30	0,33	0,37	0,40	0,44	Tổng nợ	579	553	580	719	708
						Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Tăng trưởng						Thặng dư	77	127	127	127	127
Tăng trưởng doanh thu	27,4%	24,0%	15,9%	9,0%	5,5%	Vốn cổ phần	117	148	148	148	148
Tăng trưởng LN HDKD	26,8%	23,1%	20,4%	6,2%	11,4%	Lợi nhuận giữ lại	147	192	298	415	548
Tăng trưởng EBIT	31,4%	25,1%	17,2%	6,3%	11,3%	Lợi ích CDTs	-5	0	1	1	1
Tăng trưởng EPS	21,3%	8,3%	12,9%	8,5%	11,2%	Vốn chủ sở hữu	337	469	575	692	825
						Tổng cộng nguồn vốn	916	1.022	1.154	1.411	1.533
Khả năng sinh lợi											
Biên LN gộp %	22,5%	22,4%	22,7%	22,3%	23,1%	Dòng tiền					
Biên LN từ HD %	15,9%	15,8%	16,4%	16,0%	16,8%	Tiền đầu năm	32	51	123	272	436
EBIT %	16,8%	16,9%	17,1%	16,7%	17,6%	Lợi nhuận sau thuế	81	109	132	143	159
EBITDA %	25,3%	24,3%	23,5%	23,9%	24,4%	Khấu hao	49	53	53	65	65
Biên LN ròng %	11,1%	12,7%	12,3%	12,3%	13,0%	Thay đổi vốn lưu động	13	-4	31	-7	-9
ROE %	21,9%	23,6%	20,4%	18,3%	17,0%	Điều chỉnh khác	-15	-30	0	0	0
ROA %	7,7%	9,8%	9,8%	9,0%	8,7%	Tiền từ hoạt động KD	129	128	216	201	214
						Chi mua sắm TSCĐ	-39	-11	-30	-127	-30
Chỉ số hiệu quả vận hành						Đầu tư	-7	-18	0	0	0
Số ngày tồn kho	35,35	28,97	29,21	29,16	30,82	Tiền từ HD đầu tư	-42	-25	-30	-127	-30
Số ngày phải thu	79,21	88,13	89,19	87,43	90,72	Cổ tức đã trả	-15	-15	-26	-26	-26
Số ngày phải trả	82,50	69,17	63,28	64,71	65,28	Tăng (giảm) vốn	0	69	0	0	0
TG luân chuyển tiền	32,06	47,93	55,12	51,89	56,26	Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-53	-86	-11	116	-23
						Tiền từ hoạt động TC	-68	-31	-37	90	-49
Thanh khoản						Tổng lưu chuyển tiền tệ	19	72	149	164	135
CS thanh toán hiện hành	0,89	1,18	1,49	2,08	2,46	Tiền cuối năm	51	123	272	436	570
CS thanh toán nhanh	0,75	1,02	1,34	1,91	2,28						
CS thanh toán tiền mặt	0,19	0,38	0,76	1,25	1,58						
Nợ/Tài sản	0,36	0,26	0,22	0,24	0,20						
Nợ/Vốn sử dụng	0,49	0,36	0,31	0,33	0,28						
Nợ/Vốn CSH	0,97	0,57	0,44	0,49	0,38						
Khả năng thanh toán lãi vay	6,62	11,27	15,54	22,11	21,57						

Nguồn: Báo cáo Tài chính của PVD & dự báo của VCSC

Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của PVD)

2014	Q1	*Q2	3Q	4Q	YTD	Mục tiêu của PVD	Dự báo của VCSC
Doanh thu	205	220	N/A	N/A	205	646	823
LN gộp	48	57	N/A	N/A	48		
Biên LN gộp (%)	23,4%	25,9%	N/A	N/A	23%		
LN từ hoạt động	35	33	N/A	N/A	8		
Biên LN từ hoạt động (%)	17,1%	15,0%	N/A	N/A	18%		
LN ròng sau thuế	28	26	N/A	N/A	28	78	102
Biên LN ròng sau thuế (%)	13,7%	11,8%	N/A	N/A	14%	12,1%	12,4%
<i>*Ước tính của VCSC</i>							
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	153	161	185	212	710		
LN gộp	38	39	44	38	159		
Biên LN gộp (%)	24,8%	24,2%	23,8%	17,9%	22,4%		
LN từ hoạt động	29	30	34	20	112		
Biên LN từ hoạt động (%)	19,0%	18,6%	18,4%	9,4%	15,8%		
LN ròng sau thuế	20	21	25	24	90		
Biên LN ròng sau thuế (%)	13,1%	13,0%	13,5%	11,3%	12,7%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	113	126	160	173	573		
LN gộp	31	30	33	35	129		
Biên LN gộp (%)	27,4%	23,8%	20,6%	20,2%	22,5%		
LN từ hoạt động	25	19	23	24	91		
Biên LN từ hoạt động (%)	22,1%	15,1%	14,4%	13,9%	15,9%		
LN ròng sau thuế	18	12	24	10	63		
Biên LN ròng sau thuế (%)	15,9%	9,5%	15,0%	5,8%	11,0%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	102	102	117	132	450		
LN gộp	24	27	29	24	100		
Biên LN gộp (%)	23,5%	26,5%	24,8%	18,2%	22,2%		
LN từ hoạt động	17	12	16	11	57		
Biên LN từ hoạt động (%)	16,7%	11,8%	13,7%	8,3%	12,7%		
LN ròng sau thuế	15	11	15	10	52		
Biên LN ròng sau thuế (%)	14,7%	10,8%	12,8%	7,6%	11,6%		

Tổng quan Dự báo KQLN năm 2014 của VCSC

	Thực tế 2013	Dự báo cũ của VCSC cho 2014	Dự báo mới của VCSC cho 2014	YoY (so với Dự báo mới)	Ghi chú
Doanh thu	710	767	823	15,9%	<p>Giả định cả 5 giàn khoan đều hoạt động suốt cả năm</p> <p>Giá thuê ngày trung bình đối với giàn khoan tự tăng 8%</p> <p>Tổng số ngày hoạt động là 1.521 (theo ban lãnh đạo PVD) so với 1.180 ngày trong năm 2013</p>
Giàn khoan của Công ty	246	252	256	4,1%	
Giàn khoan thuê ngoài	184	202	250	36,0%	
Dịch vụ khoan	226	257	260	15,0%	
Khác	54	56	57	5,0%	
Lợi nhuận gộp	159	167	187	17,3%	
Giàn khoan của Công ty	88	96	105	19,7%	
Giàn khoan thuê ngoài	13	10	10	-21,2%	
Dịch vụ khoan	55	56	63	15,0%	
Khác	3	5	8	140,5%	
Chi phí bán hàng & marketing	-2	-2	-2	15,9%	
Chi phí quản lý DN	-45	-49	-49	9,3%	
LN từ hoạt động	112	114	135	20,4%	
LN ngoài hoạt động	8	7	6	-25,5%	
LN trước thuế và lãi vay (EBIT)	120	119	141	17,2%	
Chi phí lãi vay	-11	-7	-9	-15,0%	
LN trước thuế	109	115	132	20,4%	
LNST	95	100	107	12,1%	
LNST (sau lợi ích CĐTS)	90	95	102	12,9%	
Giàn khoan của Công ty	59,2	60,4	65,5	10,5%	
Giàn khoan thuê ngoài	4,6	5,0	6,2	36,0%	
Dịch vụ khoan	24,4	27,7	28,1	15,0%	
Khác	1,7	1,8	1,8	5,0%	
EBITDA	173	174	214	24,0%	
<i>Biên LN gộp %</i>	22,4%	21,8%	22,7%		
<i>Biên LN gộp giàn khoan của Công ty (%)</i>	35,6%	38,0%	40,9%		
<i>Biên LN gộp giàn khoan thuê ngoài (%)</i>	7,0%	5,0%	4,1%		
<i>Biên LN gộp dịch vụ khoan (%)</i>	24,4%	22,0%	24,4%		
<i>Biên LN gộp khác%</i>	6,2%	8,7%	14,2%		
<i>Chi phí bán hàng & marketing /doanh thu (%)</i>	-0,3%	0,3%	-0,3%		
<i>Chi phí quản lý DN/ doanh thu (%)</i>	-6,4%	6,6%	-6,0%		
<i>Biên LN từ HĐ %</i>	15,8%	14,9%	16,4%		
<i>Biên EBIT %</i>	16,9%	15,9%	17,1%		
<i>Biên EBITDA %</i>	24,3%	22,7%	26,0%		
<i>Biên LNST (sau lợi ích CĐTS) %</i>	12,7%	12,4%	12,3%		
<i>Thuế doanh nghiệp %</i>	13,0%	13,0%	19,0%		

Ưu đãi thuế dành cho công ty mẹ PVD kết thúc trong năm 2013. Chỉ có giàn PVD V tiếp tục được miễn thuế cho đến năm 2015

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh
Doanh thu
Lợi nhuận ròng
USD/VND = 21.200

Dịch vụ khoan (cho thuê giàn khoan) và dịch vụ liên quan
 14.867 tỷ đồng, tương đương 710 triệu USD (2013)
 1.883 tỷ đồng, tương đương 90 triệu USD (2013)

Yếu tố doanh thu chính

Cho thuê giàn khoan trong ngắn hạn và đầu tư đóng mới giàn khoan trong dài hạn

Yếu tố chi phí chính

Chi phí cố định (khấu hao) chi phí khả biến (nhân công, sửa chữa và bảo dưỡng, bảo hiểm,...)

Yếu tố rủi ro chính

Hoạt động thăm dò và sản xuất chứng lại, giá dầu, cung-cầu giàn khoan

Các khách hàng chính
Lãnh đạo
 (TGD)

Lam Sơn JOC, Cửu Long JOC, JVPC, Vietsovpetro, v.v
 Ông Đỗ Đức Chiến (Chủ tịch HĐQT), Ông Phạm Tiến Dũng

Địa chỉ

111A đường Pasteur, Quận 1, TP. HCM

Website

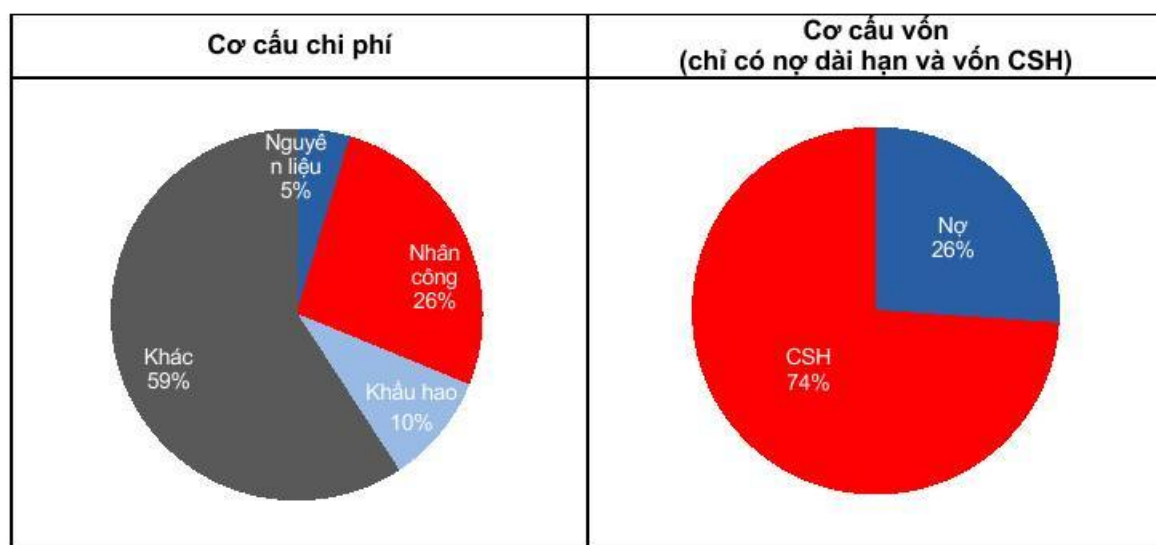
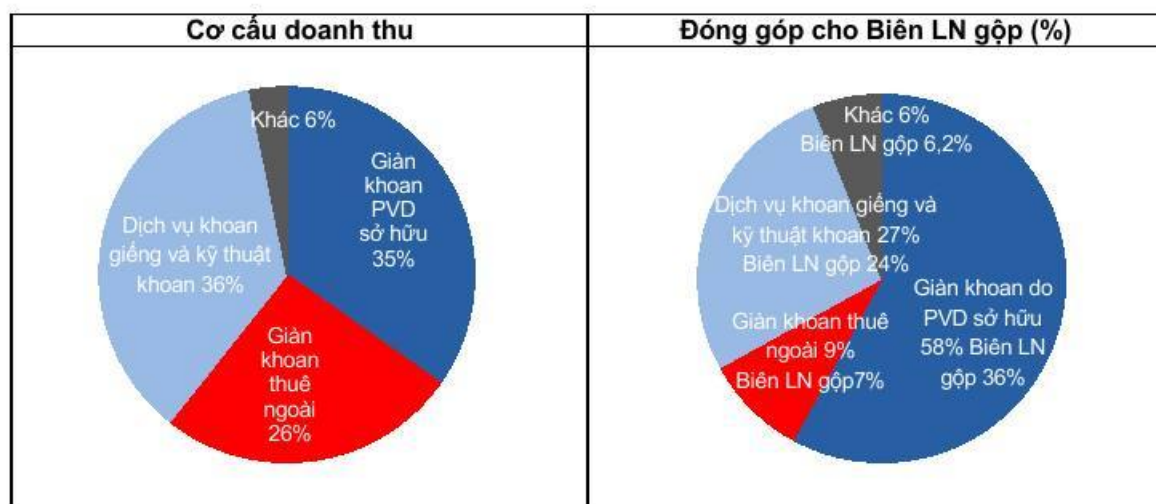
www.pvdrilling.com.vn

Email

info@pvdrilling.com.vn

Điện thoại

(+84) 8 39142012



Source: Company financials (2013), VCSC estimates

Nội dung cập nhật

- Ước tính KQLN nửa đầu năm 2014: doanh thu tăng 36% và LNST tăng 20%
- Dự báo KQLN năm 2014 của VCSC: LNST tăng nhờ triển vọng khả quan trong việc ký kết hợp đồng cho thuê giàn khoan
- Định giá: PE năm 2014 là 12,2 lần, định giá rẻ hơn so với PE bình quân của các công ty khoan dầu khí khác là 18,5 lần

Ước tính KQLN nửa đầu năm 2014 – Cao hơn so với kỳ vọng

Hình 1: KQLN nửa đầu năm 2014 (1H14) so với nửa đầu năm 2013 (1H13)

	Đơn vị	1H13	1H14F	YoY
Doanh thu	Triệu USD	313	425	35,8%
Giàn khoan của Công ty		117	122	4,3%
Giàn khoan thuê ngoài		88	150	70,5%
Các dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí		88	125	42,0%
Khác		20	28	40,0%
Giá vốn hàng bán		236	320	35,8%
Lợi nhuận gộp	Triệu USD	77	105	35,8%
Biên lợi nhuận gộp	%	24,6%	24,7%	
Giàn khoan của Công ty		37,1%	40,3%	
Giàn khoan thuê ngoài		5,2%	3,3%	
Các dịch vụ liên quan đến khoan dầu khí		24,2%	24,0%	
Khác		5,0%	6,2%	
Lợi nhuận ròng	Triệu USD	45	54	20%
Biên lợi nhuận ròng	%	14,4%	12,7%	

Nguồn: Báo cáo lợi nhuận 6 tháng đầu năm 2013 của PVD, ước tính của VCSC

KQLN trong nửa cuối năm 2014 bị ảnh hưởng do số ngày hoạt động của các giàn khoan thuê ngoài giảm

Chúng tôi dự báo LNST nửa cuối năm 2014 sẽ giảm do đa số các hợp đồng đối với các giàn khoan thuê ngoài sẽ hết hạn vào tháng 10/2014. Do đó, việc tăng giá thuê ngày của các giàn khoan tự nâng do PVD sở hữu sẽ bị ảnh hưởng, do số ngày hoạt động của các giàn khoan thuê ngoài và hoạt động của dịch vụ kỹ thuật khoan giếng đều giảm. Ban lãnh đạo của PVD cho biết trong năm 2014 và 2015, Công ty dự kiến sẽ thuê bình quân từ 4,5 đến 5 giàn/năm. Vì thế, chúng tôi giả định rằng số ngày hoạt động của các giàn khoan thuê ngoài trong năm 2015 sẽ vẫn giữ nguyên ở mức 1521 ngày.

Giàn khoan thuê ngoài	2013	2014	2015
Tổng doanh thu (triệu USD)	187	248	253
Số ngày hoạt động	1.180	1.521	1.521
Doanh thu/số ngày hoạt động (nghìn USD)	159	163	166

Triển vọng lợi nhuận vẫn khả quan nhờ hợp đồng cho thuê PVD I, II, 11 đều được gia hạn, và hợp đồng cho thuê giàn khoan tiếp trợ (TAD) có hiệu lực đến tháng 12/2016

Hợp đồng cho thuê hai giàn khoan tự nâng do PVD sở hữu là PVD I và PVD II đã được gia hạn thêm một năm nữa với giá thuê ngày tăng 3%, qua đó giá thuê ngày trung bình đã tăng 8% so với năm 2013. Vì vậy, hợp đồng cho thuê PVD I sẽ tiếp tục được ký kết với khách hàng

hiện tại là CTCP Dịch vụ Vận tải Dầu khí Cửu Long cho đến tháng 6/2015, còn hợp đồng PVD II sẽ có hiệu lực cho đến tháng 07/2015.

Hợp đồng cho thuê giàn khoan trên đất liền PVD 11 (hiện đang hoạt động tại Algeria) sẽ hết hạn vào cuối năm 2014. Ban lãnh đạo PVD cho biết công ty đã gia hạn thêm một năm đối với hợp đồng đã ký với khách hàng dầu khí hiện tại là GBRS JV, trong đó PVD sẽ cho thuê giàn và cung cấp các dịch vụ dầu khí có liên quan cho GBRS JV. Chúng tôi dự báo giá thuê ngày sẽ không thay đổi vì đây là hợp đồng được ký kết dài hạn.

Giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm PVD V đã được ký hợp đồng cho thuê vào tháng 02/2012 với giá thuê 205.000 USD/ngày trong thời hạn 4,5 năm, do đó hợp đồng này sẽ hết hạn vào tháng 06/2016. Ban lãnh đạo của PVD cho biết, khách hàng hiện tại đã đề nghị gia hạn hợp đồng thêm 06 tháng nữa. Vì vậy, hợp đồng này sẽ có hiệu lực cho đến hết năm 2016.

PVD có bảng cân đối tài chính lành mạnh để đầu tư đóng thêm một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm và một giàn khoan tự nâng sau khi nhận bàn giao giàn PVD VI

Theo ban lãnh đạo của PVD, giàn khoan PVD VI, được đầu tư thực hiện bởi PV Drilling Overseas - liên doanh giữa PVD (tỷ lệ sở hữu 80%) với các đối tác Singapore, vẫn đang được đóng theo tiến độ, dự kiến sẽ được bàn giao vào tháng 02/2015 và được đưa vào hoạt động trong Quý 1/2015. Trong tháng năm vừa qua, PV Drilling Overseas đã vay thêm 159 triệu USD nợ dài hạn để đóng mới giàn PVD VI với tỷ lệ đầu tư 70%. Khoản nợ này có kỳ hạn 8 năm bao gồm thời gian gia hạn 1,5 năm. PV Drilling Overseas chịu mức thuế doanh nghiệp 17% theo quy định của Chính phủ Singapore. Chúng tôi ước tính trong năm 2015, giàn PVD VI sẽ đóng góp 4% cho doanh thu và 8% cho LNST.

Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng hai giàn PVD I và PVD III sẽ thực hiện bảo trì dựa trên kế hoạch bảo dưỡng theo tiêu chuẩn đối với giàn khoan dầu khí, trong đó PVD I sẽ thực hiện bảo trì sau 3 năm hoạt động, còn PVD III là sau 5 năm hoạt động. Do vậy, nhờ PV Drilling VI bù lỗ một phần kể từ Quý 1/2015 và giá thuê ngày sẽ tăng 2% trong năm 2015, chúng tôi ước tính LNST năm 2015 sẽ tăng xấp xỉ 8% lên 112 triệu USD.

Theo nhận định của ban lãnh đạo PVD, Công ty hiện đang lên kế hoạch đầu tư vào dự án đóng một giàn khoan tiếp trợ nửa nổi nửa chìm với tỷ lệ sở hữu 20%. Ngoài ra, Công ty cũng xem xét đầu tư đóng một giàn khoan tự nâng sau khi nhận bàn giao xong giàn PVD VI. Dựa theo tỷ lệ Nợ vay/EBITDA của PVD là 1,5 lần, thấp hơn hẳn so với mức 3,0 lần mà các bên cho vay yêu cầu, chúng tôi tin rằng vào đầu năm 2017, PVD có đủ nguồn lực tài chính để bổ sung một giàn khoan tự nâng vào số giàn khoan mà Công ty sở hữu, nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng lớn đối với giàn khoan tự nâng tại thị trường Việt Nam.

Dự báo 2014 do VCSC đưa ra

Chúng tôi dự báo LNST năm 2014 của PVD sẽ tăng 12,9% so với năm 2013 lên 102 triệu USD dựa trên các giả định sau:

1. Giá tiền thuê ngày trung bình sẽ tăng 8% lên 155.000-160.000USD. Tất cả năm tàu do PVD sở hữu được thuê theo hợp đồng cả năm 2014. PVD II chuẩn bị đợt bảo trì định kỳ 5 năm/1 lần. Tuy nhiên, công ty vẫn chưa chính thức công bố thời điểm bảo trì. Vì vậy, chúng tôi giả định PVD II cũng sẽ hoạt động bình thường trong 6 tháng cuối năm 2014.
2. Chúng tôi giả định từ năm 2014 trở đi, hoạt động cho thuê giàn khoan sẽ có trung bình 4,2 giàn khoan hoạt động (tương đương 1.521 ngày) với giá thuê ngày là 160.000-170.000USD.

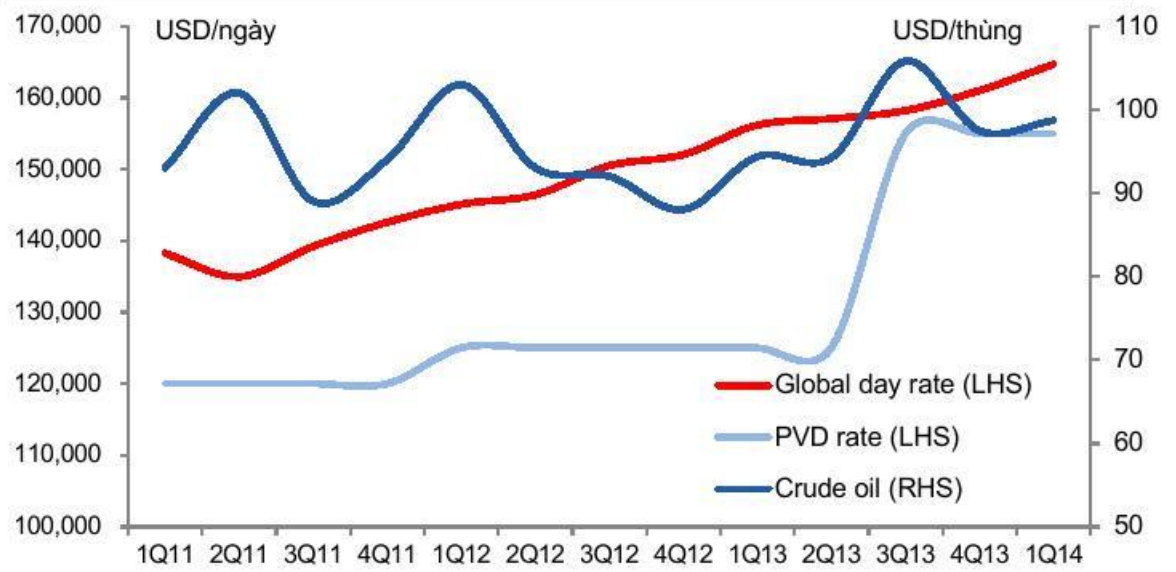
3. Các dịch vụ liên quan đến khoan (chiếm 36% doanh thu) dự báo sẽ tăng 15% trong năm 2014 nhờ PVD đã ký thêm được các hợp đồng cung cấp nhân lực, dịch vụ khảo sát giếng, dịch vụ kéo thả ống chống, v.v.
4. PVD cung cấp khoảng 50 dịch vụ kỹ thuật khoan giếng khác nhau. Trong mô hình định giá, chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp lĩnh vực này sẽ ổn định tại mức 24% (trên cơ sở biên lợi nhuận gộp 2011-2012) và biên lợi nhuận ròng là 15% trong giai đoạn 2014-2016.
5. Thuế suất tăng từ 13% lên 19% vì ưu đãi thuế chấm dứt trong năm 2013. Chỉ có giàn khoan PVD V tiếp tục được miễn thuế đến năm 2015. Sau đó, mức thuế cho PVD sẽ là 50% từ năm 2016 đến năm 2024.

Hình 2: Dự báo giá thuê ngày của các giàn khoan do PVD sở hữu hoặc thuê lại

Hợp đồng	Loại giàn khoan	2013	2014											
			Quý 1			Quý 2			Quý 3			Quý 4		
Hiện tại			T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
PVD sở hữu														
PVD I	Tự nâng													
PVD II	Tự nâng													
PVD III	Tự nâng													
TAD	Tiếp trợ													
PVD 11	Đất liền													
Avg day-rate USD		145-155k	155k - 160k											
PVD thuê lại														
Key Gibraltar	Tự nâng													
West Tucana	Tự nâng													
Naga 2	Tự nâng													
Naga 3	Tự nâng													
Galveston Key	Tự nâng													
EnSCO 109	Tự nâng													
Giá thuê ngày TB		150-160k	160 - 170k											

Nguồn: PVD, Ước tính VCSC, Giá thuê ngày được ước tính và cố định trong giai đoạn hợp đồng có hiệu lực

Hình 3: Các hợp đồng cho thuê dài hạn giúp PVD đảm bảo giá thuê ngày ở mức cao



Định giá

Tỷ lệ tăng 18,8%

Chúng tôi tiếp tục áp dụng phương pháp trung bình có trọng số thay cho các các phương pháp giá trị thay thế, dòng tiền tự do và đa trọng số.

Hình 4: Tổng kết định giá

Tổng kết định giá	Hiện nay	FCFF	Giá trị thay thế	P/E	P/B	EV/EBITDA	Giá
Giá cổ phiếu (USD)	4,48	8,02	2,10	4,83	3,90	7,24	
Tỷ trọng		40%	40%	5%	5%	10%	
Giá/Cổ phiếu x tỷ trọng		3,33	0,84	0,24	0,20	0,72	5,33
P/E	12,2x	21,8x	5,7x	12,9x	10,6x	19,6x	14,5x
So sánh với các công ty khác trong khu vực				18,5x	2,7x	8,4x	

Nguồn: VSCS dự báo, Bloomberg

Định giá theo phương pháp dòng tiền chiết khấu

Phương pháp định giá chiết khấu dòng tiền của chúng tôi giả định phần bù rủi ro thị trường là 7%, lãi suất phi rủi ro là 3,7% (gồm lợi suất trái phiếu chính phủ bằng USD và trái phiếu chính phủ bằng VND), hệ số beta là 1,02 và tăng trưởng cuối cùng là 2%.

Hình 5: Tổng kết định giá phương pháp dòng tiền tự do

Nghìn USD	2014F	2015F	2016F	2017F	2018F
EBIT * (1-thuế)	114.036	121.235	134.962	136.243	152.577
Cộng: Khấu hao	52.700	64.578	64.578	64.578	64.578
Trừ: CAPEX	-30.000	-127.000	-30.000	-30.000	-30.000
Trừ: Vốn lưu động ròng tăng	31.245	-6.794	-9.420	-15.869	-1.897
Dòng tiền tự do	167.980	52.020	160.120	154.952	185.258
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	153.467	43.512	121.729	99.772	105.990
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	400.946	444.458	566.187	665.959	771.949
Giá trị cuối cùng cộng: tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	1.581.132				
Trừ: nợ ngắn và dài hạn	266.826				
Giá trị vốn CSH	2.210.690				
SL cổ phiếu lưu hành (triệu)	275,0				
Giá cổ phiếu (USD)	8,02				

So sánh với các công ty khác trong ngành

Do PVD có vị thế độc nhất tại Việt Nam, chúng tôi lấy số liệu của một số công ty khoan dầu khí trong khu vực để phục vụ mục đích so sánh. Các trọng số P/E và P/B – mỗi trọng số được cho tỷ trọng 5%; trong khi Giá trị doanh nghiệp/EBITDA có tỷ trọng cao hơn một chút trong mô hình định giá tổng quát cổ phiếu, vì ngành khoan dầu khí đòi hỏi chi phí đầu tư XDCB rất lớn. Tiêu chí lựa chọn như sau:

Công ty	GTVH (triệu USD)	2014 P/E	P/B	EV/ EBITDA	ROE
UMW OIL & GAS CORP BHD	2.766,5	31,0	3,1	12,6	10,4
HILONG HOLDING LTD	958,6	17,0	2,2	6,5	14,4
ANTON OILFIELD SERVICES GP	1.284,4	19,1	3,4	8,6	18,0
JAPAN DRILLING CO LTD	938,9	15,0	1,7	8,8	11,4
HONGHUA GROUP	798,6	10,5	3,2	5,7	2,5
Trung bình	1.349,4	18,5	2,7	8,4	11,3
Trung vị	959	17,0	3,1	8,6	11,4
Tổng CTCP và Dịch vụ Khoan Dầu khí	1.226	12,2	2,2	6,8	20,4

Lịch sử khuyến nghị

Ngày	Khuyến nghị	Giá đóng cửa	Giá mục tiêu
2/06/2014	KHẢ QUAN	84.000	95.700
18/10/2013	NĂM GIỮ	68.500	70.500
10/10/2012	MUA	36.600	52.400
16/03/2012	THÊM VÀO	38.900	46.500
8/11/2011	THÊM VÀO	37.000	44.000
16/08/2011	THÊM VÀO	36.800	44.000

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
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	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.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOẢN	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 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. Ví dụ, 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 không 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, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Hồng Quang

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

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

Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Quốc Hòa
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

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.