



## CTCP Khoan và Dịch Vụ Khoan Dầu Khí (PVD – HSX)

Vị thế tốt trong ngành song còn quá sớm để kỳ vọng tăng trưởng trở lại

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-2015	Q4-2014	+/- qoq	Q1-FY14	+/- yoy
Doanh thu thuần	4.395,5	5.300,0	-17%	4.322,5	2%
Lợi nhuận sau thuế	482,1	448,7	7%	597,0	-19%
EBIT	655,3	620,3	6%	816,3	-20%
Tỷ suất EBIT	14,9%	11,7%	320bps	18,9%	-398bps

Nguồn: PVD, RongViet Research

- KQKD quý 1/2015 tốt hơn kỳ vọng nhờ yếu tố khách quan và chủ quan
- Thị trường giàn khoan Jackup: rủi ro dư cung trong ngắn hạn tại khu vực Đông Nam Á
- Đánh giá rủi ro dư cung tại khu vực Đông Nam Á đối với PVD
- Triển vọng kinh doanh

**Quan điểm và Định Giá:** Trong bối cảnh nhiều thách thức hiện nay, PVD là công ty có nhiều lợi thế trong ngành khoan dầu khí trong nước và trên khu vực Đông Nam Á. Đầu tiên là năng lực điều hành giàn khoan trẻ với hiệu suất hoạt động cao. Thứ hai là khả năng kết nối chương trình khoan để đưa giàn đối tác vào hoạt động trong nước từ đó duy trì được thị phần lớn. Lợi thế quan trọng thứ ba là giá cho thuê giàn và dịch vụ của PVD có độ trễ hơn so với khu vực đồng thời mức độ điều chỉnh giảm giá cũng thấp hơn. Tuy vậy, chúng tôi lo ngại triển vọng không khả quan của giá dầu thô\* và nguồn cung giàn khoan trong khu vực đã và đang là áp lực lên hoạt động kinh doanh của Công ty trong năm 2015 và cả năm 2016. Sau năm 2016, chúng tôi lạc quan hơn với triển vọng hồi phục trong hoạt động kinh doanh của Công ty nhờ nhiều dự án khai thác dầu khí trong nước được triển khai.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST cho năm 2015 của công ty đạt lần lượt 16.028 tỷ đồng và 2.041 tỷ đồng (giảm khoảng 16% so với năm 2014). Trong điều kiện chưa đánh giá được tiềm năng của dự án Lò B – Ô Môn đối với hoạt động kinh doanh của PVD, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tương đối gồm P/E và EV/EBITDA để đưa ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVD trong trung hạn. Trong khu vực Đông Nam Á, công ty cạnh tranh trực tiếp với các nhà thầu khoan quốc tế lớn như Seadrill và Transocean nên chúng tôi tính toán mức P/E và EV/EBITDA hợp lý đối với cổ phiếu PVD là khoảng 10,6x và 7,4x. Dựa trên kết quả dự phóng năm 2015 và 2016, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu PVD là **61.700 đồng/cp** với khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho mục tiêu **TRUNG HẠN**. Công ty dự kiến sẽ thực hiện chia cổ phiếu thưởng (15%) và cổ tức tiền mặt (15%) của năm 2014 vào ngày 17/07/2015.

### Chỉ tiêu tài chính quan trọng

Cuối năm-T12(Tỷ đồng)	FY2013	FY2014	Q1-2015	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	14.866,7	20.884,3	4.395,5	16.028,5	16.583,0
% tăng trưởng	24,6%	40,5%	1,7%	-23,3%	3,5%
Lợi nhuận sau thuế	1.883,4	2.419,4	482,1	2.041,0	1.730,1
% tăng trưởng	42,5%	28,5%	-19,2%	-15,6%	-15,2%
Tỷ suất LNST (%)	12,7%	11,6%	11,0%	12,7%	10,4%
ROA (%)	9,3%	10,8%		8,2%	6,4%
ROE (%)	22,4%	22,7%		16,3%	12,1%
EPS (VND)	7.533	7.987		5.856	4.964
EPS đ/chính (VND)	6.374	6.945		6.743	4.964
Giá trị sổ sách (VND)	35.707	37.874		39.037	42.722
Cổ tức tiền mặt (VND)					
P/E (x)	8,1	8,1		9,5*	11,2*
P/BV (x)	1,7	1,7		1,4*	1,3*

Nguồn: Báo cáo tài chính PVD, Rong Viet tổng hợp và ước tính, \*Tính theo giá cổ phiếu tại ngày 14/07/2015

Vui lòng xem những công bố thông tin quan trọng ở phần cuối báo cáo này

## TÍCH LŨY

Giá thị trường (VND)	55.500
Giá mục tiêu (VND)	61.700

Thời gian đầu tư	Trung hạn
------------------	-----------

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Dầu khí
Vốn hóa (tỷ đồng)	16.798
SLCPDLH	302.675.350
Beta	0,93
Free Float (%)	49,6
Giá cao nhất 52 tuần	107.000
Giá thấp nhất 52 tuần	42.800
KLGD bình quân 20 phiên	652.142



### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PVD	16,8%	-39,3%	191,7%
Dầu khí	-2,0%	-34,3%	na
VN30 Index	12,1%	-7,2%	28,5%
HSX Index	14,3%	-4,7%	40,6%

### Cổ đông lớn (%)

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)	50,45
Deutsche Bank AG London	4,29
FTIF - Templeton Frontier Markets Fund	4,22
Giới hạn sở hữu NĐTNN (%)	10,67

### Trần Thị Hà My

(084) 08- 6299 2006 – Ext: 319

my.tth@vds.com.vn

**Bảng 1: Kết quả Kinh Doanh Q1-FY15**

Chỉ tiêu (tỷ đồng)	Q1-2015	Q4-2014	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
Doanh thu	4.395,5	5.300,0	-17,1%	4.322,5	1,7%
Lợi nhuận gộp	889,3	902,4	-1,5%	1.005,2	-11,5%
Chi phí bán hàng và quản lý	218,3	327,4	-33,3%	215,7	1,2%
Thu nhập HĐKD	671,0	575,0	16,7%	789,5	-15,0%
EBITDA	945,5	887,7	6,5%	1.081,9	-12,6%
EBIT	655,3	620,3	5,6%	816,3	-19,7%
Chi phí tài chính	95,0	64,7	46,8%	81,3	16,9%
- Chi phí lãi vay	25,8	31,0	-16,8%	41,2	-37,5%
Khấu hao	-290,2	-267,4	8,5%	-265,6	9,3%
Khoản mục không thường xuyên					
Khoản mục bất thường (*)					
Lợi nhuận trước thuế	629,5	589,3	6,8%	775,0	-18,8%
Lợi nhuận sau thuế	482,1	448,7	7,4%	597,0	-19,2%
LNST điều chỉnh các khoản mục (*)	482,1	448,7	7,4%	597,0	-19,2%

Nguồn: PVD, RongViet Research

**Bảng 2: Phân tích HĐKD Q1-FY15**

Chỉ tiêu	Q1-2015	Q4-2014	+/- (qoq)	Q1-FY14	+/- (yoy)
<b>Chỉ tiêu sinh lợi (%)</b>					
TS lợi nhuận gộp	20,2%	17,0%	320bps	23,3%	-302bps
EBITDA/Doanh thu	21,5%	16,7%	476bps	25,0%	-352bps
EBIT /Doanh thu	14,9%	11,7%	320bps	18,9%	-398bps
TS lợi nhuận ròng	11,0%	8,5%	250bps	13,8%	-284bps
TS lợi nhuận ròng điều chỉnh	11,0%	8,5%	250bps	13,8%	-284bps
<b>Hiệu quả hoạt động* (x)</b>					
-Hàng tồn kho	12,1	13,4	-1,3	13,0	-0,9
-Khoản phải thu	3,4	4,2	-0,8	4,1	-0,7
-Khoản phải trả	2,3	2,9	-0,6	2,8	-0,5
<b>Đòn bẩy (%)</b>					
Tổng nợ/Tổng Vốn CSH	1,2	1,0	0,2	1,1	0,1

Nguồn: PVD, (\*) thường niên hóa

**KQKD quý 1/2015 tốt hơn kỳ vọng nhờ yếu tố khách quan và chủ quan**

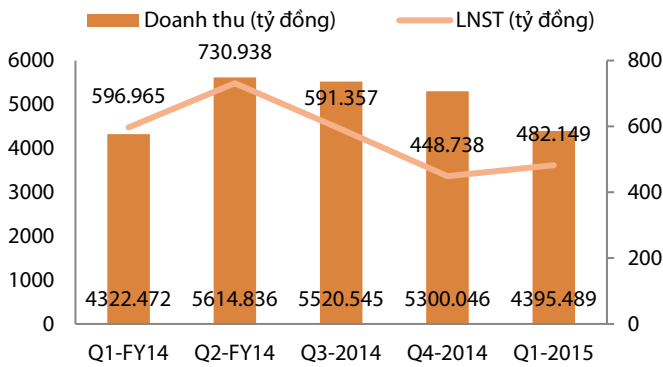
Từ đầu năm 2015, hoạt động kinh doanh của Công ty bắt đầu bị ảnh hưởng bởi sự sụt giảm của giá dầu thô. Tuy nhiên, chúng tôi nhận thấy mức độ ảnh hưởng đối với Công ty chưa nhiều do (1) chỉ mới một số giàn sở hữu bị điều chỉnh giá cho thuê, (2) nỗ lực nâng cao khả năng tự thực hiện (giảm sử dụng dịch vụ thuê ngoài) cho thấy hiệu quả trong giai đoạn khó khăn, (3) giàn PVD VI đi vào hoạt động vào đầu tháng 3/2015. Trong Q1/2015, doanh thu đạt 4.395 tỷ đồng (+1,7% so với cùng kỳ) và LNST đạt 482 tỷ đồng (-19,2% so với cùng kỳ). Trong đó, doanh thu mảng dịch vụ khoan tăng 6% so với cùng kỳ do số giàn khoan thuê ngoài bình quân cao hơn 1 giàn và giàn PVD VI bắt đầu đóng góp vào doanh thu từ tháng 3/2015. Tuy nhiên, việc điều chỉnh giá cho thuê giàn khiến biên lãi gộp của mảng khoan giảm 7% so với cùng kỳ còn 18%. Mảng dịch vụ liên quan đến khoan bị ảnh hưởng nghiêm trọng nhất, doanh thu giảm 32% so với cùng kỳ, đạt 1.156 tỷ đồng. Điều đáng mừng là lãi gộp của mảng này vẫn được duy trì nhờ biên lợi nhuận cải thiện. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, do Công ty tăng khả năng thực hiện

một số dịch vụ kỹ thuật giếng khoan và khai thác dầu khí nên biên lãi gộp tăng lên 31%, cao hơn mức bình quân 25% của các năm trước. Đối với mảng kinh doanh còn lại, thương mại (đóng góp ~12% vào tổng doanh thu) là mảng ít chịu ảnh hưởng nhất từ sự sụt giảm của giá dầu thô, theo đó, biên ổn định ở mức thấp ~5%, doanh thu có sự tăng trưởng đột biến (+44% so với cùng kỳ) nhờ hợp đồng cung cấp ống cho khách hàng.

Dưới đây là diễn biến điều chỉnh giá giàn đối với một số giàn PVD sở hữu trong Q1/2015:

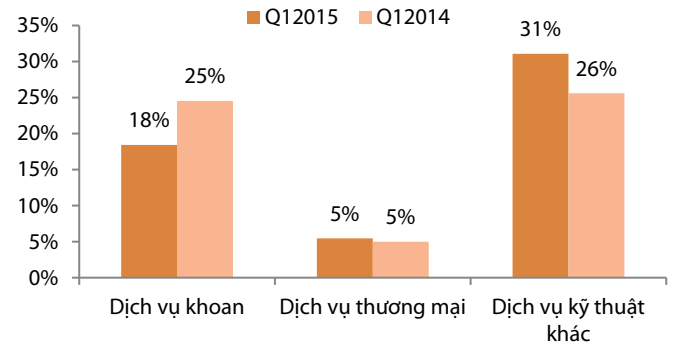
- Giàn PVD I: điều chỉnh giá cho thuê từ tháng 2/2015 với cách tính giá thuê ngày neo theo giá dầu. Trong Q1/2015, giá cho thuê bình quân giảm ~10% so với cùng kỳ trong điều kiện giá dầu Brent biến động trong vùng 50-60\$/thùng. Công ty thực hiện bảo trì nhỏ giàn PVD I trong tháng 3/2015 trong thời gian ~15 ngày.
- Giàn PVD II & III: giá cho thuê giàn cũng bị điều chỉnh giảm từ tháng 3/2015 với mức giảm từ 10-20%.
- Giàn PVD TAD V: giá cho thuê vẫn giữ nguyên ở mức cao 205.000 USD/ngày, khả năng điều chỉnh trong thời gian tới để hỗ trợ cho nhà thầu dầu.
- Giàn PVD VI: đi vào hoạt động ngày 04/03/2015, bắt đầu đóng góp một phần nhỏ vào doanh thu và lợi nhuận của Công ty. Giá cho thuê bình quân 145.000 USD/ngày, giảm 7% so với giá được ký kết trên hợp đồng trước đây.

**Hình 1: Doanh thu và LNST của Công ty (theo quý)**



Nguồn: PVD, RongViet Research

**Hình 2: Biên lãi gộp của Công ty theo từng lĩnh vực**



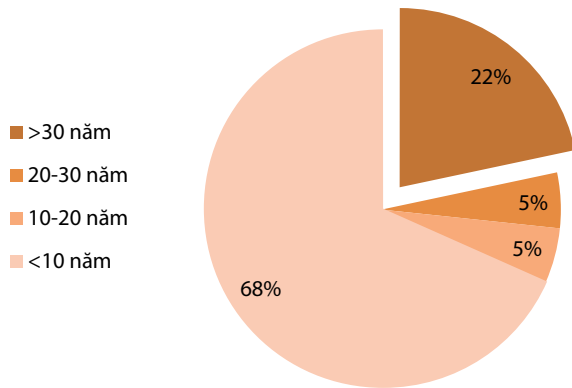
Nguồn: PVD, RongViet Research

### Thị trường giàn khoan Jackup: rủi ro dư cung trong ngắn hạn tại khu vực Đông Nam Á

Trong Báo cáo thường niên năm 2014, khi nói đến triển vọng thị trường giàn khoan tự nâng đa năng, Công ty đã đề cập đến những thách thức các nhà thầu khoan dầu khí phải đối mặt bởi tình trạng dư thừa nguồn cung giàn khoan. Tìm hiểu thêm về vấn đề này, chúng tôi nhận thấy nếu như rủi ro giá dầu giảm đã được thể hiện trực tiếp qua KQKD của Công ty thì rủi ro đến từ việc dư cung giàn khoan có thể ảnh hưởng tiêu cực một cách gián tiếp đến triển vọng của Công ty trong thời gian tới.

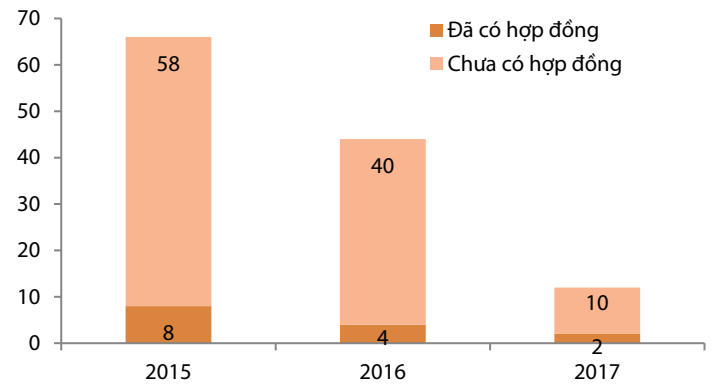
Thông thường, độ tuổi trung bình của một giàn khoan là từ 30-35 năm, xuất phát từ nhu cầu thay thế hệ giàn khoan đã cũ (được xây dựng trong giai đoạn 1970-1985) nên từ năm 2013 đến nay, nguồn cung giàn khoan mới tăng lên khá nhanh. Theo thống kê của ODS Petrodata, trong 72 giàn được cung ra thị trường trong năm 2015 có đến 42 giàn tự nâng đến từ các nhà đóng giàn tại Trung Quốc. Ngoài ra, 40% lượng giàn đóng mới xuất phát từ các tổ chức đầu cơ, không có cơ cấu tổ chức và năng lực vận hành giàn khoan. Đồng thời, theo đánh giá của Credit Suisse, nhiều đơn hàng đóng giàn khoan có thể bị hủy trong thời gian tới do cơ hội cho thuê những giàn khoan mới trong bối cảnh giá dầu thô duy trì ở mức thấp trong một thời gian dài là khá thách thức.

**Hình 3: Số lượng giàn khoan Jackup theo độ tuổi tại khu vực Đông Nam Á**



Nguồn: IHS Petrodata (13/02/2015)

**Hình 4: Triển vọng nguồn cung giàn Jackup trên thế giới (2015-2017)**

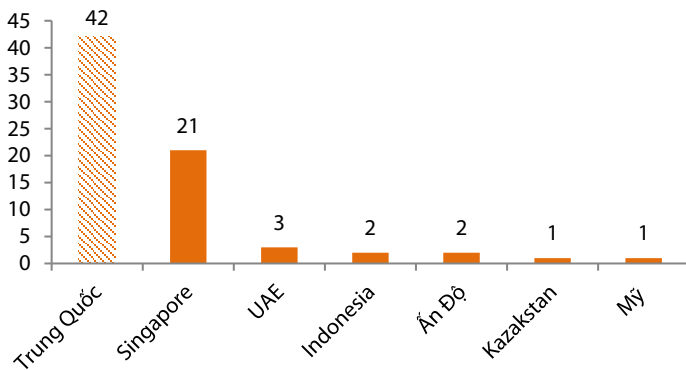


Nguồn: Bloomberg

Hiện tại, số lượng giàn khoan đã hoạt động trên 30 năm chiếm một lượng tương đối lớn (~55%). Tuy nhiên, tại khu vực Đông Nam Á, nơi mà ngành khoan tương đối trẻ so với các khu vực còn lại, lượng giàn khoan tự nâng từ 30 tuổi trở lên chỉ khoảng 13 giàn (chiếm ~22% tổng số giàn khoan trong khu vực). Điều này cho thấy nhu cầu thay thế giàn có độ tuổi cao ở khu vực Đông Nam Á là không nhiều, chưa kể đến khả năng thời hạn “nghỉ hưu” của các giàn khoan cũ có thể được nối thêm do chịu ảnh hưởng tiêu cực từ giá dầu thấp.

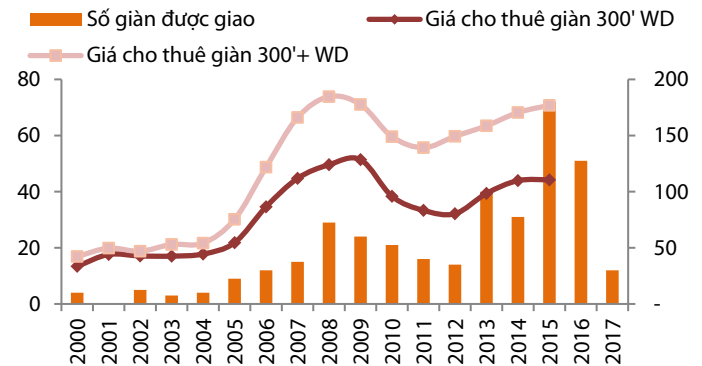
Cần lưu ý thêm là giá cho thuê giàn và lượng giàn khoan mới cung ra thị trường có mối tương quan cùng chiều với nhau, như vậy, rất có khả năng giá cho thuê giàn sẽ vẫn trong xu hướng giảm trong hai năm tới. Theo dự báo của J.P Morgan, giá cho thuê giàn tự nâng tại khu vực Đông Nam Á có thể giảm xuống vùng 100.000\$/ngày.

**Hình 5: Nguồn cung giàn khoan Jackup chủ yếu đến từ Trung Quốc**



Nguồn: ODS Petrodata, Credit Suisse

**Hình 6: Giá cho thuê giàn (1.000\$/ngày) và lượng giàn khoan mới cung ra thị trường (mỗi năm)**



Nguồn: Bloomberg, ODS Petrodata

**Đánh giá rủi ro dư cung tại khu vực Đông Nam Á đối với PVD**

Đặt qua một bên áp lực nguồn cung đến từ Trung Quốc và hoạt động đầu cơ trong việc xây dựng giàn khoan mới thì nguồn cung giàn khoan từ Singapore cũng là một rủi ro đáng lưu ý đối với hoạt động của các nhà thầu khoan dầu khí tại khu vực Đông Nam Á. Trong năm 2015, trong số 21 giàn mới được xây dựng xong có 9/21 giàn sẽ hoạt động tại khu vực Nam Mỹ và 6/21 giàn chưa có hợp đồng. Giả sử 13 giàn đã trên 30 tuổi tại khu vực Đông Á được thay thế hoàn toàn thì lượng giàn mới cung ra sẽ đáp ứng được cả nhu cầu thay thế và nhu cầu tăng thêm trong năm 2015. Tuy nhiên, chúng tôi lo ngại rủi ro dư

cung có thể xảy đến trong năm 2016-2017 khi nhiều đối tác của PVD (EnSCO, Transocean, Hercules) có thêm giàn mới (xem bảng 3). Trong trường hợp giá dầu chưa thể phục hồi mạnh, cạnh tranh giữa các nhà thầu khoan dầu khí gia tăng sẽ khiến cho giá cho thuê giàn tiếp tục giảm.

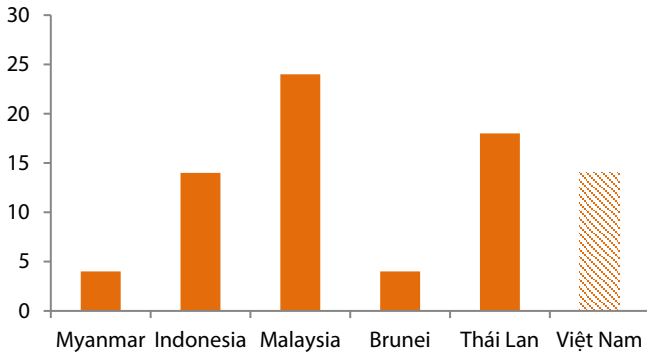
**Bảng 3: Các giàn đang xây dựng tại khu vực Đông Nam Á (2015-2018)**

Tên giàn	Loại	Chủ sở hữu	Quốc gia	Khu vực hoạt động	Thời gian giao	
1	Paraiso I	KF Mod VB	Grupo R	Mexico	Mexico	2015
2	Arabdrill 70	KF Mod VB	Arabian Drilling	Saudi Arabia	Saudi Arabia	2015
3	Cantarel I	KF Mod VB	Grupo R	Mexico	Mexico	2015
4	Cantarel II	KF Mod VB	Grupo R	Mexico	Mexico	2015
5	Cantarel III	KF Mod VB	Grupo R	Mexico	Mexico	2015
6	Cantarel IV	KF Mod VB	Grupo R	Mexico	Mexico	2015
7	Kukulkan	KFELS B Class	Pemex (NOC)	Mexico	Mexico	03/2015
8	Impetus	PPL Pacific Class 400	Oro Negro	Mexico	Panama	04/2015
9	Perisai Pacific 102	PPL Pacific Class 400	Perisai/Hercules	Malaysia	Southeast Asia	06/2015
10	Supremus	PPL Pacific Class 400	Oro Negro	Mexico	Panama	07/2015
11	UNW Naga - 8	KFELS Mod VB	UNW Offshore Drilling	Malaysia	Southeast Asia	08/2015
12	TS Topaz	KFELS Super B Class	FTS Derricks	China	Asia - FarEast	08/2015
13	Animus	PPL Pacific Class 400	Oro Negro	Mexico	Panama	09/2015
14	Marco Polo TBN1	PPL Pacific Class 400	Marco Polo Drilling	Indonesia	Southeast Asia	10/2015
15	Parden Holding TBN1	KFELS B	Parden Holding	Uruguay	Southeast Asia	11/2015
16	Clearwater TBN2	KFELS B Class	Clearwater Capital	Hongkong	Asia	02/2016
17	Noble Lloyd Noble	Gusto MSC CI – 70 - 150	Noble Drilling	US	Global	03/2016
18	EnSCO 123	KFELS B Class	EnSCO	UK	Global	04/2016
19	Hercules Highlander	F&G JU - 2000E	Hercules Offshore	US	Global	04/2016
20	Fecon TBN-1	KF Mod VB	Fecon International	US		08/2016
21	Transocean Cassiopeia	KFELS Super B 400BFoot	Transocean Ltd	Switzerland	Global	08/2016
22	Perisai Pacific 103	PPL Pacific Class 400	Perisai/Hercules	Malaysia/US	Global	09/2016
23	Fecon TBN-2	KF Mod VB	Fecon International	US		11/2016
24	Fecon TBN-3	KF Mod VB	Fecon International	US		12/2016
25	North Atlantic Drilling 1	HE	North Atlantic Drilling		Norway	2017
26	North Atlantic Drilling 2	HE	North Atlantic Drilling		Norway	2017
27	TS Offshore TBN-1	KFELS N Plus	TS Offshore Drilling		Southeast Asia	01/2017
28	Transocean Centarus	KFELS Super B 400BFoot	Transocean Ltd	Switzerland	Global	02/2017
29	Transocean Cephus	KFELS Super B 400BFoot	Transocean Ltd	Switzerland	Global	02/2017
30	Transocean Circinus	KFELS Super B 400BFoot	Transocean Ltd	Switzerland	Global	07/2017
31	Transocean Cetus	KFELS Super B 400BFoot	Transocean Ltd	Switzerland	Global	02/2018
32	COSL TBN	KFELS N Class	COSL	China	North Sea	Na
33	Hakuryu - 14	BMC Pacific 400	Japan Drilling	Japan	Global	Na
34	Hakuryu - 15	KFELS Super B	Japan Drilling	Japan	Global	Na
35	KS Energy TBN - 4	F&G JU - 2000E	KS Energy	Singapore	Global	Na

Nguồn: Braemar

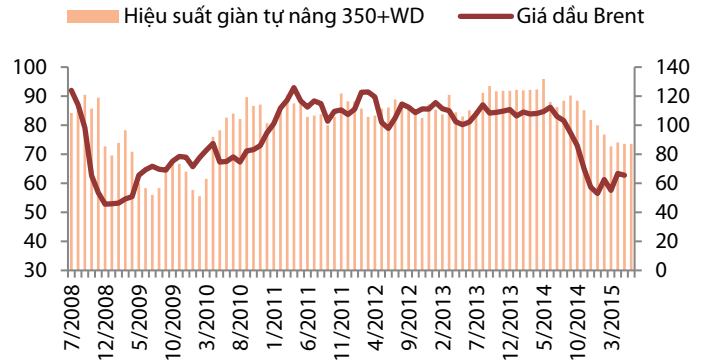
Tại thị trường Việt Nam, nhu cầu giàn khoan tại Việt Nam khoảng 12-14 giàn tự nâng và 2-3 giàn khoan nước sâu mỗi năm. Năng lực hiện tại của PVD và VietsoPetro đáp ứng được 50-60% nhu cầu thị trường, còn lại là thuê ngoài (hầu hết là PVD đứng ra làm trung gian). Theo đánh giá của chúng tôi, PVD có lợi thế là những giàn sở hữu khá trẻ và luôn hoạt động với hiệu suất cao nên giàn cũ khó cạnh tranh dù giá thuê thấp hơn, còn đối với các giàn mới thì thông thường sẽ thông qua PVD làm trung gian. Do vậy, chúng tôi khá tin tưởng rằng Công ty có thể giữ được thị phần khoan trong nước. Như vậy, rủi ro dư cung giàn khoan tại khu vực Đông Nam Á đối với PVD sẽ đến từ việc hiệu suất hoạt động và giá cho thuê giàn trong khu vực giảm kéo theo giá cho thuê giàn khoan trong nước giảm theo. Tuy nhiên, đà giảm giá trong nước thường sẽ trễ hơn khoảng từ 3-6 tháng so với khu vực. Ngoài ra, thị phần tại các nước trong khu vực như Thái Lan, Malaysia, Indonesia đã đổ dồn vào các nhà thầu uy tín thế giới như Sea Drill, EnSCO, Noble Drilling... Do đó, cơ hội cung cấp dịch vụ tại thị trường nước ngoài của PVD sẽ bị thu hẹp khi xảy ra tình trạng nguồn cung giàn khoan tự nâng dư thừa và giá dầu duy trì ở mức thấp. Đổi lại, mặt phải của tình trạng trên là PVD có thể đàm phán được với nhà cung cấp giàn để mua giàn PVD VII với chi phí đầu tư thấp hơn như cách mà Công ty đã tiến hành đầu tư giàn PVD II và PVD III trong năm 2009.

**Hình 7: Số lượng giàn khoan đang hoạt động tại khu vực ĐNÁ (tại thời điểm đầu tháng 05/2015)**



Nguồn: Braemar

**Hình 8: Diễn biến giá dầu Brent và hiệu suất hoạt động của giàn Jackup**



Nguồn: Bloomberg, ODS Petrodata

**Triển vọng kinh doanh**

Trong quý 2/2015, chúng tôi cho rằng biên lãi gộp của mảng dịch vụ khoan sẽ tiếp tục giảm thêm khoảng 5% so với quý 1/2015 do điều chỉnh giá cho thuê giàn PVD II và III. Đối lại, lượng giàn khoan thuê ngoài khoảng 4 giàn và giàn PVD VI hoạt động toàn thời gian giúp cho doanh thu không giảm nhiều do tác động tiêu cực của việc điều chỉnh giá cho thuê giàn. Theo chia sẻ của doanh nghiệp, giá cho thuê của giàn PVD V vẫn giữ nguyên 205.000 USD/ngày trong quý 2 song có khả năng sẽ bị điều chỉnh trong thời gian tới. Công ty tiến hành bảo trì giàn PVD III trong 15 ngày trong tháng 5/2015.

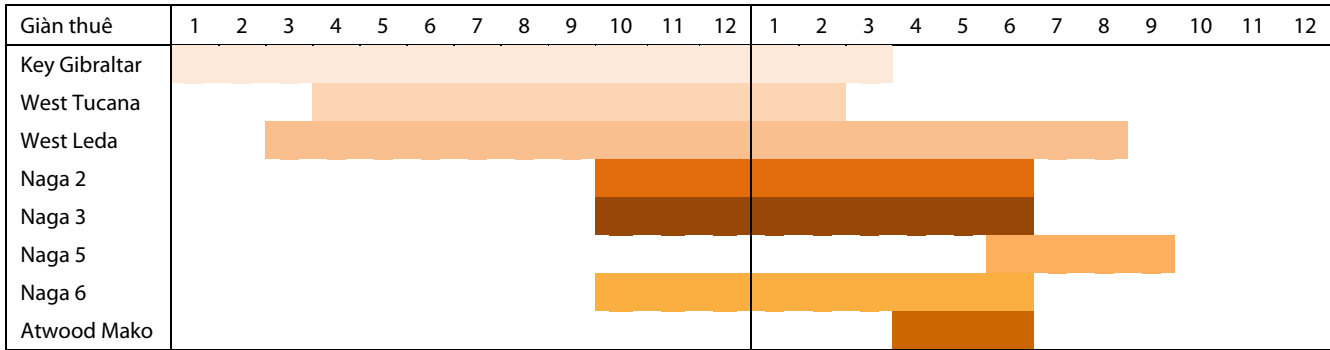
Theo ước tính sơ bộ, doanh thu và lợi nhuận trong nửa đầu năm của PVD ước đạt lần lượt 8.000 tỷ đồng (-19% so với cùng kỳ) và LNST đạt 1.100 tỷ đồng (-17% so với cùng kỳ).

Chúng tôi cho rằng rủi ro biên lợi nhuận gộp giảm sẽ chưa dừng lại trong Q2 khi khả năng điều chỉnh giá cho thuê đối với giàn PVD V vẫn còn. Giàn PVD V là giàn có mức cho thuê theo ngày cao nhất và đóng góp nhiều nhất vào doanh thu dịch vụ khoan của Công ty. Mức giá cho thuê Công ty kỳ vọng có thể đàm phán được dao động trong khoảng 195.000-200.000\$/ngày (giảm từ 2-5% so với mức giá cho thuê cũ). Công ty đã đàm phán cho thuê giàn PVD II và PVD III cho PVEP sau khi hợp đồng cho thuê kết thúc vào tháng 7&8/2015. Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu và LNST năm 2015 ước đạt lần lượt 16.028 tỷ đồng và 2.041 tỷ đồng, tương ứng giảm khoảng 16% so với cùng kỳ. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng Công ty có thể vượt 36% kế hoạch LNST đã đề ra từ đầu năm. Ngoài ra, theo quy định mới của thông tư 200, EPS của Công ty trong năm 2015 sẽ được tính dựa trên LNST sau khi trừ đi phần lợi nhuận trích quỹ khen thưởng, phúc lợi. Do đó, EPS năm 2015 ước đạt 5.594 đồng/cp.

**Bảng 4: Thời gian hợp đồng đối với các giàn sở hữu và giàn thuê (2014-2015)**

	2014												2015											
	Q1			Q2			Q3			Q4			Q1			Q2			Q3			Q4		
Giàn sở hữu	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
PVD 1																								
PVD 2																								
PVD 3																								
PVD 5																								
PVD 11																								
PVD 6																								





Nguồn: PVD, Bloomberg, RongViet Research

Bước sang năm 2016, chúng tôi khá tin tưởng công việc của các giàn khoan vẫn tiếp tục được đảm bảo song lại quan ngại rủi ro giá cho thuê giàn tiếp tục giảm thêm. Với giả định giá cho thuê giàn giảm thêm từ 3-5% trong năm 2016, chúng tôi ước tính doanh thu và LNST của Công ty đạt lần lượt 16.583 tỷ đồng và 1.730 tỷ đồng. EPS tương ứng trong năm 2016 là 4.070 đồng/cp (theo thông tư 200).

Theo kế hoạch đầu tư năm 2015, Công ty dự kiến sẽ thành lập Liên doanh tại Malaysia để đầu tư và vận hành giàn khoan tự nâng PVD VII, vốn góp dự kiến là ~27 triệu USD. Tuy nhiên, trong bối cảnh dư cung giàn khoan cũng như triển vọng không mấy tích cực của giá cho thuê giàn, chúng tôi cho rằng kế hoạch đầu tư này có thể được dời sang năm 2016. Theo đó, chúng tôi kỳ vọng giàn PVD VII (nếu được đầu tư) có thể phục vụ một số dự án khai thác dầu khí tại mỏ Kinh Ngư Trắng (dự kiến First Oil Q4/2016), Cá Rồng Đỏ (dự kiến First Oil vào năm 2018), Kinh Ngư Vàng (dự kiến First Oil vào năm 2018)... Đối với dự án Lô B – Ô Môn, ngày 17/06/2015, PetroVietnam đã mua lại 100% cổ phần các công ty và quyền điều hành của Chervon tại Việt Nam. Với bước tiến này, tiến độ phát triển mỏ tại khu vực này dự kiến sẽ được thúc đẩy tạo ra công việc cho các thành viên trong Tập đoàn, trong đó có PVD. Hiện tại, chúng tôi chưa có nhiều thông tin chi tiết để đánh giá mức độ tiềm năng của dự án Lô B-Ô Môn đối với triển vọng kinh doanh của Công ty. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng các dự án khai thác dầu khí nối tiếp từ sau năm 2016 là cơ hội để PVD lấy lại đà tăng trưởng sau giai đoạn bị ảnh hưởng tiêu cực của giá dầu.

### Quan điểm và định giá

Trong bối cảnh nhiều thách thức hiện nay, PVD là công ty có nhiều lợi thế trong ngành khoan dầu khí trong nước và trên khu vực Đông Nam Á. Đầu tiên là năng lực điều hành giàn khoan trẻ với hiệu suất hoạt động cao. Thứ hai là khả năng kết nối chương trình khoan để đưa giàn đối tác vào hoạt động trong nước từ đó duy trì được thị phần lớn. Lợi thế quan trọng thứ ba là giá cho thuê giàn và dịch vụ của PVD có độ trễ hơn so với khu vực đồng thời mức độ điều chỉnh giảm giá cũng thấp hơn. Tuy vậy, chúng tôi lo ngại triển vọng không khả quan của giá dầu thô\* và nguồn cung giàn khoan trong khu vực đã và đang là áp lực lên hoạt động kinh doanh của Công ty trong năm 2015 và cả năm 2016. Sau năm 2016, chúng tôi lạc quan hơn với triển vọng hồi phục trong hoạt động kinh doanh của Công ty nhờ nhiều dự án khai thác dầu khí trong nước được triển khai.

Chúng tôi ước tính doanh thu và LNST cho năm 2015 của công ty đạt lần lượt 16.028 tỷ đồng và 2.041 tỷ đồng (giảm khoảng 16% so với năm 2014). Trong điều kiện chưa đánh giá được tiềm năng của dự án Lô B – Ô Môn đối với hoạt động kinh doanh của PVD, chúng tôi sử dụng phương pháp định giá tương đối gồm P/E và EV/EBITDA để đưa ra mức giá hợp lý cho cổ phiếu PVD trong trung hạn. Trong khu vực Đông Nam Á, công ty cạnh tranh trực tiếp với các nhà thầu khoan quốc tế lớn như Seadrill và Transocean nên chúng tôi tính toán mức P/E và EV/EBITDA hợp lý đối với cổ phiếu PVD là khoảng 10,6x và 7,4x. Dựa trên kết quả dự phóng năm 2015 và 2016, chúng tôi đưa ra mức giá mục tiêu cho cổ phiếu PVD là **61.700 đồng/cp** với khuyến nghị **TÍCH LŨY** cho mục tiêu **TRUNG HẠN**. Công ty dự kiến sẽ thực hiện chia cổ phiếu thưởng (15%) và cổ tức tiền mặt (15%) của năm 2014 vào ngày 17/07/2015.

(\* Theo dự báo của nhiều tổ chức tài chính lớn, giá dầu thô có thể sẽ duy trì ở mức thấp trong một khoảng thời gian dài. Trong báo cáo cập nhật vào đầu tháng 6/2015, EIA đã đưa ra dự báo giá dầu thô bình quân (dầu Brent) năm 2015 ở mức 60,53\$/thùng và chỉ tăng nhẹ lên 67,04\$/thùng trong năm 2016.

**Bảng 5: Kết quả định giá**

Phương pháp	Giá hợp lý 2015	Giá hợp lý 2016	Tỷ trọng
P/E	62.191	52.718	50%
EV/EBITDA	67.679	64.516	50%
<b>Giá bình quân</b>	<b>64.935</b>	<b>58.617</b>	<b>61.776</b>

Nguồn: RongViet Research

**Bảng 6: Những giả định chính**

Chỉ tiêu	Dự phóng	
	FY2015E	FY2016F
Tăng trưởng doanh thu (%)	-23%	3%
Số lượng giàn khoan thuê bình quân	3,8	4,0
Tỷ suất lợi nhuận gộp (%)	20%	18%
Tỷ suất EBIT (%)	18%	15%

Nguồn: RongViet Research



**Bảng 7: Một số chỉ tiêu tài chính của các công ty trong ngành khoan dầu khí**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu đồng)	Giá (đồng) 13/07/2015	Tăng trưởng doanh thu (%)	Biên lợi nhuận (%)	ROA (%)	ROE (%)	Khả năng chi trả lãi vay	Nợ/VCSH	Tỷ suất cổ tức (%)
<b>CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>17.251.469</b>	<b>58.500</b>	<b>27,8</b>	<b>20,23</b>	<b>9,4</b>	<b>20,3</b>	<b>70,81</b>	<b>51,67</b>	<b>2,7</b>
Atwood Oceanics Inc	Mỹ	35.001.581	539.680	18,3	50,44	8,2	13,9	7,80	59,11	2,0
Seadrill Partners LLC	Anh	25.128.386	272.774	na	na	2,6	19,5	2,12	181,13	17,3
UMW Oil&Gas Corp BHD	Malaysia	19.323.577	9.069	na	na	4,2	7,4	360,93	89,20	na
Transocean Partners LLC	Anh	20.437.486	295.379	na	46,43	na	na	na	1,80	0,0
Japan Drilling SA	Nhật	10.665.460	570.815	15,7	20,95	1,7	3,2	9,68	62,85	na
Pacific Drilling SA	Mỹ	12.610.406	58.250	na	na	3,9	8,7	2,80	116,57	na

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research

**Bảng 8: Một số chỉ tiêu định giá của các công ty trong ngành khoan dầu khí**

Tên công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu đồng)	Giá (đồng) 13/07/2015	P/E hiện tại	P/E 2015	P/E 2016	EV/EBITDA T12M	EV/EBITDA 2015	EV/EBITDA 2016	P/B hiện tại
<b>CTCP Khoan và Dịch vụ khoan dầu khí</b>	<b>Việt Nam</b>	<b>17.251.469</b>	<b>58.500</b>	<b>7,6</b>	<b>9,5*</b>	<b>11,1*</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7*</b>	<b>5,1*</b>	<b>1,4</b>
Atwood Oceanics Inc	Mỹ	35.001.581	539.680	4,1	3,5	5,4	5,4	4,2	5,4	0,6
Seadrill Partners LLC	Anh	25.128.386	272.774	4,7	4,8	4,5	6,1	6,0	5,8	1,3
UMW Oil&Gas Corp BHD	Malaysia	19.323.577	9.069	15,0	16,8	13,1	16,1	12,8	10,2	1,0
Transocean Partners LLC	Anh	20.437.486	295.379	26,0	6,8	6,4	6,7	5,6	5,3	0,7
Japan Drilling SA	Nhật	10.665.460	570.815	32,0	302,3	46,4	13,6	11,5	11,2	1,0
Pacific Drilling SA	Mỹ	12.610.406	58.250	2,7	5,0	na	5,6	6,4	8,2	0,2

Nguồn: Bloomberg, RongViet Research, (\*) RongViet ước tính

Đvt: tỷ đồng

KQ HKDK	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	14.867	20.884	16.028	16.583
Giá vốn	11.533	16.763	12.815	13.622
<b>Lãi gộp</b>	<b>3.333</b>	<b>4.121</b>	<b>3.214</b>	<b>2.961</b>
Chi phí bán hàng	45	59	50	50
Chi phí quản lý	946	1.123	801	879
Thu nhập từ HĐTC	99	161	173	233
Chi phí tài chính	346	292	326	374
Lợi nhuận khác	-25	70	73	77
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>2.291</b>	<b>3.178</b>	<b>2.695</b>	<b>2.297</b>
Thuế TNDN	298	638	539	459
Lợi ích cổ đông thiểu số	110	121	115	107
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1.883</b>	<b>2.419</b>	<b>2.041</b>	<b>1.730</b>
EBIT	<b>2.514</b>	<b>3.323</b>	<b>2.908</b>	<b>2.540</b>
EBITDA	3.615	4.388	4.361	3.986

Đvt: %

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	24,6%	40,5%	-23,3%	3,5%
Lợi nhuận HKDK	23,8%	25,5%	-19,6%	-14,0%
EBITDA	19,6%	21,4%	-0,6%	-8,6%
EBIT	25,8%	32,2%	-12,5%	-12,6%
Lợi nhuận sau thuế	42,5%	28,5%	-15,6%	-15,2%
Tổng tài sản	12,6%	8,4%	14,1%	4,5%
Vốn chủ sở hữu	40,7%	16,7%	18,5%	9,4%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	15,8%	18,4%	12,1%	8,5%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	22,4%	19,7%	20,1%	17,9%
LN HKDK / Doanh thu	15,8%	14,1%	14,7%	12,3%
EBITDA/ Doanh thu	24,3%	21,0%	27,2%	24,0%
EBIT/ Doanh thu	16,9%	15,9%	18,1%	15,3%
LNST/ Doanh thu	12,7%	11,6%	12,7%	10,4%
ROA	9,3%	10,8%	8,2%	6,4%
ROIC or RONA	17,9%	21,5%	15,9%	12,1%
ROE	22,4%	22,7%	16,3%	12,1%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	4,1	4,6	3,1	3,1
Vòng quay hàng tồn kho	12,6	14,8	11,4	12,9
Vòng quay khoản phải trả	2,7	3,1	2,4	2,8
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,2	1,3	1,8	2,1
Nhanh	1,0	1,2	1,6	1,9
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	118,2%	101,0%	93,5%	84,8%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	18,6%	10,1%	10,6%	8,0%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	38,5%	27,0%	36,1%	31,0%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Tiền	2.598	3.208	4.499	6.070
Đầu tư tài chính ngắn hạn	20	12	10	10
Các khoản phải thu	4.184	4.909	5.289	5.472
Tồn kho	1.044	1.226	1.025	1.090
Tài sản ngắn hạn khác	122	97	69	62
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>7.967</b>	<b>9.452</b>	<b>10.892</b>	<b>12.704</b>
Tài sản cố định hữu hình	12.314	11.502	14.936	13.789
Tài sản cố định vô hình	151	200	103	87
Xây dựng cơ bản dở dang	18	1.476	55	28
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	957	633	589	1.168
Tài sản dài hạn khác	84	40	19	20
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>13.525</b>	<b>13.852</b>	<b>15.702</b>	<b>15.090</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>21.492</b>	<b>23.305</b>	<b>26.595</b>	<b>27.795</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	2.249	2.897	2.307	2.452
Khoản phải trả ngắn hạn khác	2.686	3.091	2.436	2.521
Vay và nợ ngắn hạn	1.829	1.157	1.442	1.192
Vay và nợ dài hạn	3.783	3.096	4.912	4.619
Khoản phải trả dài hạn khác	1.076	1.351	1.619	1.849
<b>Tổng nợ</b>	<b>11.625</b>	<b>11.592</b>	<b>12.717</b>	<b>12.633</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.838</b>	<b>11.479</b>	<b>13.606</b>	<b>14.890</b>
Vốn đầu tư của CSH	2.755	3.031	3.485	3.485
Lợi nhuận giữ lại	2.892	3.873	5.106	6.071
Các quỹ	1.074	1.356	1.663	1.936
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>9.838</b>	<b>11.479</b>	<b>13.606</b>	<b>14.890</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	30	235	272	272
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>21.492</b>	<b>23.305</b>	<b>26.595</b>	<b>27.795</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015E</b>	<b>FY2016F</b>
LNTT	2.305	3.178	2.695	2.297
Khấu hao	1.100	1.066	1.454	1.446
<i>Các điều chỉnh</i>	-3	-176	-241	-128
Thay đổi vốn lưu động	-723	-821	-2.048	-463
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>2.679</b>	<b>3.247</b>	<b>1.861</b>	<b>3.152</b>
Thay đổi TSCĐ	-252	-282	-3.274	-216
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-527	-362	83	-562
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	180	339	413	329
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>-599</b>	<b>-305</b>	<b>-2.778</b>	<b>-450</b>
Nhận/trả lại vốn góp	1.464	21	447	0
Vay mới/trả nợ vay	-1.775	-1.832	2.074	-569
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-248	-554	-446	-608
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>-559</b>	<b>-2.365</b>	<b>2.075</b>	<b>-1.177</b>
Tiền thuần trong kỳ	1.520	577	1.159	1.525
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.068</b>	<b>2.598</b>	<b>3.208</b>	<b>4.499</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	29	34	137	46
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>2.618</b>	<b>3.208</b>	<b>4.499</b>	<b>6.070</b>

**BÁO CÁO CẬP NHẬT KẾT QUẢ KINH DOANH**

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

**Các loại khuyến cáo**

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến - 5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

**GIỚI THIỆU**

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, Satra, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

**Hệ thống mạng lưới**

**Trụ sở chính**

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

**Chi nhánh Hà Nội**

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

**Chi nhánh Nha Trang**

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

**Chi nhánh Cần Thơ**

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

**TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ**

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**