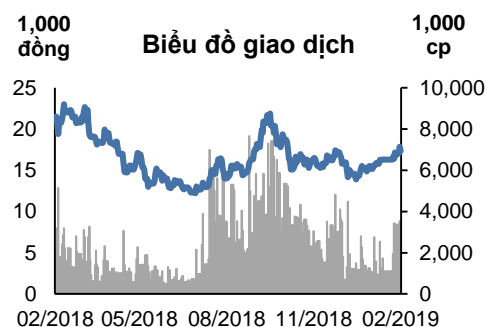


PVD (HOSE) Hoàn toàn chấm dứt lỗ hoạt động

Đánh giá **TRUNG LẬP**

Dầu khí

Giá thị trường (VND)	17,400
Giá mục tiêu (VND)	18,000
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm	3.4%
Suất sinh lợi cổ tức	0%
Suất sinh lợi bình quân năm	3.4%



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	19%	15%	5%	-19%
Tương đối	11%	8%	0%	-12%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thông kê **21/02/2019**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	12.2k-23.0k
SL lưu hành (triệu cp)	383
Vốn hóa (tỷ đồng)	6,642
Vốn hóa (triệu USD)	286
% khối ngoại sở hữu	20%
SL cp tự do (triệu cp)	189
KLGD TB 3 tháng (cp)	2,079,861
VND/USD	23,200
Index: VNIndex / HNX	964/106

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu **21/02/2019**

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	50.4%
Eaton Vance Corp	0.7%
Tundra Fonder AB	0.5%
FMR LLC	0.4%

Nguồn: Stoxplus

Nguyễn Phong Danh

(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459
danh.np@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Giá cho thuê giàn và hiệu suất khoan đều được cải thiện

Hiện tại, tất cả các giàn khoan tự nâng của PVD đều đã có việc làm ổn định trong nửa đầu năm 2019. PVD I hiện đang khoan cho Vietsovpetro cho đến cuối năm 2019. PVD II vừa mới tham gia chiến dịch khoan mới cho nhà thầu Sabura tại Malaysia đến tháng 07/2019. PVD III đang thực hiện khoan cho Repsol tại Malaysia và đã được gia hạn hợp đồng khoan thêm 01 năm nữa. PVD VI hiện đang được Vietsovpetro thuê và sẽ khoan cho Eni vào tháng 04/2019. Chúng tôi tin rằng PVD II và PVD VI có thể tiếp tục có công việc ổn định trong nửa cuối 2019, nâng hiệu suất cho thuê của đội giàn khoan tự nâng lên 94% (so với 86% của năm 2018).

Theo Ban giám đốc của PVD Drilling, giá cho thuê giàn tự nâng gần đây đã tăng nhẹ 2,000-3,000 USD lên trung bình 57,000-58,000 USD (+4.5% n/n), trực tiếp cải thiện doanh thu và lợi nhuận của mảng khoan.

Trong 4Q2018, PVD đã tăng thời gian khấu hao của các giàn khoan PVD Drilling II, III và VI từ 20 năm lên 35 năm. Điều này giúp PVD có chi phí khấu hao thấp hơn, giảm 10-11 triệu USD so với các năm trước. Hiệu suất cho thuê giàn tự nâng cao hơn và chi phí khấu hao giảm sẽ giúp PVD thoát khỏi lỗ từ hoạt động kinh doanh. Năm 2019, chúng tôi dự phóng lợi nhuận gộp của PVD sẽ đạt 543 tỷ đồng, tăng 38% n/n.

Đối với khoản nợ xấu từ PVEP, chúng tôi kỳ vọng PVD sẽ tiếp tục thu hồi nợ và hoàn nhập khoản dự phòng 250 tỷ đồng trong năm 2019.

Cơ hội cho giàn TAD hoạt động trở lại

Hiện tại, giàn khoan TAD (PVD Drilling V) sẽ không có việc làm trong năm 2019 và lỗ 20-30 tỷ đồng/năm. Tuy nhiên trong ngắn hạn, một số dự án trong nước sẽ có nhu cầu thuê giàn khoan TAD. Trước mắt, Biển Đông POC có thể bắt đầu khoan thêm 02 giếng khai thác tại Lô 05-02/03 (mỏ Hải Thạch - Mộc Tinh) và khởi động chiến dịch thăm dò tại mỏ Kim Cương Bắc. Một dự án khác là Cá Rồng Đỏ - trong quá khứ, PVD đã giành được hợp đồng khoan cho dự án này. Tuy nhiên, vào tháng 03/2018, dự án đã tạm dừng với lý do bất khả kháng. Nếu dự án được chuyển giao thành công cho một nhà thầu dầu khí khác, PVD có thể trúng thầu lại hợp đồng một lần nữa, đưa giàn khoan TAD thoát khỏi tình trạng chờ việc và tạo ra lợi nhuận.

Nâng hạng khuyến nghị **TRUNG LẬP**

Năm 2019, chúng tôi đánh giá cao sự cải thiện về khối lượng công việc và giá thuê giàn. Việc giảm khấu hao sẽ giúp PVD không còn lỗ thoát lỗ từ hoạt động kinh doanh. Năm 2019, chúng tôi ước tính lợi nhuận ròng sẽ đạt 186 tỷ đồng (+14% n/n). Trong những năm tới, khi hoạt động Thăm dò và Khai thác trong nước bắt đầu ấm lên trở lại, khối lượng công việc tiềm năng từ dự án Biển Đông POC và Cá Rồng Đỏ có thể giúp PVD hồi phục.

Chúng tôi nâng hạng đánh giá **TRUNG LẬP** trên PVD do triển vọng tươi sáng hơn và khối lượng công việc tiềm năng cho giàn khoan TAD. Dựa trên mức P/B là 0.5x, chúng tôi định giá PVD là **18,000 đồng/cổ phiếu** vào cuối năm 2019, tổng mức lợi nhuận kỳ vọng là **3.4%**.

Dự phóng

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018U	2019E	2020E
Doanh thu	503	945	1,265	1,188	1,106	1,619	1,333	1,408	5,464	6,281	6,866
<i>Dịch vụ khoan</i>	206	404	547	605	362	466	670	494	1,992	2,531	2,607
<i>Dịch vụ hỗ trợ khoan</i>	246	475	687	331	361	667	615	510	2,152	2,346	2,813
<i>Thương mại</i>	51	67	31	252	383	485	49	403	1,320	1,403	1,445
Tăng trưởng DT năm (%)	32%	53%	106%	100%	220%	171%	105%	118%	40%	12%	3%
<i>Dịch vụ khoan</i>	33%	46%	76%	100%	176%	115%	123%	82%	14%	14%	3%
<i>Dịch vụ hỗ trợ khoan</i>	45%	81%	235%	100%	147%	141%	89%	154%	14%	14%	3%
<i>Thương mại</i>	13%	22%	17%	100%	749%	724%	156%	160%	223%	3%	3%
Lợi nhuận gộp	-8	71	94	25	-45	50	76	314	393	543	624
<i>Dịch vụ khoan</i>	-38	-46	-63	-29	-95	-95	-38	244	16	116	185
<i>Dịch vụ hỗ trợ khoan</i>	27	101	150	52	40	132	110	61	342	391	403
<i>Thương mại</i>	3	17	6	1	10	13	3	9	35	36	37
Biên lợi nhuận gộp (%)	-1.5%	7.6%	7.4%	2.1%	-4.0%	3.1%	5.7%	22.3%	7.2%	8.9%	9.9%
<i>Dịch vụ khoan</i>	-18.5%	-11.4%	-11.5%	-4.8%	-26.1%	-20.4%	-5.6%	49.4%	0.8%	4.6%	7.1%
<i>Dịch vụ hỗ trợ khoan</i>	11.0%	21.2%	21.8%	15.9%	11.0%	19.8%	17.9%	11.9%	15.9%	16.7%	14.3%
<i>Thương mại</i>	6.4%	24.9%	20.2%	0.5%	2.7%	2.7%	6.0%	2.2%	2.7%	2.6%	2.6%
Lợi nhuận hoạt động	-212	-33	-43	-107	-217	-71	94	285	87	287	92
Tăng trưởng (%)	-310%	-137%	1636%	292%	2%	113%	-316%	-368%	-122%	229%	-68%
Biên LN (%)	-42%	-4%	-3%	-9%	-20%	-4%	7%	20%	1.6%	4.7%	1.5%
Lợi nhuận sau thuế	-201	-78	16	299	-253	-79	97	402	163	186	73
Tăng trưởng (%)	-345%	-328%	-51%	712%	26%	1%	505%	35%	359%	14%	-61%
Biên LN (%)	-40%	-8%	1%	25%	-23%	-5%	7%	29%	3.0%	3.1%	1.2%

Nguồn: KIS dự phóng

Định giá

	2019F	2020F	Ghi chú
P/B (x)	0.5	0.5	Bình quân nhóm công ty cùng ngành
Giá trị sổ sách/cổ phiếu	35,990	36,243	
Giá mục tiêu	18,000	18,100	2019
Giá thị trường	17,400		
<i>Tỷ lệ tăng giá bình quân năm</i>	3.4%		
<i>Suất sinh lợi cổ tức</i>	0%		
Tổng suất sinh lợi kỳ vọng	3.4%		2019

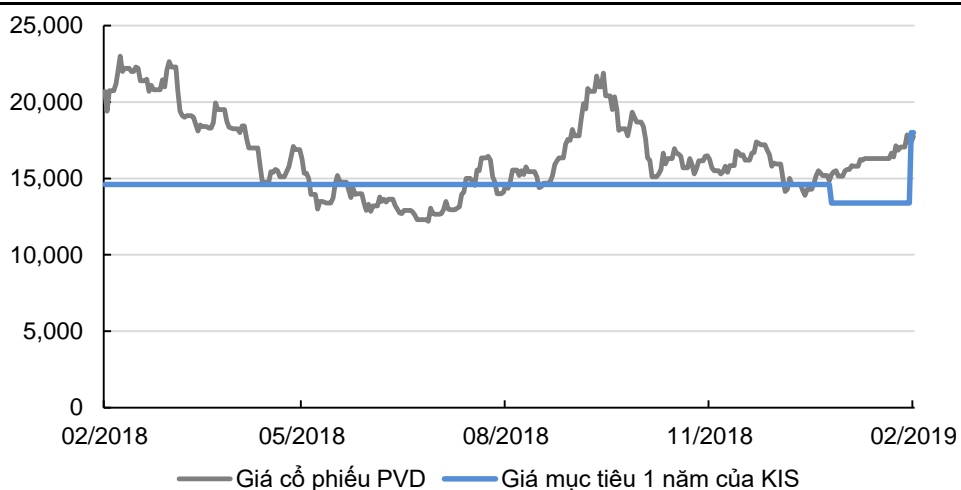
Tên công ty	Quốc gia	Vốn hoá (triệu USD)	P/B (x)
Velesto Energy Bhd	Malaysia	462	0.7
Akita Drilling Ltd	Trung Quốc	115	0.5
Archer	Na Uy	100	0.5
Mermaid Maritime PCL	Singapore	97	0.3
Seadrill Partners LLC	Mỹ	94	0.1
UZMA Bhd	Malaysia	68	0.4
Trung bình theo tỷ lệ vốn hoá			0.5

Nguồn: Bloomberg, KIS

Thay đổi khuyến nghị và giá mục tiêu

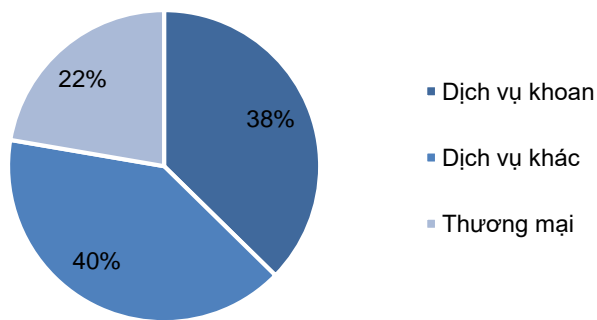
Công ty	Ngày	Khuyến nghị	Giá mục tiêu (VND)	Consensus
PVD	15/01/2019	GIẢM TỶ TRỌNG	13,400	

Ước tính và dự phóng của công ty



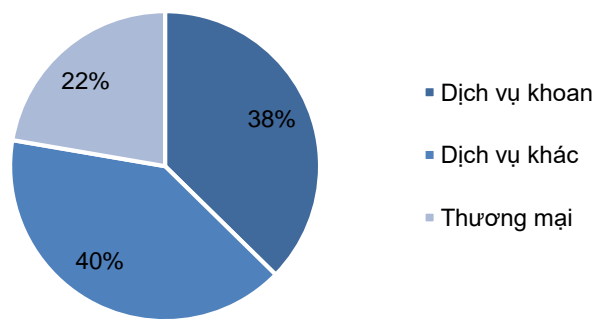
Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 01. Cơ cấu doanh thu của PVD, 2019



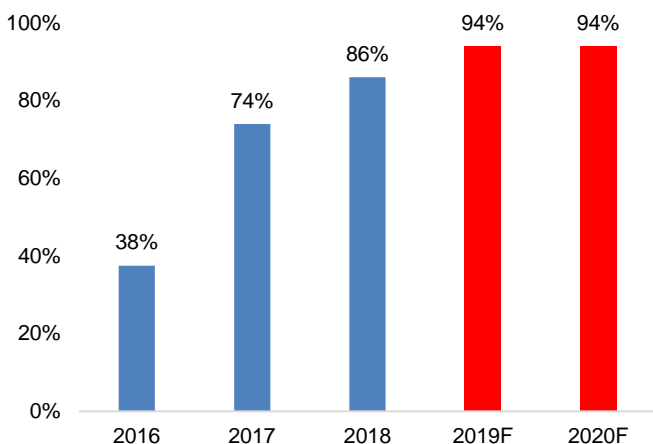
Nguồn: KIS

Hình 02. Cơ cấu lãi gộp của PVD, 2019



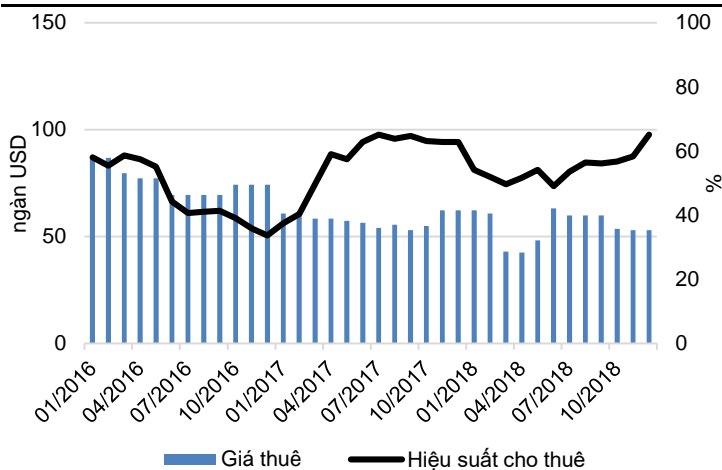
Nguồn: KIS

Hình 03. Hiệu suất sử dụng giàn tự nâng của PVD



Nguồn: PVD, KIS

Hình 04. Giá thuê giàn tự nâng ở Đông Nam Á



Nguồn: Bloomberg, KIS

Hình 05. Lịch khoan của đội giàn khoan PVD trong 2019

	Q1	Q2	Q3	Q4
PVD I	Vietsovetro			
PVD II	Vietsovetro	Sabura - Malaysia	Công việc tiềm năng	
PVD III	Repsol Malaysia			
PVD V	Không có việc			
PVD VI	Vietsovetro	Eni	Công việc tiềm năng	

Nguồn: PVD, KIS

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH	Vốn hóa: 6,642 tỷ đồng				
Đơn vị: Tỷ đồng	2017	2018U	2019E	2020E	2021E
Doanh thu thuần	3,891	5,464	6,095	6,278	6,093
Tăng trưởng (%)	-27%	41%	11%	3%	-3%
Dịch vụ khoan	1,744	1,992	2,276	2,345	2,415
DV hỗ trợ khoan	1,739	2,152	2,459	2,533	2,235
Thương mại	408	1,320	1,360	1,400	1,442
GVHB	3,699	5,071	5,552	5,653	5,444
Biên LN gộp (%)	4.9%	7.2%	8.9%	9.9%	10.6%
Chi phí BH & QLDN	588	308	256	532	542
EBITDA	393	696	952	757	772
Biên lợi nhuận (%)	10.1%	12.6%	15.6%	12.1%	12.7%
Khấu hao	788	608	665	665	665
Lợi nhuận từ HĐKD	(396)	87	287	92	107
Biên LN HĐKD (%)	-10.2%	1.6%	4.7%	1.5%	1.8%
Chi phí lãi vay ròng	55	83	60	26	-24
% so với nợ ròng	6%	13%	26%	-7%	2%
Khả năng trả lãi vay (x)	-7.2	1.1	4.8	3.6	-4.5
Lãi/lỗ khác	602	220	6	6	5
Hoàn nhập quỹ phát triển KH-KT	627	152	0	0	0
Thuế	115	61	47	0	27
Thuế suất hiệu dụng (%)	76%	27%	20%	20%	20%
Lợi nhuận ròng	36	163	186	73	109
Biên lợi nhuận (%)	0.9%	3.0%	3.1%	1.2%	1.8%
Lợi ích CĐ thiểu số	-10	-24	-24	-24	-24
LN cho công ty mẹ	45	188	211	97	133
Số lượng CP (triệu)	383	383	383	383	383
EPS hiệu chỉnh (VND)	118	490	550	253	348
Tăng EPS (%)	-65%	315%	12%	-54%	37%
Cổ tức (VND)	-	-	-	-	-

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi

Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác

Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2017	2018U	2019E	2020E	2021E
Thay đổi vốn lưu động	532	408	362	373	-746
Capex	-9	420	0	0	0
Dòng tiền khác	41	-214	-165	-189	-184
Dòng tiền tự do	260	158	654	554	1,704
Phát hành cổ phiếu	0	0	0	0	0
Cổ tức	0	0	0	0	0
Thay đổi nợ ròng	-260	-158	-654	-554	-1,704
Nợ ròng cuối năm	721	563	-91	-645	-2,350
Giá trị doanh nghiệp	7,788	7,623	6,945	6,366	4,638
Tổng VCSH	13,473	13,841	14,027	14,099	14,208
Lợi ích cổ đông thiểu số	265	258	233	209	184
VCSH	13,208	13,583	13,794	13,891	14,024
Giá trị sổ sách/cp (VND)	34,463	35,440	35,990	36,243	36,591
Nợ ròng / VCSH (%)	5%	4%	-1%	-5%	-17%
Nợ ròng / EBITDA (x)	1.8	0.8	-0.1	-0.9	-3.0
Tổng tài sản	21,817	21,002	20,099	19,474	17,879

Nợ ròng = Nợ – tiền và tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2017	2018U	2019E	2020E	2021E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	0.3%	1.4%	1.5%	0.7%	1.0%
ROA (%)	0.2%	0.8%	0.9%	0.4%	0.6%
ROIC (%)	0.5%	1.6%	1.7%	0.7%	0.7%
WACC (%)	15%	15%	15%	15%	15%
PER (x)	150	36	32	70	51
PBR (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
PSR (x)	1.7	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	19.8	11.0	7.3	8.4	6.0
EV/Sales (x)	2.0	1.4	1.1	1.0	0.8
Suất sinh lợi cổ tức (hiệu chỉnh, %)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Liên hệ

Trụ sở chính HCM

Tầng 3, Tòa nhà TNR

180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM

Tel: (+84 28) 3914 8585

Fax: (+84 28) 3821 6898

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên

Trưởng phòng Quản lý Khách hàng Tổ chức

(+84 28) 3914 8585 (x1444)

uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến 15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do **Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS)** phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của **KIS** được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. **KIS** không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng **KIS** cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của **KIS** có thể có xung đột lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của **KIS**.