Ngành : Dầu khí *(Báo cáo gần nhất: Link)*

Khuyến nghị	THEO DÕI

CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (HSX: PVD)
Khó khăn vẫn còn phía trước

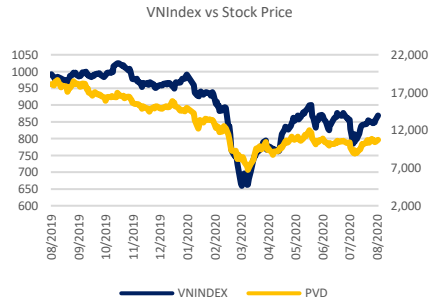
Giá hiện tại:	11,350	Ngày viết báo cáo:	27/08/2020	**Cơ cấu cổ đông**	
Giá mục tiêu trước đây	18,900	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	421	VIETNAM OIL & GAS GR	50.5%
Giá mục tiêu mới:	13,500	Vốn hóa (tỷ đồng)	4,485	NORGES BANK	2.0%
Tỷ suất cổ tức	0%	Thanh khoản bình quân 6 tháng:	5,162,764	TOKIO MARINE HOLDING	1.9%
Tiềm năng tăng giá	**18.9%**	Sỡ hữu nước ngoài	49%	KOREA INVESTMENT MGM	1.1%

Chuyên viên phân tích ngành:
Phan Quốc Bửu
(Bất động sản, Dầu Khí, Bán lẻ)
buupq@bsc.com.vn

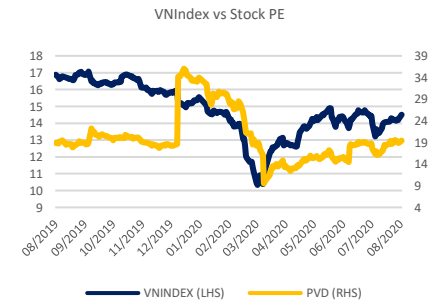
Chuyên viên phân tích kỹ thuật:
Nguyễn Tiến Đức
ducnt@bsc.com.vn

Giá khuyến nghị: 13,250 VND
Giá cắt lỗ: 9,950 VND

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



Bảng so sánh P/E và VN index



Định giá

- **BSC duy trì khuyến nghị theo dõi và cho rằng mức giá trị hợp lý thấp nhất của PVD sẽ nằm ở mức 13,500 đồng/cp, tương ứng với mức P/B định giá là 0.4 lần, giảm 28% so với báo cáo gần nhất do ảnh hưởng dịch Covid-19.** BSC cho rằng mức giá hiện tại tương đối an toàn để đầu tư do (1) Giá dầu đã giảm về vùng thấp nhất trong vòng 5 năm qua, (2) Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV giả định trong trường hợp xấu nhất thanh lý tài sản (chủ yếu là giàn khoan), giá trị sổ sách tài sản cố định sẽ áp dụng mức chiết khấu 60%.

Dự báo kết quả kinh doanh

- BSC điều chỉnh giảm dự báo doanh thu và lợi nhuận năm 2020 của PVD do yếu tố dịch Covid-2019, ước đạt 4,041 tỷ đồng và (-7.5% YoY) và 103 tỷ đồng (-46% YoY). EPS FW 2020 = 244 VND, PE FW = 43.9x lần, P/B FW 0.3 lần.

Quan điểm đầu tư

- Triển vọng kết quả kinh doanh năm 2021 của PVD sẽ phụ thuộc tương đối lớn vào (1) Sự phục hồi của nhu cầu sử dụng và giá dầu thô và (2) Các hoạt động đầu tư dầu mỏ được tái khởi động.

Rủi ro

- Rủi ro về giảm (1) giá cho thuê giàn khoan và (2) hiệu suất hoạt động giàn khoan

Cập nhật doanh nghiệp

- DTT và LNST của PVD 6T/2020 ghi nhận mức cải thiện tích cực đạt lần lượt 3,139 tỷ đồng (+64.0% YoY) và 85 tỷ đồng (+290% YoY).
- Hiệu suất hoạt động các giàn khoan trong 1H2020 cải thiện tích cực hơn cùng kỳ năm 2019
- Giàn TAD dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ T8/2021.
- Khả năng duy trì giá cho thuê giàn ở mức 60,000 USD – 65,000USD/ngày, tương tự như năm 2020 vẫn còn là một ẩn số .
- Chúng tôi dự kiến PVD có thể sẽ tiếp tục thu hồi được thêm ½ khoản nợ xấu trong nửa cuối năm 2020.

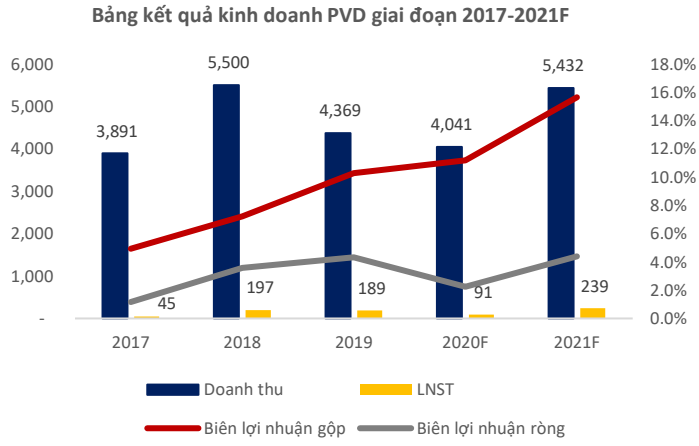
	2019	2020F	Peer	VN-Index
PE (x)	23.8	11.8	0.8	14.1
PB (x)	0.3	1.5	0.8	1.9
PS (x)	2.4	6.0	0.8	29
ROE (%)	1.4%	13.40%	20.1%	13.60%
ROA (%)	0.9%	7.76%	16.0%	2.40%
EV/ EBITDA (x)	10.2	7.3	8.1	11.7

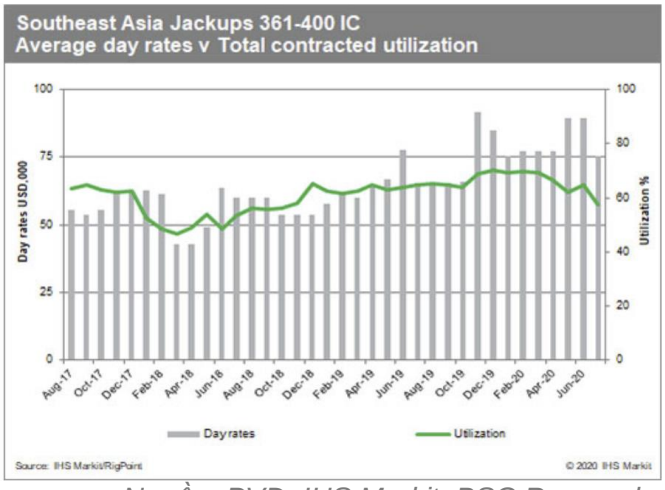
	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu	5,500	4,369	4,041	5,432
Lợi nhuận gộp	397	449	452	850
Lợi nhuận sau thuế	197	189	91	239
EPS	513	449	215	566
Tăng trưởng EPS	335%	-13%	-52%	163%
Nợ ròng/ VCSH	36%	36%	28%	28%

BÁO CÁO CẬP NHẬT DOANH NGHIỆP

DTT và LNST của PVD 6T/2020 ghi nhận mức cải thiện tích cực đạt lần lượt 3,139 tỷ đồng (+64.0% YoY) và 85 tỷ đồng (+290% YoY) nhờ vào (1) sự cải thiện của hiệu suất hoạt động các giàn khoan và (2) Khoản lãi 82.8 tỷ (+65% YoY) đến từ công ty liên doanh liên kết , đóng góp chính từ liên doanh Baker Hughes**.**

Biên lợi nhuận gộp ghi nhận mức giảm từ 9.5% trong 1H2019 xuống mức 6.8% trong 1H2020 chủ yếu đến từ mảng khai thác giàn khoan trong Q2/2020 do (1) Giảm hiệu suất sử dụng giàn khoan tự nâng Jack-up trong Q2.2020 (78%) so với Q2.2019 (90%), (2) Ảnh hưởng của dịch bệnh Covid-19 khiến phát sinh các chi phí hoạt động của các giàn khoan liên quan đến hoạt động tại nước ngoài như chi phí nhân sự, chi phí đổi ca,.... khiến biên lợi nhuận gộp mảng khai thác giàn khoan Q2.2020 ghi nhận mức âm -7% so với mức 6% Q1/2020.





Nguồn: PVD, IHS Markit, BSC Research

Hiệu suất hoạt động các giàn khoan trong 1H2020 cải thiện tích cực hơn cùng kỳ năm 2019. Theo đó, hiệu suất của các giàn PVD trong 1H2020 đạt mức bình quân 2.4 giàn so với không có giàn nào trong năm ngoái. Hầu hết các giàn PVD I, II, III đều ghi nhận mức hoạt động tốt hơn do các hợp đồng đã ký trong năm 2019. Chúng tôi lưu ý, hoạt động mảng khoan dầu khí có độ trễ tương đối so với giá dầu. Với việc giá dầu giảm sâu trong Q2/2020, điều này đã ảnh hưởng tiêu cực đến nhu cầu, chi phí và hiệu quả của ngành khai thác dầu mỏ trong khu vực Châu Á nói riêng và thế giới nói chung. Theo đó, nhu cầu yếu về dầu mỏ kéo dài dẫn đến việc cắt giảm kế hoạch đầu tư của các tập đoàn lớn trong khu vực như Exxon Mobil, Royal Dutch Shell, Saudi Aramco, Chevron, BP and Total, mức cắt giảm trung bình chi phí đầu tư ghi nhận mức 25%.

Do đó, rủi ro về giảm (1) hiệu suất hoạt động các giàn khoan và (2) giá thuê các giàn khoan khi ký hợp đồng mới dần hiện hữu rõ nét hơn từ Q3/2020. Trong cuộc họp ĐHCĐ gần nhất, ban lãnh đạo PVD cho biết một số giàn khoan hiện đang phải tạm hoãn hợp đồng khoan trong nửa cuối năm 2020. Tính đến tháng 8/2020, hoạt động đấu thầu tìm giàn khoan cho các chương trình khoan tại Việt Nam và khu vực Đông Nam Á trong năm 2020 vẫn đối diện với nhiều khó khăn. Hiện tại, hai giàn khoan PVD II và PVD III phải dừng hợp đồng sớm hơn dự kiến trước đó (Link báo cáo cũ).

Tuy nhiên, PVD cũng đã tích cực tìm kiếm thêm được hợp đồng khoan cho PV Drilling II tại Việt Nam và PV Drilling III thực hiện hợp đồng khoan mới cho khách hàng Kris Energy tại Campuchia trong vòng 3 tháng kể từ tháng 9. Tuy nhiên, chúng tôi đánh giá đây chỉ là các hợp đồng mang tính chất thời vụ và thời gian khoan tương đối ít do đó sự hồi phục của hiệu suất giàn khoan trong năm 2021 sẽ phụ thuộc rất lớn vào (1) Giá dầu và (2) Tình hình diễn biến của dịch Covid-19.

Bảng cập nhật lịch khoan dự kiến của PVD:

Giàn	2020												2021											
	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12	T1	T2	T3	T4	T5	T6	T7	T8	T9	T10	T11	T12
Giàn khoan sở hữu																								
PVD I	Hợp đồng khoan với Hibiscus																							
PVD II	Petronas (Malaysia)									Việt Nam														
PVD III	Petronas (Malaysia)									Kris Energy (Cambodia)														
PVD VI	Tiếp tục thực hiện hợp đồng khoan cho Rosneft																							
PVD V																				Dự kiến khoan cho Shell Brunei				
PVD XI													Dự kiến khoan cho chiến dịch GBRS											
Giàn khoan hợp tác																								
3 Giàn cho thuê	Kết thúc trong Q3/2020																							

Nguồn: PVD, BSC Research

Giàn TAD dự kiến sẽ bắt đầu hoạt động từ T8/2021. BSC đánh giá tuy việc đưa giàn TAD vào hoạt động chưa thể đem lợi nhuận ngay cho PVD do giá thuê giàn còn thấp tuy nhiên dự án này có thể giúp (1) PVD cải thiện thêm dòng tiền và (2) Giảm ghi nhận mức lỗ so với giai đoạn 2017-2019. Hiện tại, mức giá cho thuê giàn TAD vẫn chưa được công bố vì vẫn còn 9 tháng cho đến thời điểm dự kiến hoạt động, tuy nhiên chúng tôi kỳ vọng mức giá cho thuê có thể bù đắp được các chi phí hoạt động, PVD sẽ ghi nhận mức lỗ do chi phí khấu hao và lãi vay. Chúng tôi kỳ vọng giàn khoan TAD có thể ghi nhận 740 tỷ đồng vào doanh thu của PVD từ năm 2022.

Khả năng duy trì giá cho thuê giàn ở mức 60,000 USD – 65,000USD/ngày, tương tự như năm 2020 vẫn còn là một ẩn số. Trước giai đoạn dịch Covid-19 xảy ra, ban lãnh đạo PVD kỳ vọng mức giá cho thuê giàn sẽ cải thiện lên mức 75,000 trong năm 2021 tuy nhiên dưới tình trạng hiện tại, chúng tôi cho rằng kịch bản trên khó xảy ra. Ban lãnh đạo cũng kỳ vọng giá cho thuê giàn năm 2021 sẽ có thể duy trì được như năm 2020. Bình quân 6 tháng 2020, giá cho thuê giàn của PVD đạt mức khoảng 62,000 USD/ngày.

Chúng tôi dự kiến PVD có thể sẽ tiếp tục thu hồi được thêm ½ khoản nợ xấu trong nửa cuối năm 2020. Tính đến cuối Q2/2020, tổng khoản nợ xấu của PVEP đạt 178 tỷ đồng, thu hồi được 75 tỷ nợ xấu. Dựa trên các biên bản ghi nhớ, PVD dự kiến sẽ tiếp tục thu hồi thêm được 80 tỷ đồng nợ xấu trong nửa cuối năm 2020, phần còn lại sẽ được thu hồi hết trong năm 2021.

Dựa trên các tác động trên, BSC điều chỉnh giảm dự phóng kết quả kinh doanh năm 2020 với doanh thu và lợi nhuận sau thuế lần lượt giảm -26.7% và -21.3% so với dự phóng trước đó. Cụ thể, DT và LNST ước đạt 4,041 tỷ đồng và (-7.5% YoY) và 103 tỷ đồng (-46% YoY). EPS FW 2020 = 244 VND, PE FW = 43.9x lần, P/B FW 0.3 lần dựa trên một số giả định chính:

- Điều chỉnh giảm hiệu suất hoạt động giàn khoan của PVD trong năm 2020 từ mức 90% dự phóng trước đó xuống còn mức 78%.
- Duy trì giá cho thuê giàn khoan trong năm 2020 ở mức ~62,000 USD/ngày.
- Điều chỉnh giảm biên lợi nhuận của mảng hoạt động khoan dầu khí từ mức 5% xuống mức 2.9% do ảnh hưởng dịch Covid-19 khiến các yếu tố chi phí hoạt động tăng thêm.

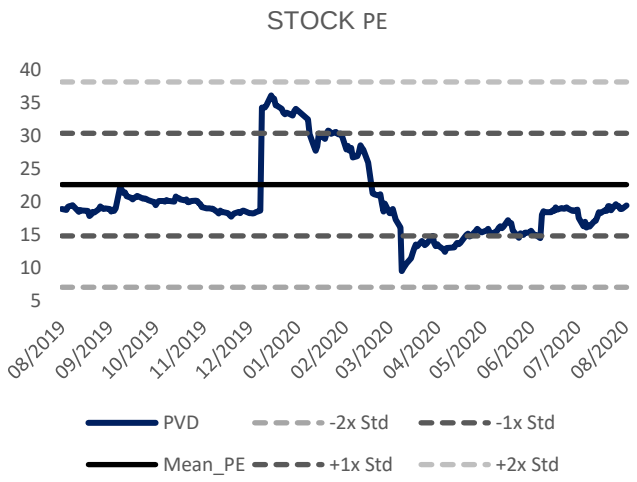
Đơn vị: Tỷ đồng	2018A	2019E	2020F Mới	2021F
Doanh thu	**5,500**	**4,369**	**4,041**	**5,432**
% YoY	*41%*	*-21%*	*-8%*	*34%*
Lợi nhuận gộp	**397**	**449**	**452**	**850**
% YoY	*107%*	*13%*	*1%*	*88%*
Biên lợi nhuận gộp	***7.2%***	***10.3%***	***11.2%***	***15.6%***
Chi phí bán hàng	13	17	8	11
Chi phí quản lý doanh nghiệp	285	397	283	489
% Chi phí BH&QLDN/DTT	***5%***	***9%***	***7%***	***9%***
Doanh thu tài chính	(67)	(72)	(83)	(93)
Chi phí tài chính	190	170	159	150
Lợi nhuận trước thuế	**233**	**195**	**77**	**257**
Thuế TNDN	60	18	14	46
Lợi nhuận sau thuế	**197**	**189**	**91**	**239**
%	*334.6%*	*-3.9%*	*-52.1%*	*163.3%*
EPS	-	-	-	-
Biên LN ròng	3.6%	4.3%	2.2%	4.4%
ROE	1%	1%	1%	2%

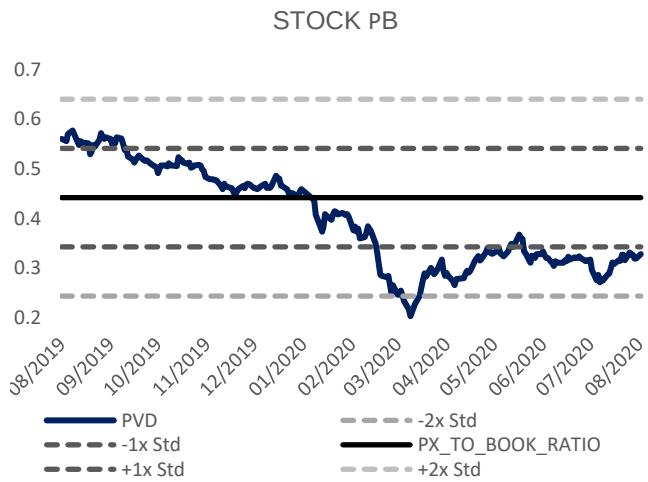
Nguồn: BSC Research

ĐỊNH GIÁ

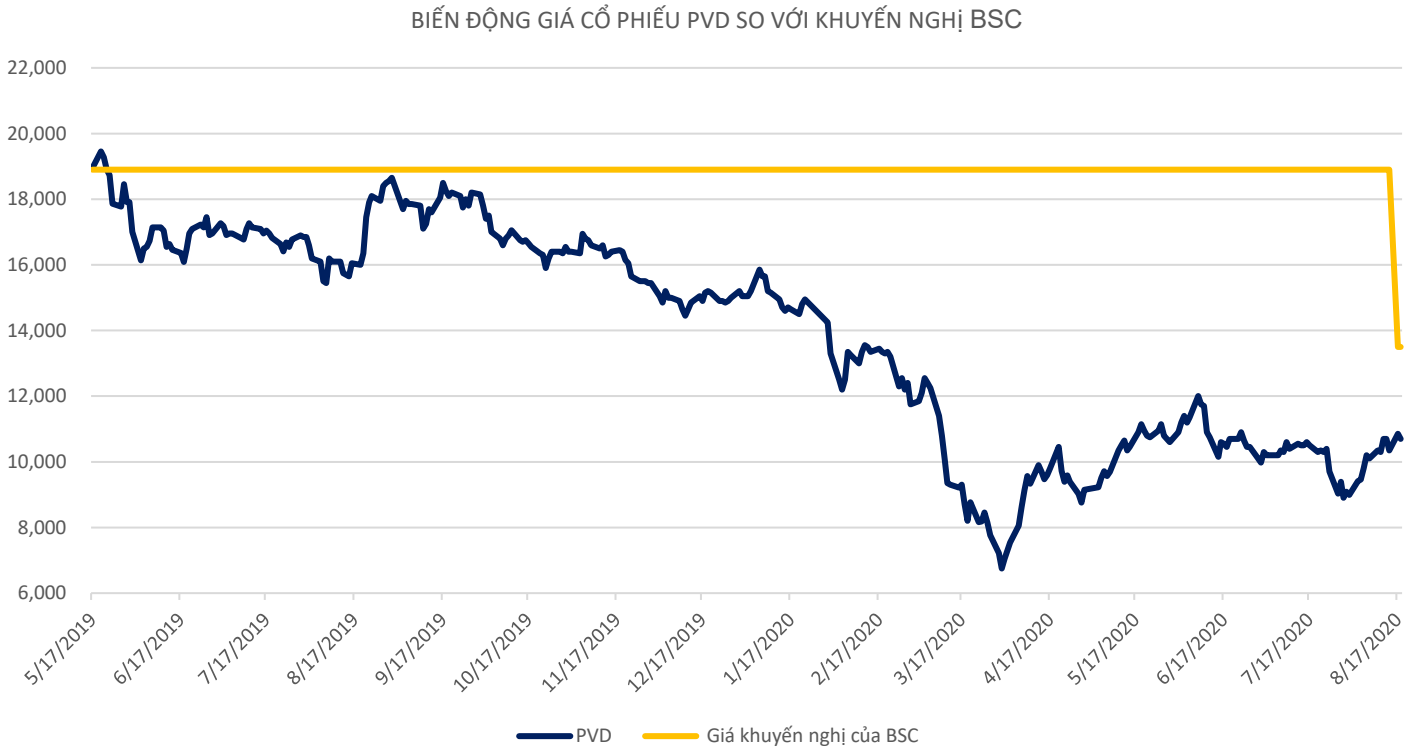
Chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu của PVD dựa trên việc thay đổi môi trường kinh doanh và các rủi ro bao gồm (1) Ảnh hưởng tiêu cực từ dịch Covid-19 đến nhu cầu thăm dò và khai thác dầu khí, (2) Hiệu suất hoạt động giàn khoan của PVD trong năm 2021 không còn được đảm bảo đối diện nhiều với các khó khăn và (3) Giá cho thuê giàn khoan năm 2021 dự kiến khó có thể cải thiện do giá dầu vẫn duy trì ở mức tương đối thấp và triển vọng nhu cầu dầu cũng như tăng trưởng kinh tế còn u ám.

Hiện tại, giá cổ phiếu của PVD đang được giao dịch ở mức P/B traillling tương đối thấp trong lịch sử bình quân quanh mức 0.32 lần, chiết khấu 30% so với mức 0.48 lần P/B trung vị 3 năm (2017-2020). **BSC cho rằng mức giá hiện tại tương đối an toàn để đầu tư do (1) Giá dầu đã giảm về vùng thấp nhất trong vòng 5 năm qua, (2) Chúng tôi sử dụng phương pháp RNAV giả định trong trường hợp xấu nhất** thanh lý tài sản (chủ yếu là giàn khoan), giá trị sổ sách tài sản cố định sẽ áp dụng mức chiết khấu 60% và thanh toán hết các nghĩa vụ nợ hiện có, ***mức giá trị hợp lý thấp nhất của PVD sẽ nằm ở mức 13,500 đồng/cp, tương ứng với mức P/B định giá là 0.4 lần.***





BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU SO VỚI KHUYẾN NGHỊ



PHỤ LỤC

KQKD(Tỷđồng)	2018	2019	2020F	2021F
Doanh thu thuần	5,500	4,369	4,041	5,432
Giá vốn hàng bán	5,103	3,920	3,590	4,582
Lợi nhuận gộp	397	449	452	850
Chi phí bán hàng	-13	-17	-8	-11
Chi phí QLDN	-285	-397	-283	-489
Lãi/lỗ HĐKD	100	35	161	350
Doanh thu tài chính	190	170	159	150
Chi phí tài chính	258	241	242	243
Chi phí lãi vay	170	158	159	160
Lợi nhuận từ CTLD/LK	61	113	0	0
Lãi/lỗ khác	140	119	0	0
Lợi nhuận trước thuế	233	195	77	257
Thuế thu nhập DN	-60	-18	-14	-46
LN sau thuế	221	201	118	266
CĐTS	-24	-12	-27	-27
LNST - CĐTS	197	189	91	239
EBITDA	708	625	751	892
EPS	513	449	215	566

LCTT (Tỷ đồng)	2018	2019	2020F	2021F
(Lỗ)/LNST	197	189	91	239
Khấu hao và phân bổ	608	590	590	543
Thay đổi vốn lưu động	-550	-708	245	-176
Điều chỉnh khác	-92	-166	0	0
LCTT từ HĐ KD	163	-95	926	605
Tiền chi mua TSCĐ	-79	-41	-34	-40
Đầu tư khác	1,220	-165	0	0
LCTT từ HĐ Đầu tư	1,141	-206	-34	-40
Tiền chi trả cổ tức	-3	-3	0	0
Tiền từ vay ròng	41	5	149	19
Tiền thu khác	-972	-92	0	0
LCTT từ HĐ Tài chính	-931	-87	149	19
Dòng tiền đầu kỳ	1,803	2,265	1,890	2,931
Tiền trong kì	462	-375	1,041	585
Dòng tiền cuối kỳ	2,265	1,890	2,931	3,515

CĐKT (Tỷđồng)	2018	2019	2020F	2021F
Tiền và tương đương tiền	2,265	1,890	2,931	3,515
Đầu tư ngắn hạn	1,012	1,033	1,033	1,033
Phải thu ngắn hạn	1,613	1,934	1,640	2,204
Tồn kho	760	810	719	917
TS ngắn hạn khác	25	50	46	62
TS ngắn hạn	**5,674**	**5,716**	**6,369**	**7,732**
TS hữu hình	14,462	13,926	13,370	12,867
Khấu hao	608	590	590	543
TS dở dang dài hạn	64	27	27	27
ĐT dài hạn	678	1,053	1,053	1,053
TS dài hạn khác	110	139	129	173
TS dài hạn	15,330	15,160	14,593	14,135
Tổng TS	**21,004**	**20,877**	**20,962**	**21,867**
Nợ phải trả	964	821	786	1,074
Vay ngắn hạn	362	521	546	566
Nợ ngắn hạn khác	1,474	1,419	1,299	1,658
Tổng Nợ ngắn hạn	**2,800**	**2,760**	**2,632**	**3,298**
Vay dài hạn	3,477	3,230	3,354	3,354
Nợ dài hạn khác	877	830	830	830
Tổng Nợ dài hạn	4,354	4,060	4,183	4,183
Tổng Nợ	**7,154**	**6,820**	**6,815**	**7,481**
Vốn góp	3,833	4,215	4,215	4,215
Thặng dư vốn cổ phần	2,434	2,434	2,434	2,434
LN chưa phân phối	1,683	1,767	1,767	1,767
Vốn chủ khác	5,644	5,394	5,485	5,723
Cổ đông thiểu số	257	247	247	247
Tổng Vốn chủ sở hữu	**13,593**	**13,810**	**13,901**	**14,139**
Tổng nguồn vốn	**21,004**	**20,877**	**20,962**	**21,867**
Số lượng cổ phiếu lưu hành	383	422	422	422

Chỉ số(%)	2018	2019	2020F	2021F
Khả năng thanh toán				
Hsố TT ngắn hạn	2.03	2.07	2.42	2.34
Hsố TT nhanh	1.76	1.78	2.15	2.07
Cơ cấu vốn				
Hsố Nợ/TTS	0.34	0.33	0.33	0.34
Hsố Nợ/VCSH	53%	49%	49%	53%
Năng lực hoạt động				
Số ngày HTK	54	73	78	65
Số ngày phải thu	105	148	161	129
Số ngày phải trả	69	75	84	71
CCC	90	146	155	123
Tỉ suất lợi nhuận				
Lợi nhuận gộp	7.2%	10.3%	11.2%	15.6%
Lợi nhuận LNST	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROE	1.4%	1.4%	0.7%	1.7%
ROA	0.9%	0.9%	0.4%	1.1%
Định Giá				
PE	20.8	23.8	49.8	18.9
PB	0.3	0.3	0.3	0.3
Tăng trưởng				
Tăng trưởng DTT	41.4%	-20.6%	-7.5%	34.4%
Tăng trưởng EBIT	-125.2%	-64.6%	0.0%	0.0%
Tăng trưởng LNTT	54.1%	-16.2%	-60.4%	233.2%
Tăng trưởng EPS	334.6%	-12.6%	-52.1%	163.3%

Nguồn:BSC Research.

Khuyến cáo sử dụng

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.



BSC Trụ sở chính

Tầng 10&11 Tháp BIDV
35 Hàng Vôi, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp.Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

https://www.bsc.com.vn
https://www.facebook.com/BIDVSecuritie

Bloomberg: RESP BSCV <GO>