



PVS – Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam
Cổ phiếu của công ty được định giá ở mức giá **42.575 VNĐ/ cổ phiếu**.

TIÊU ĐIỂM

- **Doanh thu tăng trưởng mạnh qua các năm:** Trong các năm vừa qua doanh thu của PVS có sự tăng trưởng mạnh mẽ từ các mảng kinh doanh chính. Trong đó tăng trưởng mạnh mẽ nhất đến từ kinh doanh dịch vụ tàu chuyên dụng và cơ khí chế tạo. Hai mảng kinh doanh này chiếm 69% tổng cơ cấu doanh thu của PVS trong năm 2009 và tiếp tục tăng trưởng mạnh và ngày càng chiếm tỷ trọng cao hơn trong cơ cấu doanh thu. Doanh thu 1H/2010 tăng trưởng 76%, lợi nhuận sau thuế tăng trưởng 76% so với cùng kỳ năm 2009.
- **Đẩy mạnh dịch vụ mới:** Trong năm 2010, PVS tiếp tục triển khai các dịch vụ mới độc quyền trong nước như dịch vụ cung cấp tàu thăm dò địa chất 2D nhằm cung cấp dịch vụ khảo sát địa chất công trình, khảo sát sửa chữa công trình ngầm, cung cấp dịch vụ đầu nổi công trình trên biển, vận hành công trình dầu khí,...
- **Vị thế công ty độc quyền trong ngành:** Các dịch vụ PVS cung cấp hiện nay hầu hết đều đang là dịch vụ độc quyền cũng như là nhà cung cấp chi phối thị trường trong ngành dầu khí như dịch vụ tàu chuyên dụng, cung cấp tàu khảo sát địa chấn, cung cấp nhân lực vận hành, khai thác dầu khí, cung cấp tàu FSO/FPSO, cơ khí chế tạo,...
- **Tình hình tài chính ổn định, tuy nhiên tỉ lệ nợ vay cao:** Các chỉ số tài chính của PVS đều ở mức tốt, lượng tiền mặt lớn với trên 2.095 tỉ đồng. Tuy nhiên lượng tiền vay của PVS cũng rất lớn với tổng nợ ngắn hạn và dài hạn là 5.334 tỉ đồng.
- **Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PVS vào khoảng 42.575 VNĐ/ cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng 4 phương pháp định giá chính (FCFE, FCFF, P/E, P/B). Mức giá trên tương đương với mức P/E dự kiến khoảng 9,57 lần năm 2010. Mức P/E này là tương đối thấp so với các doanh nghiệp cung cấp dịch vụ Dầu khí ở khu vực Đông Nam Á đang ở mức khoảng 16 lần.

KHUYẾN NGHỊ: GIỮ

Giá kỳ vọng:	42.575
Giá giao dịch:	27.600
Cao nhất 52 tuần:	42.600
Thấp nhất 52 tuần:	23.000

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HOSE
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP:	200.000.000
Giá trị thị trường (tỷ VNĐ):	5.944
EPS 2009 (VNĐ)	2.885

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	58,69%
PVFC	12,00%
Cổ đông khác	29,31%

MỘT SỐ CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

	2007	2008	YoY	2009	YoY	1H/2010	HoH
Doanh thu thuần (tr đồng)	5.775.687	8.671.262	50,1%	10.679.746	23,1%	7.570.076	17,5%
Lợi nhuận gộp (tr đồng)	544.948	880.985	61,7%	1.013.578	15,1%	402.397	-24,5%
Lợi nhuận sau thuế (tr đồng)	319.143	537.219	68,3%	576.914	6,9%	397.803	99,5%
Vốn chủ sở hữu (tr đồng)	1.000.000	1.750.000	75%	2.000.000	14,0%	2.000.000	0%
ROA	6,63%	6,73%	1%	4,63%	-31%	5,94%	96,1%
ROE	27,05%	23,10%	-14%	16,31%	-29%	19,99%	114%
EPS (VNĐ)	3.191	3.070	-3%	2.885	-6%	1.989	6%

LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO PVS

Nắm chi phối thị trường dịch vụ tàu chuyên dụng ngành dầu khí: PVS là đơn vị duy nhất thuộc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam thực hiện việc cung cấp các tàu chuyên dụng phục vụ công tác khoan, thăm dò, khai thác dầu khí cũng như các dịch vụ cung cấp nhân lực bảo dưỡng, sửa chữa, vận hành các giàn khai thác dầu khí, đơn vị duy nhất cung cấp tàu chuyên dụng thăm dò địa chất, khảo sát địa chất công trình ngầm,...

Tổng công ty là tổng thầu EPC lớn: PVS cũng đã trúng thầu nhiều công trình xây lắp và cơ khí lớn như dự án chế tạo giàn khai thác Chim Sáo, EPC nhà máy điện Long Phú 1, EPC nhà máy sản xuất nhiên liệu sinh học Dung Quất,...

Hợp đồng thuê dài hạn: Các tàu của PVS hầu hết được thuê dài hạn với thời gian dài từ 5-15 năm, đặc biệt các tàu FSO/FPSO được thuê hầu như đến hết thời gian khấu hao của tàu. Điều này tạo điều kiện thuận lợi cho PVS thu hồi vốn đầu tư trong thời gian ngắn và giảm áp lực về khấu hao cho PVS trong dài hạn do PVS cũng áp dụng hình thức khấu hao nhanh cho các trang thiết bị.

RỦI RO ĐẦU TƯ

Rủi ro kinh doanh: Việt Nam là nước có trữ lượng dầu mỏ vào loại trung bình trong khu vực. Vì vậy, rủi ro đặt ra cho PVS khi việc khai thác trong nước của PVN suy giảm do trữ lượng dầu giảm sẽ tác động mạnh tới các hợp đồng cho thuê tàu của PVS hiện nay. Thêm vào đó từ năm 2012, các doanh nghiệp 100% vốn nước ngoài được tự do cung cấp các dịch vụ về dầu khí tại Việt Nam dẫn tới áp lực cạnh tranh từ các chủ tàu nước ngoài xâm nhập vào thị trường Việt Nam bằng giá cả cạnh tranh hơn so với PVS.

Rủi ro về tài chính: Hiện nay, PVS đang vay ngắn hạn và dài hạn tới gần 5.000 tỉ đồng và chủ yếu là vay bằng ngoại tệ với giá trị gần 200 triệu USD. Vì vậy, áp lực về tỉ giá sẽ tác động mạnh tới hoạt động tài chính của PVS cũng như áp lực trả nợ vay hàng năm đối với các tàu mới mua.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVS

Hoạt động kinh doanh hiện nay của PVS gồm một số hoạt động chính bao gồm: Dịch vụ cung cấp tàu chuyên dụng, tàu khảo sát địa chất, tàu FSO/FPSO, dịch vụ căn cứ cảng, dịch vụ O&M, dịch vụ cơ khí chế tạo và một số dịch vụ khác. Trong đó, hầu hết các dịch vụ hiện nay PVS đang cung cấp đều có lợi thế lớn về sự độc quyền, về thị phần chi phối dịch vụ.

1. Hoạt động cung cấp dịch vụ tàu chuyên dụng

Hoạt động cung cấp tàu chuyên dụng của PVS bao gồm các loại tàu như tàu dịch vụ dầu khí đa năng (ATSH), tàu định vị động học (DP1&DP2), tàu kéo, tàu bảo vệ, tàu vận chuyển, tàu khảo sát địa chất, tàu FSO/FPSO,... dịch vụ tàu chuyên dụng đóng góp giá trị lớn vào tổng doanh thu, lợi nhuận của PVS trong thời gian vừa qua.

1.1. Dịch vụ cung cấp tàu chuyên dụng

Hiện nay, PVS đang sở hữu 20 tàu chuyên dụng phục vụ các công tác thăm dò, khai thác dầu khí. Các tàu này gồm các tàu dịch vụ dầu khí đa năng, tàu định vị động học, tàu cứu nạn trên biển, tàu chữa cháy, xà lan phục vụ sinh hoạt trên biển,...

Bảng 1: Danh sách tàu của PVS

Loại tàu	Tên tàu	Mã lực
AHTS	Bình An	10.000
AHTS	PTSC Vũng Tàu	7.200
AHTS	Thanh Long	7.200
AHTS	SAPA	7.040
AHTS	An Bang	7.040
AHTS	An Phong	7.040
AHTS	Phong Lan	5.300
AHTS	Thăng Long	7.181
AHTS DP1	Phong Nha	5.300
AHTS DP1	PTSC Hải Phòng	5.200
AHTS DP2	PTSC Thái Bình	8.000
AHTS DP2	Bình Minh	5.506
FI/FI	Hoa Mai 93	5.200
UTILITY	Dầu khí 106	2.400
UTILITY	Dầu khí 101	1.600
UTILITY	Dầu khí 104	1.700
UTILITY	Dầu khí 105	1.600
	PTSC 01	5.000
	PTSC 02	3.500
	PTSC 03	4.750

Nguồn: PVS

Trong năm 2010, PVS đã đưa vào một số tàu mới như tàu PTSC Thăng Long mua 19 triệu USD, xà lan không tự hành trị giá 30 triệu USD và PTSC vẫn đang tiếp tục tự đóng mới thêm 2 tàu PTSC 02 và PTSC 03, đưa vào vận hành tàu FSO 05.

Bảng 2: Thống kê tàu theo chủng loại (chiếc)

Số lượng tàu chuyên dụng	12/2007	12/2008	12/2009	6/2010	12/2010
AHTS >7.000 HP&DP	3	3	5	6	6
AHTS <7.000 HP&DP	5	6	9	9	10
Fire Fight (FI-FI)	1	1	1	1	1
Utility	4	4	4	4	4
Tàu PVS chủ sở hữu	13	14	19	20	21
Tàu PVS thuê ngoài	26	36	40	40	40
Tổng số	39	50	59	60	61

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Bảng 3: Thống kê giá cho thuê tàu/ngày (USD)

Giá cho thuê/ngày (US\$)	2007	2008	2009
AHTS >7.000 HP&DP	16.017	20.609	18.548
AHTS <7.000 HP&DP	6.748	8.683	7.815
Fire Fight (FI-FI)	3.215	4.136	3.723
Utility	3.609	4.643	4.179
Tàu PVS chủ sở hữu	7.649	9.759	8.719
Hiệu suất thuê tàu	-	82,0%	91,0%
Tàu PVS thuê ngoài	11.284	14.510	13.059
Hiệu suất thuê tàu	-	91,1%	92,6%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Giá cho thuê tàu chuyên dụng của PVS năm 2009 giảm mạnh so với năm 2008 và tăng nhẹ so với năm 2007. Hiện nay, số lượng tàu cho thuê của PVS chiếm từ 85-90% tổng thị trường cho thuê tàu chuyên dụng tại Việt Nam. Đối thủ còn lại là Vietsovpetro có đội tàu chuyên dụng phục vụ công tác thăm dò, khai thác dầu khí và chủ yếu phục vụ cho nội bộ Vietsovpetro. Các liên doanh, nhà thầu khai thác còn lại tại Việt Nam đều sử dụng dịch vụ tàu chuyên dụng của PVS. Trong đó số lượng tàu hiện tại của PVS sở hữu đáp ứng khoảng 35% tổng nhu cầu thuê tàu. Số còn lại PVS thuê từ các bên thứ ba nhằm phục vụ các hợp đồng thuê tàu.

Trong tương lai PVS tiếp tục tăng tỉ lệ sở hữu đội tàu của mình và giảm đội tàu thuê ngoài nhằm chủ động được chất lượng dịch vụ, tận dụng được cơ hội giá mua tàu xuống thấp như trong năm 2008-2010 nhằm mua được tàu giá cả phải chăng, dự kiến đến 2015 đội tàu của PVS tăng lên 50 tàu.

Bảng 4: Đội tàu chuyên dụng trong tương lai của PVS

Số lượng tàu chuyên dụng	2010	2011	2012	2013	2014	2015
AHTS >7.000 HP&DP	6	8	11	13	15	16
AHTS <7.000 HP&DP	10	12	14	17	20	24
Fire Fight (FI-FI)	1	2	2	3	3	4
Utility	4	4	5	5	6	6
Tàu PVS chủ sở hữu	21	26	32	38	44	50
Tàu PVS thuê ngoài	40	39	38	37	36	35
Tổng số	61	65	70	75	80	85

Nguồn: PSI dự báo

1.2. Dịch vụ tàu khảo sát địa chất công trình, khảo sát sửa chữa công trình ngầm

Ngoài đội tàu AHTS truyền thống cung cấp các dịch vụ khoan, thăm dò. Hiện nay, PVS đã phát triển mạnh đội tàu khảo sát địa chất công trình, khảo sát sửa chữa công trình ngầm với doanh thu năm 2009 ước đạt 8 triệu USD. Đội tàu này đang là đội tàu duy nhất của Việt Nam tham gia vào quá trình khảo sát địa chất trên biển. Hiện nay mới có tàu khảo sát 2D PTSC Bình Minh của PVS là tàu duy nhất trong nước đang hoạt động, còn lại đều phải thuê từ bên thứ 3 để thực hiện dịch vụ.

Dự kiến trong năm 2010-2011, PVS sẽ đầu tư thêm tàu khoan thăm dò mẫu PTS Survival phục vụ cho quá trình khoan, thăm dò của PVEP.

Các hợp đồng cung cấp tàu dịch vụ phần lớn là hợp đồng có thời gian dài, giá thuê tính bằng USD/ngày nên đảm bảo chênh lệch tỉ giá do việc PVS phải thuê tàu bằng đô la mỹ sẽ không ảnh hưởng đến hoạt động kinh doanh nội bộ của PVS.

1.3. Dịch vụ cung cấp tàu FSO/FPSO

Hiện nay đội tàu FSO/FPSO của PVS đang có 5 tàu trong số 13 tàu đang hoạt động tại Việt Nam. Trong số 5 tàu hiện có của PVS thì có 1 tàu sẽ thanh lý trong năm 2010 do đã dừng hoạt động. Từ cuối năm 2010, đội tàu FSO/FPSO của PVS còn 4 tàu và trong tương lai PVS sẽ tiếp tục tăng cường việc đóng mới và mua mới tàu PVS nhằm nâng tổng số tàu lên 9 tàu vào năm 2015 và dự kiến chiếm lĩnh phần lớn thị trường cung cấp tàu FSO/FPSO tại Việt Nam. Đội tàu hiện nay của PVS gồm 7 tàu trong đó sở hữu và đồng sở hữu 5 tàu, tham gia điều hành 2 tàu là FSO Rong Doi MV12, FPSO Cuu Long MV9 chiếm khoảng 53% thị phần tại Việt Nam. Trong đó các đối thủ chính của PVS là Modec Management, PVT, và Tanker pacific. Đội tàu của Vietsovpetro chủ yếu phục vụ cho nội bộ của liên doanh. Trên thế giới hiện nay tổng số có 184 tàu FSO/FPSO hoạt động trên các mỏ khai thác. Dự kiến cuối năm 2011 sẽ có thêm tàu FSO Chim Sáo đi vào hoạt động và sở hữu bởi liên doanh trong đó có PVT tham gia.

Bảng 5: Các tàu FSO/FPSO đang hoạt động tại Việt Nam

Tên tàu	Loại tàu	Chủ sở hữu	Địa điểm hoạt động
FPSO Ruby Princess	FPSO	PVS	Petronas / 01\$02
FSO5	FSO	PVS	White Tiger
FPSO Ruby II	FPSO	PVS/MISC	Ruby
FSO MV12	FSO	PVS/Modec Management	KNOC/11.2
FSO Orkid	FSO	PVS	PM3 CAA
FPSO Thái Bình	FPSO	Cuu Long JOC	Cuu Long JOC /15.1
FSO Queen Way	FSO	Tanker Pacific	Cuu Long JOC /15.1
FSO Kamiri	FSO	PV Trans	Dai Hung 05/1A
FSO Chí Linh	FSO	VietsovPetro	WhiteTiger 09/1
FSO Bavi	FSO	VietsovPetro	WhiteTiger 09/1
FSO Vietsovpetro 01	FSO	VietsovPetro	WhiteTiger 09/1
FPSO Song Doc Pride MV19	FPSO	Modec Management	Truong Son JOC/46.2
FSO Rang Dong MV17	FSO	Modec Management	JVPC/15.2

Nguồn: PSI tổng hợp

Bảng 6: Các tàu FSO/FPSO PVS đang sở hữu và đồng sở hữu

Tên	Xử lý/tàng trữ (thùng dầu)	Sở hữu	Hoạt động	Đối tác thuê tàu	DWT	Giá thuê USD/day
FPSO Ruby Princess	Xử lý 35.000/ chứa 1.000.000	75%	2002	Petronas Carigali Vietnam (PCV)	141.000	38.197
FSO5	Chứa 1,000,000	100%	3/2010	Vietsovpetro	174.000	165.000
FPSO Ruby II	Xử lý 45.000 Chứa 600.000	60%	9/2009	Petronas Carigali Vietnam (PCV)	100.047	105.000
FSO MV12	Chứa 360,000	33%	2006	KNOOC		42.000
FSO Orkid	Chứa 740,000	49%	3/2009	Talisman Energy	175.000	84.100

Nguồn: PSI tổng hợp

Tàu FPSO Ruby Princess: Được PVFC mua về năm 1992 và nguyên bản trước đây là 1 tàu

chở dầu được đóng năm 1975 và được hoán cải thành tàu FPSO năm 1988. Tàu có khả năng xử lý 35.000 thùng dầu/ngày và có sức chứa lên tới 1.000.000 thùng dầu. Mức giá thuê của FPSO Ruby Princess vào khoảng 38.197 USD/ngày. Hiệu suất sử dụng tàu năm 2010 khoảng 30%, tháng 6/2010 hợp đồng liên doanh tàu sẽ hết hiệu lực và chờ thanh lý trong năm 2010.

Tàu FSO 05: Tàu được Vinashin bàn giao vào tháng 3/2010, đây là tàu có trọng tải lớn nhất từ trước tới nay đóng tại Việt Nam. Tuy nhiên tàu đã bị chậm tiến độ đóng tới hơn 2 năm. FSO 05 có sức chứa 1.000.000 thùng và cung cấp cho mỏ Sư Tử Trắng của Vietsovpetro với thời gian sử dụng 15 năm liên không phải sửa chữa lớn. Dự kiến hiệu suất sử dụng của tàu FSO 05 năm 2010 đạt 25% và từ năm 2011 đạt 100%.

Tàu FPSO Ruby II: Tàu được hoán cải từ tàu chở dầu dạng Aframax và được đóng tại Singapore với tổng chi phí hơn 300 triệu USD. Tàu được cung cấp cho khách hàng là Petronas Carigali Vietnam (PCV) để khai thác tại mỏ Hồng Ngọc (Ruby). Tàu có thể vận hành 8 năm liên tiếp không phải sửa chữa lớn. Tàu đi vào hoạt động từ tháng 9/2009. Tàu FPSO Ruby II có khả năng xử lý 45.000 thùng dầu/ngày và khả năng chứa 600.000 thùng.

Tàu FSO MV12: Tàu đi vào hoạt động từ năm 2006 và đang cung cấp dịch vụ cho Petronas Carigali Vietnam. PVS chiếm 33% trong liên doanh quản lý khai thác tàu MV12. Tàu có khả năng chứa 360.000 thùng. Hiện nay, hiệu suất hoạt động của tàu đạt 100%.

Tàu FSO Orkid: Tàu FSO Orkid mới đi vào hoạt động năm 2009, tàu được hoán cải từ tàu chở dầu MT Orchid II tại cảng MMHE, Malaysia và được hoạt động tại khu vực mỏ PM3 CAA thuộc khu vực chồng lấn giữa Malaysia – Việt Nam. Tàu có sức chứa 740.000 thùng dầu và hoạt động trong 15 năm liên tiếp không phải sửa chữa lớn. Tàu cũng đang hoạt động với công suất tối đa 100%.

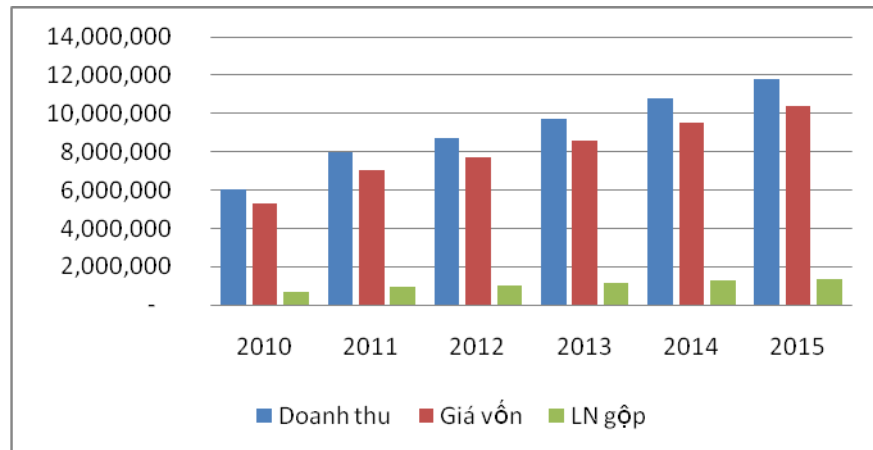
Các hoạt động cung cấp dịch vụ tàu chuyên dụng của PVS hiện nay đều chiếm lĩnh thị phần chi phối tại Việt Nam. Đặc biệt có một số nghiệp vụ còn là độc quyền trên thị trường cung cấp dịch vụ. Chúng tôi đánh giá cao lợi thế này trong hoạt động kinh doanh của PVS. Tuy nhiên sản lượng khai thác dầu khí của Việt Nam đang sắp tới ngưỡng đỉnh nên chúng tôi tính toán quá trình đóng mới tàu của PVS phục vụ hoạt động khai thác trong nước sẽ dần hạn chế và sẽ phải hướng ra các nước trong khu vực và cạnh tranh đấu thầu quốc tế trong tương lai gần.

Biểu 7: Bảng dự báo doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động cung cấp dịch vụ tàu chuyên dụng

Tàu chuyên dụng	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	6.045.359	7.999.432	8.722.201	9.745.343	10.793.212	11.786.313
Giá vốn	5.440.824	7.199.489	7.849.981	8.722.082	9.605.959	10.454.460
LN gộp	604.536	799.943	872.220	1.023.261	1.187.253	1.331.853
Tăng trưởng DN	42,2%	32,3%	9,0%	11,7%	10,8%	9,2%
Giá vốn/DT	90,0%	90,0%	90,0%	98,5%	89,0%	88,7%
LN gộp/DT	10,0%	10,0%	10,0%	10,5%	11,0%	11,3%

Nguồn: PSI dự báo

Biểu đồ 1: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động



Nguồn: PSI dự báo

2. Hoạt động kinh doanh cảng biển, dịch vụ hậu cần dầu khí

Hiện nay, PVS đang quản lý vận hành 6 cảng biển lớn chuyên phục vụ hoạt động thăm dò, khai thác dầu khí tại Việt Nam. Hệ thống cảng trải dài tại các khu vực trọng điểm khai thác dầu khí như tại Miền Nam, Miền Trung và Miền Bắc.

Biểu 8: Danh sách các cảng PVS đang sở hữu và vận hành

Tên cảng	Sở hữu	Diện tích (ha)	Hoạt động	Cầu cảng (m)	Kho (m2)
Vũng Tàu	100%	81,5	1986	750	17.000
Phú Mỹ	100%	25,6	2005	385	95.600
Dung Quất	100%	15,0	2007	210	-
Đình Vũ	52%	13,9	2009	250	-
Hòn La	100%	8,8	2009	100	-
Nghi Sơn	100%	9,8	2009	165 & 225	-

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Cảng quan trọng nhất trong hệ thống cảng dịch vụ dầu khí của PVS là cảng hạ lưu Vũng Tàu với diện tích 81,5ha với chiều dài cầu cảng 750 m, trọng tải tàu lên tới 15.000 tấn. Cảng có hệ thống kho bãi với diện tích 17.000 m2. Cảng Phú Mỹ chủ yếu phục vụ nhu cầu vận chuyển phân đạm, hóa chất tại khu công nghiệp Phú Mỹ với chiều dài cầu cảng 385 m, kho chứa rộng 95.600 m2 và có thể tiếp nhận tàu trọng tải 50.000 tấn. Cảng dịch vụ Dầu khí Đình Vũ phục vụ khai thác dầu khí khu vực vịnh Bắc Bộ với diện tích 13,9 ha, chiều dài cầu cảng 250 m và có thể tiếp nhận tàu có trọng tải lên tới 20.000 tấn. Cảng dịch vụ dầu khí Dung Quất chủ yếu phục vụ cho nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất với diện tích 15 ha, chiều dài cầu cảng đạt 210 m và có thể tiếp nhận tàu có trọng tải 20.000 tấn. Hai cảng Hòn La – Quảng Bình và Nghi Sơn – Thanh Hóa PVS mới tiếp nhận về và đang bước đầu vận hành. Cảng Hòn La có diện tích 8,8 ha, chiều dài cầu cảng 100 m và đang mở rộng lên 215 m có thể chứa được tàu có trọng tải 10.000 tấn. Cảng Nghi Sơn – Thanh Hóa có diện tích 9,8 ha, có 2 cầu cảng với chiều dài lần lượt là 165 m và 225 m với trọng tải tàu tối đa có thể tiếp nhận là 10.000 tấn và 30.000 tấn.

Hoạt động kinh doanh dịch vụ cảng có mức biên lợi nhuận lớn nhất trong các hoạt

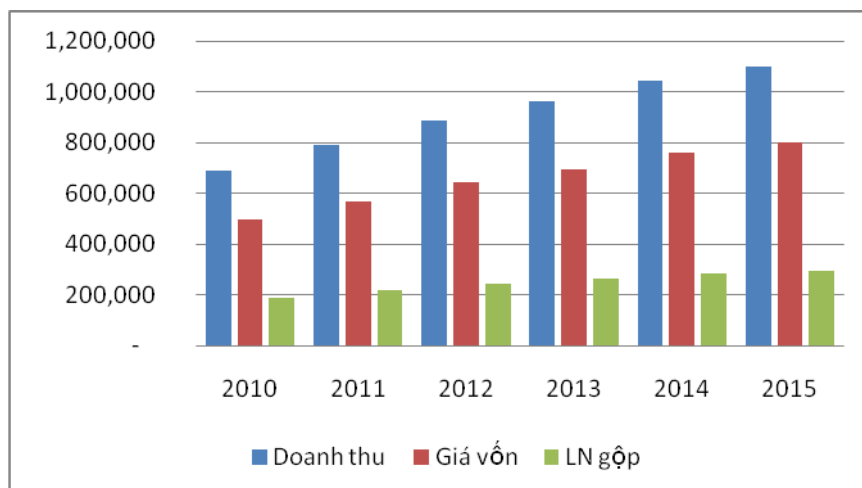
động kinh doanh của PVS. Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động trong thời gian 2005-2009 đạt mức 28,96%. Hoạt động kinh doanh dịch vụ cảng tương đối ổn định nhờ thị phần của PVS chiếm chi phối thị trường, trừ cảng của Vietsovpetro phục vụ nội bộ, còn lại các cảng dịch vụ dầu khí đều do PVS làm chủ đầu tư và quản lý khai thác.

Biểu 9: Doanh thu hoạt động kinh doanh cảng (tỷ đồng)

Doanh thu	2007	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Vũng Tàu	325,3	315,8	320	352	359	366	374	381	389
Phú Mỹ	14	14	70	91	92,8	94,7	96,6	100	103
Dung Quất	90	29,7	89,1	98,	98	100	102	104	106
Đình Vũ	-	-	95,7	80,3	100	105	110	112	115
Hòn La	-	-	-	2	10	20	30	50	70
Nghi Sơn	-	-	-	5	20	50	70	100	100
Quản lý vận hành	4,6	189,6	44,1	100,2	150,6	200,5	230,5	253,2	275,3
Tổng cộng	433,9	549,1	618,9	725,5	832,4	938,3	1.014,6	1.102,3	1.160,1

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

Biểu đồ 2: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động dịch vụ cảng



Nguồn: PVS, PSI dự báo

Biểu 10: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cảng (tỷ đồng)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	728.510	832.410	938.390	1.014.654	1.102.305	1.160.147
Giá vốn	528.170	601.000	678.456	733.595	800.274	846.908
LN gộp	200.340	231.410	259.934	281.059	302.032	313.240
Tăng trưởng DN	17,7%	14,3%	12,7%	8,1%	8,6%	5,2%
Giá vốn/DT	72,5%	72,2%	72,3%	72,3%	72,6%	73,0%
LN gộp/DT	27,5%	27,8%	27,7%	27,7%	27,4%	27,0%

Nguồn: PVS, PSI dự báo

3. Hoạt động Cơ khí chế tạo

Hoạt động cơ khí chế tạo bao gồm các hoạt động sửa chữa, đóng mới các công trình nổi trên biển, tổng thầu EPC, EPCI các dự án trên biển và đất liền. Hoạt động cơ khí chế tạo của PVS đã có bước tăng trưởng mạnh mẽ nhờ các hợp đồng lớn đóng giàn khai thác, khối thượng tầng, chân đế giàn khai tác lớn tại các mỏ mới đi vào khai thác

tại Việt Nam cũng như các hợp đồng EPC lớn của nhà máy điện, nhà máy sản xuất nhiên liệu sinh học. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của hoạt động cơ khí chế tạo giai đoạn 2006-2009 đạt trung bình 148%/năm, trong đó năm 2009 doanh thu tăng trưởng 37,9%.

PVS chính là đơn vị lớn nhất tại Việt Nam hiện nay chuyên đóng mới các giàn khai thác cho các liên doanh khai thác dầu khí tại thềm lục địa Việt Nam. Một số dự án PVS đã đóng hoàn thành như chân đế giàn khai thác mỏ Chim Sáo, khối thượng tầng giàn khai thác mỏ Sư Tử Đen Đông Bắc, Hệ thống đường ống nội mỏ Đại Hùng,...

Biểu 11: Các dự án PVS đang triển khai xây lắp, chế tạo hiện có

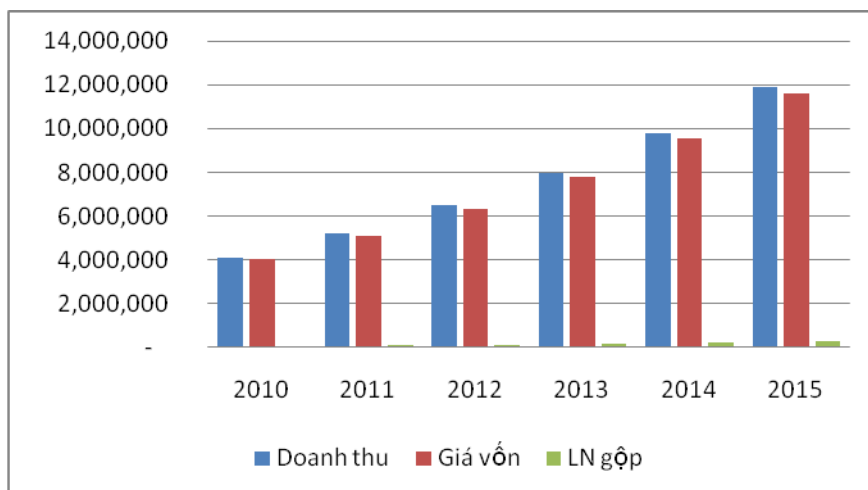
Hợp đồng	Giá trị (USD)	2009	2010	2011	2012	2013
Peal WHP	32.000.000	114,7				
Sư Tử Đen NE Platform	195.000.000	1.397,8	837,7			
Chim Sáo	240.000.000	1.505,3	1.793,1			
White Rhino	150.000.000	672,0	840,5	1.298,5		
Nhiệt điện Long Phú 1	600.000.000	-	448,3	2.885,6	4.110,1	4.248,6
Nhà máy sản xuất nhiên liệu sinh học (bio-ethanol) Dung Quất	60.000.000		500,0	700,0	-	
Topaz	40.000.000					
EPCI hệ thống ống nội mỏ Đại Hùng	57.000.000					
Khác						
Tổng	1.324.000.000	3.690	4.420	4.884	4.110,1	4.249

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Ngoài các dự án PVS đang triển khai hiện nay, chúng tôi đánh giá tiềm năng từ nay đến 2015 của PVS trong mảng dịch vụ cơ khí chế tạo, tổng thầu EPC, EPCI còn rất lớn bởi kế hoạch phát triển mở mới của PVN cũng như kế hoạch phát triển các nhà máy điện, nhiên liệu sinh học, các công trình kho chứa, bể chứa dầu khí còn rất lớn. Chúng tôi sẽ đánh giá các hợp đồng này trong phần đánh giá tiềm năng ngành dầu khí. Việc PVS đẩy mạnh hoạt động Tổng thầu EPC ra các lĩnh vực ngoài cơ khí chế tạo phương tiện nổi, các công trình trên biển như hoạt động EPC nhà máy điện Long Phú 1, nhà máy nhiên liệu sinh học Dung Quất,... nhằm giảm thiểu sự phụ thuộc mạnh mẽ vào các dự án trong ngành khí khi mà đỉnh khai thác của ngành dầu khí Việt Nam sắp qua.

Với triển vọng ngành rất tốt đến năm 2015, chúng tôi đưa ra một kế hoạch doanh thu, lợi nhuận của hoạt động cơ khí chế tạo một cách tương đối phù hợp với năng lực của PVS.

Biểu đồ 3: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động cơ khí chế tạo



Nguồn: PVS, PSI dự báo

Biểu 12: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cơ khí chế tạo

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	4.324.950	5.449.437	6.811.796	8.378.509	10.263.674	12.521.682
Giá vốn	4.251.426	5.345.898	6.668.749	8.194.182	10.027.609	12.208.640
LN gộp	73.524	103.539	143.048	184.327	236.065	313.042
Tăng trưởng DN	35,4%	26,0%	25,0%	23,0%	22,5%	22,0%
Giá vốn/DT	98,3%	98,1%	97,9%	97,8%	97,7%	97,5%
LN gộp/DT	1,7%	1,9%	2,1%	2,2%	2,3%	2,5%

Nguồn: PVS, PSI dự báo

4. Hoạt động kinh doanh dịch vụ vận hành, bảo dưỡng (O&M). vận chuyển, lắp đặt, đấu nối và tháo dỡ các công trình dầu khí

PVS bắt đầu cung cấp dịch vụ từ năm 2002. Hiện nay là đơn vị chiếm lĩnh thị phần chính ở Việt Nam trong việc cung cấp dịch vụ O&M trong ngành dầu khí. Các hoạt động bao gồm hoạt động vận hành giàn khai thác, giàn khoan, vận hành tàu chứa, hệ thống nội mỏ, vận chuyển các công trình nổi, lắp đặt, đấu nối, tháo dỡ các công trình nổi phục vụ hoạt động khoan, thăm dò, khai thác dầu khí tại Việt Nam.

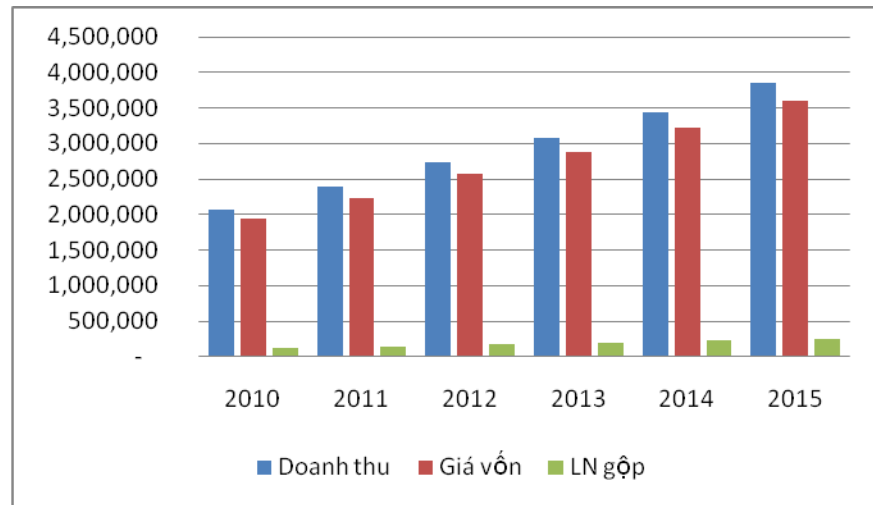
Dịch vụ O&M cũng có bước phát triển nhanh chóng và mạnh mẽ. Năm 2005 doanh thu hoạt động mới đạt 16,2 tỉ đồng, năm 2006 đạt 35,6 tỉ đồng. Nhưng đến năm 2009, doanh thu hoạt động O&M đã tăng lên mức 1.804 tỉ đồng. Có thể thấy tốc độ tăng trưởng doanh thu giai đoạn 2005-2010 trung bình lên tới 496%/năm. Trong năm 2009, doanh thu hoạt động O&M tăng trưởng 15,6%.

Một số dự án lớn trong hoạt động O&M PVS đang cung cấp cho các đơn vị như dự án: EPCI kết nối ngầm hệ thống đường ống mềm nội mỏ” thuộc dự án phát triển mỏ Đại Hùng do PVEP Đại Hùng trực tiếp quản lý, tổng giá trị hợp đồng 57 triệu USD, hợp đồng cung cấp dịch vụ vận hành và bảo dưỡng tàu xử lý, chứa, xuất dầu thô với Công ty Liên doanh và điều hành chung Cửu Long,...

Hoạt động cung cấp dịch vụ O&M của PVS đang phát triển rất tốt với hàng loạt dự án được ký kết. Với độ ngũ nhân sự được đào tạo bài bản về việc vận hành, xử lý các thiết bị dầu khí, cung cấp nhân lực cho hoạt động khai thác, vận hành thuê các giàn

khai thác cho các nhà thầu sẽ ngày càng phát triển khi mà tính chuyên môn hóa ngày càng cao. Chúng tôi dự báo doanh thu, lợi nhuận hoạt động O&M của PVS như sau:

Biểu đồ 4: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động O&M



Nguồn: PVS, PSI dự báo

Biểu 13: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh O&M

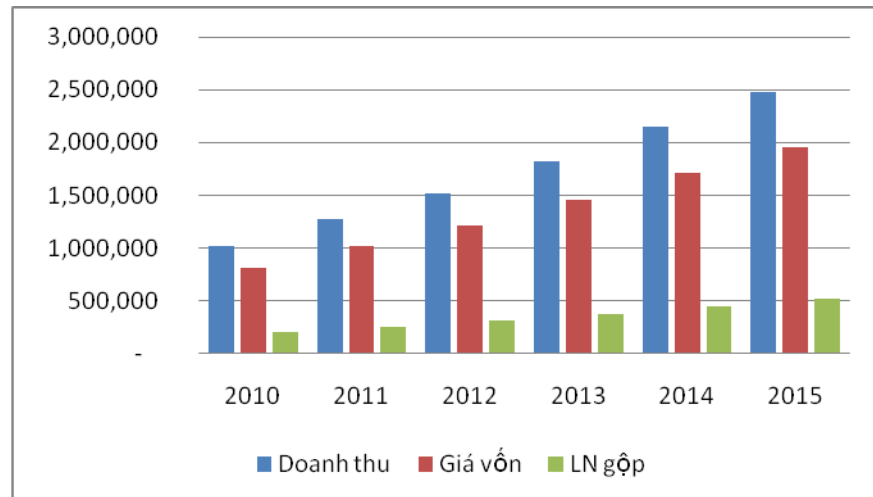
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	2.074.685	2.385.888	2.743.771	3.073.024	3.441.786	3.854.801
Giá vốn	1.948.129	2.237.963	2.570.913	2.876.350	3.218.070	3.600.384
LN gộp	126.556	147.925	172.858	196.674	223.716	254.417
Tăng trưởng DN	15%	15%	15%	12%	12%	12%
Giá vốn/DT	93,9%	93,8%	93,7%	93,6%	93,5%	93,4%
LN gộp/DT	6,1%	6,2%	6,3%	6,4%	6,5%	6,6%

Nguồn: PVS, PSI dự báo

5. Hoạt động kinh doanh khác

Các hoạt động kinh doanh khác của PVS bao gồm: Quản lý, kinh doanh khách sạn (Khách sạn PTSC Vũng Tàu và PDC), hoạt động thương mại, đại lý tàu biển, dịch vụ dự án và các dịch vụ khác. Các hoạt động này cũng đóng góp rất lớn vào tổng doanh thu của PVS trong thời gian qua. Đặc biệt là hoạt động thương mại, cung cấp thiết bị dầu khí cho các đơn vị trong ngành. Trong giai đoạn trước đây, PVS còn kinh doanh nhiên liệu và nước khoáng nhưng năm 2009 các đơn vị này chuyển về PV OIL nên doanh thu mảng kinh doanh nhiên liệu đã bị loại khỏi doanh thu của PVS. Tuy nhiên năm 2009 quá trình sắp xếp lại doanh nghiệp nên một số bộ phận của PVS như thương mại, sản xuất kinh doanh nước khoáng đã chuyển giao cho PV OIL và PET.

Biểu đồ 5: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh khác



Nguồn: PVS, PSI dự báo

Biểu 14: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh khác

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	1.014.931	1.268.664	1.522.397	1.826.876	2.155.714	2.479.071
Giá vốn	811.945	1.017.469	1.214.873	1.452.367	1.707.325	1.958.466
LN gộp	202.986	251.195	307.524	374.510	448.389	520.605
Tăng trưởng DN	25%	25%	20%	20%	18%	15%
Giá vốn/DT	80,0%	80,2%	79,8%	79,5%	79,2%	79,0%
LN gộp/DT	20,0%	19,8%	20,2%	20,5%	20,8%	21,0%

Nguồn: PVS, PSI dự báo

Đánh giá tiềm năng ngành dầu khí và dịch vụ PVS cung cấp

Với các dự án mở rộng khai thác dầu tại các mỏ mới trong giai đoạn 2010-2014 tạo điều kiện cho PVS phát triển dịch vụ cơ khí chế tạo, dịch vụ vận hành, khai thác mỏ, cung cấp tàu chuyên dùng, tàu FSO/FPSO, dịch vụ tàu định vị động học DP2,...

Biểu 15: Các dự án thăm dò, khai thác, đầu tư mới của PVN đến 2014

STT	Dự án	Giá trị (tr USD)	Tiến độ triển khai
Dự án mở rộng khai thác dầu, khí			
1	Mỏ Chim Sáo, Lan Đỏ, Diamond, Hải Sư Đen/Hải Sư Trắng, Tê Giác Trắng		Năm 2011
2	Mỏ Hoa Mai, Sư Tử Trắng, Hải Thạch – Mộc Tinh,		Năm 2012
3	Mỏ Sư Tử Nâu, Thăng Long, Kim Long, Cá Voi, Ác Quỷ,		Năm 2013
4	Mỏ Đông Đô, Thiên Ứng		Năm 2014
5	Đường ống dẫn khí Lô B – Ô Môn	1.000	Triển khai 2009-2011
6	Đường ống dẫn khí Nam Côn Sơn 2		Hoạt động năm 2014
7	Đường ống kết nối Đông – Tây Nam Bộ		
Dự án hóa dầu, chế biến, xử lý dầu, nhiên liệu sinh học		25.008,2	
1	Nhà máy lọc dầu Dung Quất	3.053	Xong giai đoạn 1, đang triển khai các công trình phụ trợ còn lại
2	Nhà máy lọc dầu Dung Quất mở rộng	1.159	Triển khai trong thời gian từ 2011-

			2016
3	Nhà máy lọc dầu Long Sơn (NM lọc dầu số 3)	7.000–8.000	Hoàn thành từ 2016 - 2020
4	Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NM lọc dầu số 2)	6.000	Triển khai từ 2008-2014
5	Nhà máy Đạm Cà Mau	900,2	Triển khai được 50% khối lượng xây lắp, dự kiến 2012 đi vào hoạt động
6	Kho chứa dầu ngầm Dung Quất	340	Đã hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
7	Kho chứa dầu ngầm Long Sơn	310	Đang trình thiết kế 1/500, triển khai từ 2009-2015
8	Kho chứa dầu ngầm Nghi Sơn	300	Hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
9	Kho chứa dầu ngầm Vũng Đô	400	Hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
10	Nhà máy nhiên liệu sinh học Phú Thọ	60	Triển khai 2009-2012
11	Nhà máy sơ xối Polyeste Đình Vũ – Hải Phòng	325	Triển khai 2009-2012
12	Nhà máy nhiên liệu sinh học Quảng Ngãi	80	Triển khai 2009-2012
13	Nhà máy nhiên liệu sinh học Bình Phước	81	Triển khai 2010-2012
14	Tổ hợp hóa dầu Miền Nam	4.000	Triển khai từ 2009-2014, tại KCN Long Sơn – Vũng Tàu
15	Kho nổi FSO cho Biển Đông POC	350	Triển khai 2010-2012
Dự án Điện		10.808	
1	Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2	700	Triển khai từ 2009-2011
2	Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1	1.588	Khởi công tháng 6/2009
3	Nhà máy nhiệt điện Quảng Trạch 1 – Quảng Bình	1.500	Khởi công năm 2011
4	Nhà máy thủy điện Luang Prabang	1.800	Khởi công năm 2011
5	Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2	1.669	Khởi công năm 2010
6	Nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 – Sóc Trăng	1.463	Khởi công năm 2010
7	Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1	1708	Khởi công năm 2011
8	Nhà máy thủy điện Hòa Na	230	Khởi công 3/2008
9	Nhà máy thủy điện Đakdring	150	Khởi công năm 2010
10	Nhà máy phong điện Phú Quý		Khởi công năm 2010

Nguồn: PSI tổng hợp

Một số mỏ chuẩn bị khai thác PVS đã ký được các hợp đồng lớn cung cấp chân đế giàn khai thác, khối thượng tầng như dự án chân đế giàn khai thác mỏ Chim Sáo nặng 4.000 tấn, khối thượng tầng giàn khai thác mỏ Sư Tử Đen Đông Bắc,... tiếp theo các dự án chế tạo này, PVS có thể sẽ có được các dự án lớn chế tạo các giàn khai thác mới khi các mỏ mới được đưa vào khai thác trong giai đoạn 2010-2014.

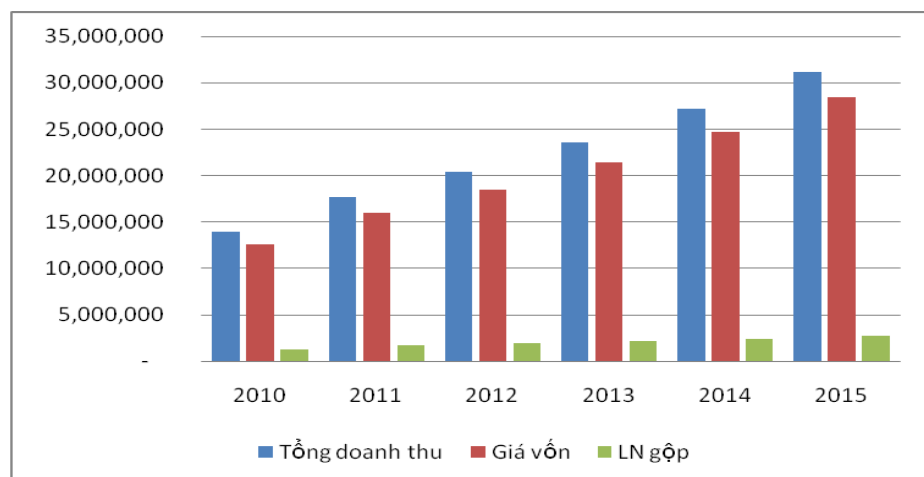
Ngoài việc chế tạo các giàn khai thác, PVS còn tiếp tục đẩy mạnh việc chế tạo các tàu chuyên dụng như PTSC 02, PTSC 03, các sàn lan chứa người, Tàu FSO/FPSO,... nhằm phục vụ hoạt động khai thác tại các mỏ, cũng như tăng sở hữu đội đầu dịch vụ chuyên dụng dầu khí. Các dự án về các công trình kho nổi chứa dầu, công trình nhà máy điện cũng là các dự án đầy tiềm năng cho hoạt động EPC, EPCI của PVS trong tương lai khi mà PVS đã ký được 2 hợp đồng làm tổng thầu EPC tại nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 và nhà máy nhiên liệu sinh học Dung Quất.

Việc triển khai 3 nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất, Nghi Sơn và Long Sơn cũng giúp cho PVS mở rộng hoạt động của các cảng dịch vụ dầu khí tại Nghi Sơn, Dung Quất, Vũng Tàu đặc biệt ở mạng dịch vụ căn quản lý vận hành, cho thuê tàu lai dắt các tàu chở dầu vào cảng,...

Tổng hợp doanh thu, lợi nhuận của PVS

Với các dịch vụ PVS cung cấp chúng tôi đánh giá doanh thu của PVS năm 2010 vào khoảng 13.941 tỉ đồng, lợi nhuận gộp vào khoảng 1.302 tỉ đồng, doanh thu năm 2010 tăng trưởng ước đạt 30,5%, lợi nhuận gộp tăng trưởng khoảng 28,5%. Tốc độ tăng trưởng này đến chủ yếu từ việc doanh thu hoạt động cho thuê tàu chuyên dụng và cơ khí chế tạo tăng mạnh. Hoạt động kinh doanh tàu chuyên dụng năm 2010 đã tăng thêm 3 tàu, đặc biệt tàu FSO 05 đã đi vào hoạt động và được Vietsovpetro thuê với giá 165.000 USD/ngày sẽ đóng góp đáng kể vào doanh thu, lợi nhuận của PVS trong năm nay. Thêm vào đó hàng loạt dự án cơ khí chế tạo mới hoàn thành như hạ thủy chân đế cho mỏ Chim Sáo có giá trị 150 triệu USD,....

Biểu đồ 6: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của hoạt động kinh doanh khác



Nguồn: PVS, PSI dự báo

Biểu 15: Tổng hợp hoạt động kinh doanh của PVS trong tương lai

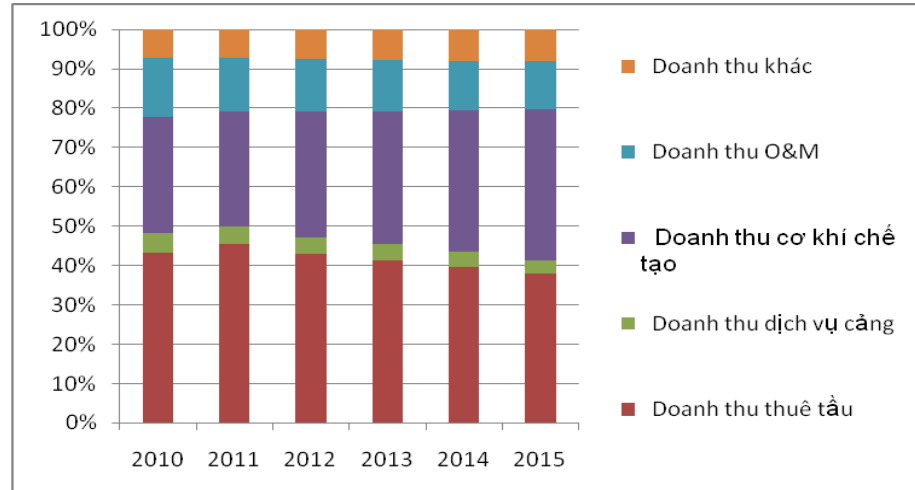
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Doanh thu	14,188,436	17,935,831	20,738,555	24,038,406	27,756,692	31,802,015
Doanh thu thuê tàu	6,045,359	7,999,432	8,722,201	9,745,343	10,793,212	11,786,313
Doanh thu dịch vụ cảng	728,510	832,410	938,390	1,014,654	1,102,305	1,160,147
Doanh thu cơ khí chế tạo	4,324,950	5,449,437	6,811,796	8,378,509	10,263,674	12,521,682
Doanh thu O&M	2,074,685	2,385,888	2,743,771	3,073,024	3,441,786	3,854,801
Doanh thu khác	1,014,931	1,268,664	1,522,397	1,826,876	2,155,714	2,479,071
Giá vốn	12.980.493	16.401.818	18.982.972	21.978.576	25.359.238	29.068.858
Lợi nhuận gộp	1.207.942	1.534.013	1.755.584	2.059.831	2.397.454	2.733.157

Nguồn: PVS, PSI dự báo

Cơ cấu doanh thu của PVS trong tương lai: Trong cơ cấu doanh thu của PVS trong tương lai mảng kinh doanh dịch vụ thuê tàu chuyên dụng và cơ khí chế tạo vẫn tiếp

tục chiếm tỉ trọng chính trong cơ cấu doanh thu. Với cơ cấu doanh thu ổn định chiếm khoảng 70%-80% trong tổng doanh thu. Doanh thu từ hoạt động O&M chiếm trên 10%-12% tổng cơ cấu doanh thu, còn lại là doanh thu từ hoạt động căn cứ dịch vụ cảng và các hoạt động thương mại, hoạt động khác.

Biểu đồ 7: Cơ cấu doanh thu của PVS



Nguồn: PVS, PSI dự báo

Đánh giá tình hình tài chính

Tình hình tài chính của PVS khá tốt với lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng lên tới 2.095 tỉ đồng. Tuy nhiên có những rủi ro từ việc các dự án đầu tư mới của PVS chủ yếu sử dụng vốn vay là ngoại tệ nên lượng vay bằng USD của PVS đã lên tới 192,75 triệu USD tương đương với khoảng 3.574,5 tỉ đồng. Vay ngắn hạn bằng VNĐ vào khoảng 561,7 tỉ đồng vào ngày 30/6/2010, tổng khoản nợ vay là 5.334 tỉ đồng. Tổng hệ số nợ/Tổng tài sản của PVS lên tới 77,87% và hệ số nợ/vốn chủ sở hữu lên tới 375,65%.

Biểu 16: Các chỉ số tài chính của PVS

		2008	2009	1H/2010
Lợi nhuận	Tỷ suất lợi nhuận sau thuế	6,20%	5,38%	5,25%
	ROA	6,73%	4,63%	2,47%
	ROE	23,10%	16,31%	11,65%
Hoạt động	Vòng quay tài sản	1,97	3,02	2,14
	Vòng quay hàng tồn kho	61,08	34,04	32,57
	Vòng quay khoản phải thu	7,12	5,70	3,39
Thanh khoản	Khả năng thanh toán nhanh	0,71	0,55	0,55
	Khả năng thanh toán hiện hành	1,17	1,02	0,87
Cơ cấu vốn	Hệ số nợ/Tổng tài sản	70,86%	70,76%	77,87%
	Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu	251,7%	250,8%	375,65%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

CÁC KHOẢN ĐẦU TƯ TÀI CHÍNH – ĐẦU TƯ DÀI HẠN

Hiện nay, PVS đang đầu tư vào các công ty con, công ty liên kết, và các khoản đầu tư dài hạn với số vốn lên tới 1.575 tỉ đồng. Các khoản đầu tư này bao gồm đầu tư vào các công ty TNHH thành viên, các công ty liên doanh quản lý tàu FSO và một số khoản đầu tư cổ phiếu vào các công ty khác

Tên Công ty	Vốn đầu tư (Tr VNĐ)	Tỉ lệ (%)
Công ty TNHH MTV Dịch vụ Cơ khí Hàng hải	-	100%
Công ty TNHH MTV Dịch vụ Dầu khí Quảng Ngãi	-	100%
Công ty TNHH MTV Đại lý Tàu biển PTSC	-	100%
Công ty TNHH MTV Lắp đặt, Vận hành và Bảo dưỡng Công trình Dầu khí biển PTSC	-	100%
Công ty Cổ phần Cảng dịch vụ Dầu khí Đình Vũ	-	52%
Công ty TNHH MTV Khách sạn Dầu khí	-	100%
Công ty Cổ phần Du lịch Dầu khí Phương Đông	-	60,39%
Công ty Cổ phần Công nghệ thông tin, viễn thông, tự động hóa Dầu khí	-	51%
Công ty TNHH MTV Cảng Dịch vụ Dầu khí Tổng hợp PTSC Thanh Hóa	-	100%
Công ty Cổ phần Phát triển Nguồn lực và Dịch vụ Dầu khí Việt Nam	-	60,2%
Công ty liên doanh Ròng Đồi MV12	-	33%
Malaysia Vietnam Offshore Terminal Limited	-	49%
Vietnam Offshore Floating Terminal (Ruby) Limited	-	60%
Công ty Bảo dưỡng và Sửa chữa Công trình Dầu khí	-	46%
Công ty Cổ phần Đầu tư phát triển Dầu khí Sao Mai – Bến Đình	-	20,05%
Đầu tư cổ phiếu và cho vay khác	-	-
Tổng (triệu đồng)	1.575.802	

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Giả định doanh thu, giá vốn, lợi nhuận:

Dựa trên các thông tin thu thập được về hoạt động kinh doanh của PVS, các dự báo về tình hình phát triển mở mới của Việt Nam, khả năng trúng thầu các dự án cơ khí chế tạo, cung cấp tàu cho các mỏ mới khai thác trong giai đoạn 2010-2015 cũng như dự báo dài hạn khi sản lượng khai thác và mở mới của Việt Nam giảm.

Doanh thu năm 2010, chúng tôi dựa trên kết quả các hợp đồng đã ký và mới ký cũng như tiến độ nhận tàu mới, chạy thử và cho thuê của các tàu mới nhận.

Các hoạt động kinh doanh khác doanh thu sẽ tăng trưởng tương đối nhờ lợi thế trong quá khứ của đơn vị. Đặc biệt các hoạt động thương mại và hoạt động kinh doanh khách sạn.

Doanh thu hoạt động tài chính được tính toán dựa vào lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng hàng năm trung bình trên bảng cân đối kế toán dự kiến.

Chi phí tài chính dựa trên lượng tiền vay ngắn hạn và vay dài hạn dự kiến hàng năm trên bảng cân đối kế toán, các chi phí này dựa trên lượng tiền vay để mua sắm các tàu mới bổ sung cho đội tàu hiện có cũng như các dự án đóng mới tàu, các dự án cơ khí chế tạo, mua sắm thiết bị,...

Các giả chi tiết

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu năm 2010 vào khoảng 30,8%, năm 2011 khoảng 36,5%, năm 2012 vào khoảng 15,5%, từ 2013 - 2015 trung bình vào khoảng 15%/năm. Ước tính cho cả giai đoạn dài hạn trong tương lai vào khoảng 5%/năm.
- Tỷ lệ giá vốn/doanh thu sẽ ở mức 91,5% trong giai đoạn 2010-2015, và ổn định vào khoảng 91% trong từ năm 2016 trở đi.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp trung bình chiếm 2,86% tổng doanh thu.
- Chi phí bán hàng trung bình chiếm 0,40% tổng doanh thu
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch, thời gian khấu hao dự kiến trung bình 7 năm với các loại tài sản, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn đăng ký sẽ tăng từ 2.000 năm 2010 lên 3.000 năm 2011, 5.000 năm 2013, 7.000 năm 2014 và lên 8.000 năm 2016.
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức ở mức 15%/năm.

	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
Doanh thu (tr VND)	14.188.401	17.935.787	20.738.504	24.038.347	27.756.624	31.801.937
Giá vốn (tr VND)	12.980.493	16.401.818	18.982.972	21.978.576	25.359.238	29.068.858
<i>Tỉ trọng giá vốn/DT</i>	<i>91,5%</i>	<i>91,4%</i>	<i>91,5%</i>	<i>91,4%</i>	<i>91,4%</i>	<i>91,4%</i>
Lợi nhuận gộp (tr VND)	1.207.942	1.534.013	1.755.584	2.059.831	2.397.454	2.733.157
<i>Lợi nhuận gộp/DT</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,5%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>	<i>8,6%</i>
LNST (tr VND)	889.305	997.383	1.188.829	1.496.988	1.518.727	1.670.695
<i>Lợi nhuận sau thuế/DT</i>	<i>6,27%</i>	<i>5,56%</i>	<i>5,73%</i>	<i>6,23%</i>	<i>5,47%</i>	<i>5,25%</i>
ROA	6,64%	6,24%	6,01%	6,97%	7,51%	8,23%
ROE	23,97%	20,12%	15,76%	19,09%	17,74%	20,54%
Vốn chủ sở hữu (tr VND)	2.000.000	3.000.000	5.000.000	5.000.000	7.000.000	7.000.000
EPS (VND)	4.447	3.325	2.378	2.994	2.170	2.387

Nguồn: Kế hoạch PVS, PSI dự báo

ĐỊNH GIÁ

Phương pháp định giá

Chúng tôi sử dụng kết hợp 4 phương pháp: FCFE, FCFF, P/E, P/B để xác định mức giá kỳ vọng cho PVS. Các chỉ tiêu được so sánh với trung bình nhóm ngành xây lắp và các công ty xây lắp có quy mô tương tự tại Việt Nam. Mức giá hợp lý của cổ

phiếu PVS vào khoảng **42.575 VNĐ/cổ phần**.

Phương pháp định giá	Giá (đồng)
FCFE	47,578
FCFF	41,607
P/E	44,465
P/B	36,649

PHỤ LỤC: BÁO CÁO TÀI CHÍNH

	2008	2009	2010E	2011E
Doanh thu thuần	8,671,262	10,679,746	14,188,401	17,935,788
Giá vốn hàng bán	7,790,277	9,666,168	12,980,493	16,401,818
Lợi nhuận gộp	880,985	1,013,578	1,207,908	1,533,969
Doanh thu tài chính	169,323	336,128	377,760	492,011
Chi phí tài chính	192,697	327,803	426,144	468,758
Chi phí bán hàng	123,214	75,751	56,754	71,743
Chi phí quản lý DN	289,518	305,436	335,980	512,956
LN thuần từ HĐKD	444,879	640,716	766,791	972,523
Lợi nhuận khác	82,185	85,517	42,759	21,379
LN trước thuế	527,064	726,233	809,550	993,902
Lợi nhuận sau thuế	537,219	574,085	889,306	997,383
TỔNG TÀI SẢN	7,963,202	12,400,542	13,383,786	15,992,960
Tài sản ngắn hạn	4,243,179	5,257,942	6,182,080	8,234,143
Tiền và tương đương tiền	1,047,879	1,977,139	1,977,508	2,920,107
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3,900	3,900	3,900	3,900
Phải thu ngắn hạn	2,840,413	2,749,691	3,530,682	4,463,192
Hàng tồn kho	255,091	436,011	548,826	693,780
Tài sản ngắn hạn khác	95,896	91,201	121,164	153,165
Tài sản dài hạn	3,720,023	7,142,600	7,201,707	7,758,817
Phải thu dài hạn	283	185	348	521
Tài sản cố định	3,159,590	5,664,350	5,606,131	5,607,486
TSCĐ hữu hình	1,077,411	2,593,951	2,547,416	2,313,604
Nguyên giá	2,548,412	4,289,120	4,718,032	5,189,835
Giá trị hao mòn lũy kế	(1,471,001)	(1,695,169)	(2,170,616)	(2,876,231)
Đầu tư tài chính dài hạn	560,150	1,447,596	1,554,749	2,099,640
Tài sản dài hạn khác	-	30,469	40,479	51,170
TỔNG NGUỒN VỐN	7,982,085	12,295,361	13,383,786	16,142,960
Nợ ngắn hạn	3,625,203	5,170,623	5,833,704	7,094,107
Vay và nợ ngắn hạn	216,257	1,066,828	1,066,828	1,066,828
Nợ dài hạn	2,031,155	3,604,558	3,840,597	4,091,985
Vay và nợ dài hạn	2,003,469	3,597,946	3,831,812	4,080,880
Nguồn vốn chủ sở hữu	2,247,377	3,498,481	3,664,874	4,906,854
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	1,750,000	2,000,000	2,000,000	3,000,000
Lợi nhuận chưa phân phối	334,049	582,353	626,638	813,423
Nguồn kinh phí, quỹ khác	78,350	21,699	44,611	50,015
Nhóm chỉ tiêu thanh toán				
Khả năng thanh toán nhanh	0.71	0.55	0.58	0.67
Khả năng thanh toán hiện hành	1.17	1.02	1.06	1.16
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Hệ số nợ/ Vốn CSH	251.7%	250.8%	264.0%	228.0%
Nợ/ Tổng tài sản	70.9%	70.8%	72.3%	69.9%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động				
Vòng quay hàng tồn kho	61.08	34.04	26.36	26.40
Vòng quay các khoản phải trả	10.73	5.90	4.99	4.88
Vòng quay các khoản phải thu	7.12	5.70	4.54	4.44
Nhóm chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu (GM)	10%	9%	9%	9%
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu (Operating margin)	5%	6%	6%	5%
ROA	6.7%	4.6%	6.6%	6.2%

ROE	23.1%	16.3%	24.0%	20.1%
-----	-------	-------	-------	-------

Báo cáo này được thực hiện bởi Ban Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.



PSI **CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**

BAN PHÂN TÍCH

Giám đốc Ban: Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Chuyên viên Phân tích: Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn

Nghiên cứu thị trường, vĩ mô

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Ninh Quang Hải
haingq@psi.vn

Phân tích ngành, công ty

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhtt@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanna1@psi.vn