



Tổng công ty cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX: PVS)

Báo cáo cập nhật

TIÊU ĐIỂM

- Sau 9 tháng đầu năm 2012, PVS đạt doanh thu hợp nhất 18.149,7 tỷ đồng tăng trưởng 3,85% so với cùng kỳ năm 2011, lợi nhuận sau thuế đạt 986,9 tỷ đồng tăng trưởng 36,2% so với cùng kỳ năm 2011. Trong năm 2012, hiệu quả kinh doanh của PVS tăng mạnh so với cùng kỳ năm 2011 chủ yếu nhờ vào việc lợi nhuận từ các công ty liên doanh liên kết đem lại 188 tỷ đồng. Bên cạnh đó lợi nhuận gộp tăng 16,7% nhờ lợi nhuận từ hoạt động cho thuê tàu khảo sát địa chấn, địa chất và ROV tăng mạnh so với năm 2011 cũng như các hoạt động kinh doanh khác đều có sự tăng trưởng so với năm 2011.
- PVS tiếp tục giữ vững vị thế trên 6 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi:** Với việc tập trung hoạt động vào 6 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi thì PVS tiếp tục là Công ty chiếm thị phần chi phối và gần như độc quyền ở hầu hết 6 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình trong các năm qua và sẽ tiếp tục giữ vững trong tương lai.
- Tài hình tài chính cải thiện trong năm 2012:** Lượng vốn vay sau 9 tháng đầu năm 2012 giảm về mức 4.757 tỷ đồng so với đầu năm 2012 ở mức 5.885,9 tỷ đồng. Tuy nhiên, áp lực tăng vốn vay vẫn tiếp tục tăng do PVS đang trong quá trình mở rộng phát triển mạnh với việc đầu tư một số tàu FSO/FPSO mới cũng như mở rộng đội tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí hiện tại.
- Áp lực về pha loãng cổ phiếu:** Với việc liên tục tăng vốn với khối lượng lớn thì PVS bị áp lực lớn về sự pha loãng cổ phiếu cũng như kỳ vọng tăng trưởng lợi nhuận để đảm bảo tốc độ tăng trưởng EPS cho các nhà đầu tư.
- Định giá: Kết quả định giá cổ phiếu PVS vào khoảng 14.800 VNĐ/cổ phiếu.** Kết quả trên được xác định từ việc sử dụng bình quân 3 phương pháp định giá chính: Phương pháp chiết khấu theo dòng tiền DCF, mức PE và PB bình quân theo thị trường dựa trên lợi nhuận kỳ vọng năm 2012 của PVS. Mức giá này tương đương PE forward năm 2012 là 3,85 lần, P/B forward ở mức 0,70 lần.

KHUYẾN NGHỊ

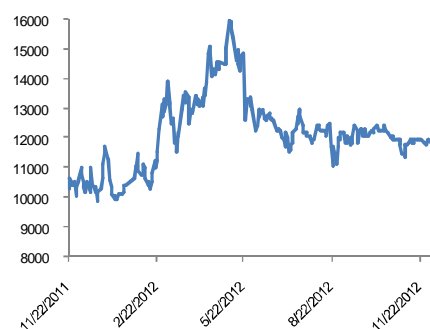
Giá kỳ vọng:	14.800
Giá giao dịch:	12.600
Cao nhất 52 tuần:	15.900
Thấp nhất 52 tuần:	9.900

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Mệnh giá	10.000
Số lượng CP niêm yết	297.802.094
Vốn hóa (tỷ VND)	5.628
EPS 2011 (VND)	4.973

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	51,38%
PVFC	5,85%
Ocean Bank	4,90%
Khác	37,87%



	2010A	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
EPS (VNĐ)	4,658	4,973	3,866	3,317	3,280	3,113	3,487
Tốc độ tăng trưởng EPS	8.4%	6.8%	-22.3%	-14.2%	-15.2%	-5.1%	12.0%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	17,732	19,857	21,105	17,858	18,142	18,608	20,587
P/E (lần)	3.20	3.00	3.85	4.49	4.54	4.79	4.27
P/B (lần)	0.84	0.75	0.71	0.83	0.82	0.80	0.72
ROA	5.29%	6.12%	5.46%	4.76%	4.94%	4.77%	5.10%
ROE	26.28%	24.39%	20.47%	17.91%	19.02%	18.15%	19.25%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	3.91	2.82	2.35	2.29	2.32	2.21	2.12

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

LÝ DO ĐẦU TƯ VÀO PVS

Nắm chi phối thị trường dịch vụ tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí: Với đội tàu gồm 20 tàu thuộc sở hữu 100% của PVS và 7 tàu thuê mua (thuê có kèm theo quyền mua khi hết hạn thuê) và 4 tàu thuê ngoài phục vụ cho các dự án tìm kiếm, thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam thì PVS đã nắm hơn 90% toàn bộ thị trường tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí trong nước. Với ưu thế của mình PVS tiếp tục có sự tăng trưởng bằng cách cung cấp các tàu cho các dự án thăm dò, khai thác mới tại Việt Nam cũng như từng bước vươn ra thị trường trong khu vực Đông Nam Á và một số nước khác trên thế giới mà PVN đang đi thăm dò và khai thác dầu khí.

Hợp đồng thuê dài hạn: Các tàu của PVS hầu hết được thuê dài hạn với thời gian dài từ 2-10 năm, đặc biệt các tàu FSO/FPSO được thuê hầu như đến hết thời gian khấu hao của tàu. Hầu hết các tàu FSO/FPSO có thời gian thuê tối thiểu 7 năm và gia hạn thêm từ 3-8 năm tiếp theo tùy thuộc điều kiện khai thác của mỏ. 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.

PVS là đơn vị chiếm thị phần chính tại Việt Nam cung cấp các dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất ngành dầu khí: Với 3 tàu thăm dò, khảo sát địa chấn, địa chất hiện tại thì PVS đã chiếm lĩnh hầu như toàn bộ thị trường thăm dò địa chấn, địa chất tại Việt Nam và vươn ra khu vực Đông Nam Á. Cùng với các đối tác hàng đầu về vận hành, khai thác tàu khảo sát địa chấn, địa chất thì PVS sẽ tiếp tục có những bước phát triển nhanh chóng trong lĩnh vực này.

Tổng công ty là tổng thầu EPC, EPCL, EPIC: PVS cũng đã trúng thầu nhiều công trình xây lắp và cơ khí lớn như dự án EPIC giàn khai thác Chim Sáo, EPC Topaz, EPC nhà máy điện Long Phú 1, EPC nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1, EPIC Biển Đông 1,... với tổng giá trị hơn 4 tỷ USD trong thời gian qua. Đây tiếp tục khẳng định vị thế của PVS trong ngành cơ khí chế tạo, xây lắp tại Việt Nam với vai trò tổng thầu lớn hàng đầu trong nước. Thêm vào đó với kinh nghiệm lâu năm trong hoạt động vận hành, bảo dưỡng (O&M) các công trình dầu khí trên biển thì PVS cũng là đơn vị tiên phong trong lĩnh vực vận hành các công trình thăm dò, khai thác dầu khí, vận hành, bảo dưỡng các hệ thống đường ống nội mỏ tại các khu mỏ khai thác dầu khí.

Tập trung kinh doanh cốt lõi: Là một tổng công ty chuyên về các dịch vụ kỹ thuật chuyên ngành dầu khí, cùng với chiến lược tái cơ cấu của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) thì PVS đã tập trung vào 6 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi của mình và đều đang là đơn vị dẫn đầu thị trường tại 6 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi này và tiếp tục vị thế và vai trò trong ngành công nghiệp dầu khí Việt Nam và dần vươn tầm ra khu vực Đông Nam Á và Châu Á.

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 dài hạn của PVS hiện nay. Hoạt động cơ khí của PVS đem lại doanh thu lớn cho PVS nhưng cũng tiềm ẩn nhiều rủi ro trong kinh doanh do nguồn nguyên liệu đầu vào có tính biến động cao.

Rủi ro về tài chính: Hiện nay, PVS đang vay ngắn hạn và dài hạn tới gần 4.757 tỉ đồng trong đó vay bằng ngoại tệ chiếm tỷ trọng chính trong vốn vay (vay ngoại tệ ở mức 199,79 triệu USD) và quy mô

vốn vay tiếp tục tăng lên khi PVS sẽ tiếp tục mở rộng đội tàu FSO/FPSO, đầu dịch vụ kỹ thuật dầu khí và tàu khảo sát, thăm dò địa chất. Vì vậy, áp lực về lãi suất, nguồn tiền trả nợ khi đến hạn cũng như biến động tỷ 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.

Rủi ro về pha loãng cổ phiếu: Trong năm 2013, PVS sẽ tiến hành tăng vốn từ 2.978 tỷ đồng lên 4.467 tỷ đồng bằng cách phát hành tăng vốn bằng cách dùng thặng dư vốn cổ phần và quỹ đầu tư phát triển với giá trị 446,7 tỷ đồng (tương ứng tỷ lệ 20:3) và phát hành cho cổ đông hiện hữu với giá trị 1.042 tỷ đồng cho cổ đông hiện hữu với giá 10.000 VNĐ/cổ phần (tương ứng tỷ lệ 20:7). Theo đánh giá của Chúng tôi thì giá trị phát hành thành công của phương án có thể đạt mức 1.124 tỷ đồng với điều kiện thị trường chứng khoán hiện nay. Khi đó vốn điều lệ mới của PVS sẽ đạt mức 4.102 tỷ đồng tức tăng 37,7% so với năm 2011. Đây là áp lực lớn cho việc tăng trưởng EPS của PVS trong năm 2013 cũng như các năm tiếp theo.

ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVS

Hoạt động kinh doanh hiện nay của PVS gồm 6 hoạt động kinh doanh cốt lõi: Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí; Dịch vụ cung ứng tàu chứa và xử lý dầu thô FSO/FPSO; Dịch vụ căn cứ cảng; Dịch vụ sửa chữa, vận hành, lắp đặt và bảo dưỡng công trình dầu khí (O&M); Dịch vụ cơ khí, đóng mới và xây lắp; Dịch vụ khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng thiết bị ROV. Trong đó, hầu hết các dịch vụ hiện nay PVS đang cung cấp đều có lợi thế lớn về việc chiếm lĩnh chi phối thị phần cũng như dẫn đầu về cung cấp dịch vụ tại thị trường Việt Nam.

1. Dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí

Hoạt động cung cấp tàu chuyên dụng của PVS bao gồm các loại tàu như tàu dịch vụ dầu khí đa năng (ATSHS), tàu định vị động học (DP1&DP2), tàu kéo, tàu bảo vệ, tàu vận chuyển, tàu khảo sát địa chất.

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, tàu lai dắt. Bên cạnh đó PVS vẫn đang tích cực mở rộng đội tàu của mình bằng cách đóng mới và mua bên ngoài. Hiện PVS đang đóng mới 01 tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí với công suất 10.000 BHP và dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong năm 2014. Số lượng tàu thuê tới thời điểm cuối tháng 11/2012 là 11 chiếc bao gồm 07 chiếc tàu thuê có kèm quyền mua và 04 tàu thuê thông thường.

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 24-25 tàu.

Bảng 1: Đội tàu chuyên dụng trong tương lai của PVS

Số lượng tàu chuyên dụng	2012E	2013F	2014F	2015F	2016F
AHTS >7.000 HP&DP	8	8	9	9	9
AHTS <7.000 HP&DP	4	5	5	6	6
Fire Fight (FI-FI)	1	1	1	1	1
Utility	7	8	9	9	10
Tàu PVS chủ sở hữu	20	22	24	25	26
Tàu PVS thuê ngoài	15	16	17	18	19
Tổng số	35	38	41	43	45

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

Trong năm 2010, PVS đã đưa vào một số tàu mới như tàu PTSC Thăng Long mua 19 triệu USD, Hoàn thành 2 tàu PTSC Ngân năm Thăng Long Hà Nội 02 và PTSC Ngân năm Thăng Long Hà Nội 03 trong dịp kỷ niệm 1.000 năm Thăng Long – Hà Nội.

Bảng 2: Danh sách tàu của PVS

STT	Loại tàu	Tên tàu	Mã lực	Ghi chú
1	AHTSV	Bình An	8.000	
2	AHTSV	PTSC Vũng Tàu	7.080	
3	AHTSV	Thanh Long	7.200	
4	AHTSV	SAPA	7.040	
5	AHTSV	An Bang	7.040	
6	AHTSV	AnPhong	7.040	
7	AHTSV	Phong Lan	5.300	
8	AHTS DP2	Thăng Long	7.180	
9	AHTS DP1	Phong Nha	5.300	
10	AHTS DP1	PTSC Hải Phòng	5.200	
11	AHTS DP2	PTSC Thái Bình	8.080	
12	AHTS DP2	Bình Minh	5.506	
13	FI/FI VESSEL	Hoa Mai 93	5.200	
14	UTILITY	Dầu khí 106	2.400	
15	UTILITY	Dầu khí 101	1.600	
16	UTILITY	PTSC 04	2.800	
17	UTILITY	Dầu khí 105	1.600	
18	UTILITY	PTSC Bạch Hổ	980	
19	UTILITY	PTSC Ngân năm TLHN-02	3.500	
20	UTILITY	PTSC Ngân năm TLHN-03	4.750	
21	AHTSV	PTSC	10.000	Đang đóng mới

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Hiện nay, số lượng tàu cho thuê của PVS chiếm từ bình quân ở mức 90% tổng thị trường cho thuê tàu chuyên dụng tại Việt Nam trong suốt thời gian dài vừa qua. 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 hầu hết đều sử dụng dịch vụ tàu chuyên dụng của PVS. Trong đó số lượng tàu hiện tại của PVS sở hữu đáp ứng một phần nhu cầu thuê tàu. Số còn lại PVS thuê từ các bên thứ ba nhằm phục vụ các hợp đồng thuê tàu.

Trong năm 2010, PVS đã ký kết và thực hiện trên 240 Hợp đồng cho thuê tàu dịch vụ ngắn và dài hạn với tổng giá trị hợp đồng trên 240 triệu USD. Hiệu suất khai thác đội tàu của PVS bình quân đạt trên 87%. Doanh thu từ hoạt động này vẫn tăng 1% nhưng lợi nhuận đã giảm 4% so với năm 2009. Trong năm 2011, PVS đã thực hiện hơn 300 thông báo thuê tàu và đã ký kết hơn 210 hợp đồng cung cấp tàu ngắn và dài hạn cho các đối tác với tổng số ngày làm việc đạt 17.900 ngày tăng 10% so với năm 2010. Giá cho thuê tàu trong năm 2011 cũng có tăng so với năm 2010 do sự cải thiện của giá dầu thô trên thế giới. Trong 9 tháng đầu năm 2012, PVS đã thực hiện được 222 lượt thuê tàu ngắn và dài hạn, ký mới và gia hạn được 143 hợp đồng cung cấp tàu với giá trị hơn 160 triệu USD với hơn 15.670 ngày thuê tăng 11% so với cùng kỳ năm 2011.

Một số hợp đồng cung cấp tàu lớn PVS đang thực hiện cho các khách hàng như: Hợp đồng cung cấp 3 tàu cho Cửu Long JOC có giá trị 800 tỷ đồng, hợp đồng cho Biển Đông POC có giá trị 99 triệu USD, hợp đồng cho Premier Oil có giá trị 1.000 tỷ đồng...

Bảng 3: Một số hợp đồng cung cấp tàu lớn của PVS

Khách thuê	Tàu thuê	BHP	Số năm	Giá trị (tỷ VNĐ)	Ngày ký
Primier Oil	PTSC Lam Son		6 năm	600	25/3/2011
	Tàu thuê	10,000	2 năm	1.000	2010
	Tàu thuê	8,000	7 năm		
VSP	Tàu thuê	10,800	N/a	200	11/3/2011
	Dầu khí 105	1,600	N/a		
Phú Quý POC	Bình An	N/a	N/a	250	25/5/2011
	Sea Cheyenne	N/a	N/a		
Cửu Long JOC	PTSC Thăng Long	7,180	2 năm	800	17/2/2012
	PTSC Vũng Tàu	7,080	2 năm		
	Lewek Penguin	10,880	2 năm		
Thăng Long JOC	Tàu thuê	10,760	100 ngày	42.5	5/10/2012
	Tàu dịch vụ	8,080	100 ngày	36.1	5/10/2012
Biển Đông POC	Tàu trục mô	N/a	5 năm	24 triệu USD	28/4/2012
	PTSC Thái Bình	8,080	5 năm	75 triệu USD	4/11/2011
	PTSC Hạ Long	12,240	5 năm		
	Tàu bảo vệ	N/a	1 năm		
	Tàu bảo vệ	N/a	1 năm		

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Kết quả kinh doanh hoạt động cho thuê tàu chuyên dụng của PVS trong 9 tháng đầu năm tổng doanh thu hợp cộng đạt 3.977 tỷ đồng đạt 87,4% kế hoạch năm 2012 và tăng 10,3% so với cùng kỳ năm 2011. Doanh thu thuần của hoạt động cung cấp dịch vụ tàu kỹ thuật dầu khí đạt 3.794 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp đạt 341,7 tỷ đồng, mức biên lợi nhuận gộp đạt 9% giảm so với năm 2011 bình quân đạt 9,4%.

Bảng 4: Kết quả kinh doanh hoạt động cho thuê tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí của PVS

Chỉ tiêu (Triệu VNĐ)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011	9T/2012
Doanh thu	1,181,992	1,554,916	2,188,184	3,868,277	3,770,297	3,808,000	4,760,569	3,793,979
Tăng trưởng DN		31.6%	40.7%	76.8%	-2.5%	1.0%	25.0%	-20.3%
Giá vốn	1,100,217	1,466,223	1,964,063	3,454,558	3,382,413	3,435,632	4,313,646	3,452,279
Giá vốn/DT	93.1%	94.3%	89.8%	89.3%	89.7%	90.2%	90.6%	91.0%
LN gộp	81,775	88,693	224,121	413,719	387,884	372,368	446,923	341,700
LN gộp/DT	6.9%	5.7%	10.2%	10.7%	10.3%	9.8%	9.4%	9.0%
LNTT	51,447	71,922	N/a	N/a	294,792	283,000	N/a	N/a

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Với việc tiếp tục có các dự án thăm dò, khai thác dầu khí tại Việt Nam cũng như tại khu vực Đông Nam Á và một số nước khác. Hoạt động cung cấp tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí sẽ có những sự tăng trưởng trong thời gian tới và PVS sẽ vươn lên nhà thầu cung cấp dịch vụ hàng đầu tại khu vực Đông Nam Á cũng như tiếp tục là đơn vị chi phối thị trường cung cấp tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí với thị phần đạt 90% trở lên.

Bảng 5: Dự báo kết quả kinh doanh hoạt động cho thuê tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí của PVS

Chỉ tiêu (Triệu VNĐ)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	4,605,467	5,021,653	5,619,100	6,114,960	6,729,841
Tăng trưởng DN	-3.3%	9.0%	11.9%	8.8%	10.1%
Giá vốn	4,186,370	4,564,682	5,107,762	5,558,499	6,117,425
Giá vốn/DT	90.90%	91.00%	90.00%	90.20%	90.30%
LN gộp	419,098	456,970	511,338	556,461	612,415
LN gộp/DT	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%	9.1%

Nguồn: PSI dự báo

2. Dịch vụ cung ứng tàu chứa và xử lý dầu thô FSO/FPSO

Hiện nay, đội tàu FSO/FPSO của PVS đang có 3 tàu trong số 13 tàu đang hoạt động tại Việt Nam. Trong năm 2010, PVS đã thanh lý tàu Ruby Princess với giá bằng 2 lần giá ban đầu đưa ra đấu giá. Trong năm 2011, PVS đã chuyển nhượng tàu FSO Bạch Hổ đưa vào hoạt động từ tháng 3/2011 cho Vietsovpetro (VSP) và thu được lợi nhuận 461,68 tỷ đồng. Trong năm 2012, PVS cũng đã đầu tư 01 tàu FSO cho dự án Biển Đông (FSO PTSC Biển Đông 1) và 01 tàu FPSO cho dự án Thăng Long – Đông Đô (FPSO PTSC Thăng Long – Đông Đô). Cả 2 tàu FSO/FPSO đang đầu tư trên dự kiến sẽ hoàn thành cuối năm 2013 và hoạt động chính thức từ đầu năm 2014 nâng đội tàu FSO/FPSO của PVS lên con số 5 tàu. Ngoài ra PVS cũng đang theo đuổi dự án cung cấp tàu FSO/FPSO cho Chevron và FPSO cho mỏ Hàm Rồng/Côn Sơn. Các dự án này có thể sẽ được triển khai trong năm 2013-2014.

Đội tàu hiện nay của PVS gồm 3 tàu và cả 3 tàu này hiện đều là tài sản tại 3 công ty liên doanh mà PVS tham gia với các đối tác nước ngoài. Bên cạnh việc tham gia sở hữu tàu FSO/FPSO, PVS còn cung cấp dịch vụ O&M phần hàng hải tàu FPSO Thái Bình, thực hiện sửa chữa Heating Coil và dịch vụ Adhoc phát sinh cho khách hàng Cửu Long JOC, cung cấp nhân sự cho các tàu FSO MV12 cho Modec (21 thuyền viên), FSO Orkid cho MVOT (27 thuyền viên), FPSO Thái Bình VN (32 thuyền viên), và MV17 (01 thuyền viên).

Bảng 6: Các tàu FSO/FPSO đang hoạt động tại Việt Nam

Tên tàu	Loại tàu	Chủ sở hữu	Địa điểm hoạt động
FPSO Lewek Emas	FPSO	PVTrans/ PV Keez	Chim Sáo lô 12W
FSO Bạch Hổ (FSO 05)	FSO	VietsovPetro	White Tiger
FPSO Ruby II	FPSO	PVS/MISC	Ruby
FSO MV12	FSO	PVS/Modec Management	KNOC/11.2
FSO Orkid	FSO	MVOT (PVS)	PM3-CAA
FPSO Thái Bình VN	FPSO	Cửu 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: PVS, PSI tổng hợp

Bảng 7: 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	Giá mua (tr USD)	DWT	Giá thuê USD/day
FPSO Ruby II	Xử lý 45.000 Chứa 645.000	60%	9/2009	Petronas Carigali Vietnam (PCV)	300	100.047	150.000
FSO MV12	Xử lý 18.000 Chứa 300.000	33%	2006	KNOOC	180		42.000
FSO Orkid	Xử lý 42.900 Chứa 745.000	49%	3/2010	Talisman Energy	169	175.000	84.100
FSO PTSC Biển Đông 01	Xử lý 18.000 Chứa 350.000	51%	Q4/2013	Biển Đông POC	149.3	N/a	106.067
FPSO PTSC Lam Sơn	Xử lý 18.000 Chứa 350.000	51%	Q4/2013	Lam Sơn JOC	400	96.000	202.000

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Tàu PTSC Bạch Hổ (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. FSO Bạch Hổ 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. Tàu chính thức vận hành đón dòng dầu đầu tiên vào ngày 15/1/2011 tại mỏ Bạch Hổ. Tàu FSO Bạch Hổ đã được chuyển giao cho VietsovPetro từ ngày 05/09/2011 với lợi nhuận chuyển nhượng thu về là 461,68 tỷ đồng.

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 trong đó PVS chiếm 60%. 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 với giá thuê bình quân đạt 150.000 USD/ngày. Tàu FPSO Ruby II có khả năng xử lý 45.000 thùng dầu/ngày và khả năng chứa 645.000 thùng. Tàu Ruby II luôn hoạt động an toàn và ổn định với hiệu suất đạt 99,99% uptime và đã có lợi nhuận từ năm 2011.

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 MV12 có giá trị đầu tư trị giá 180 triệu USD với giá cho thuê bình quân đạt 42.000 USD/ngày. Tàu có khả năng chứa 360.000 thùng. Hiện nay, hiệu suất hoạt động của tàu đạt 100% và hoạt động ổn định từ khi đưa vào vận hành.

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 với tổng giá trị 169 triệu USD, trong đó PVS chiếm 49%. Tàu được cho đối tác Talisman Energy thuê và hoạt động tại khu vực mỏ PM3 - CAA thuộc khu vực chồng lấn giữa Malaysia - Việt Nam với giá thuê bình quân đạt 84.100 USD/ngày. Tàu có sức chứa 745.000 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%.

Tàu FSO Biển Đông 01: Dự án tàu FSO Biển Đông 01 của PVS được thực hiện bởi liên doanh PTSC SEA (liên doanh tại Singapore trong đó PVS góp 51% trị giá 19,04 triệu USD tương ứng 51% vốn điều lệ của liên doanh). Tổng giá trị đầu tư của tàu là 149,32 triệu USD. Tàu được cho Biển Đông POC thuê với thời gian 7 năm trị giá 220 triệu USD. Bình quân giá cho thuê tàu là 106.067 USD/ngày. Tàu được đóng tại nhà máy đóng tàu Sungdog (Hàn Quốc) và đã hạ thủy ngày 07/09/2012 và sẽ hoàn thành vào quý 4/2013 để bàn giao tàu đúng thời hạn cho Biển Đông POC.

Tàu FPSO PTSC Lam Sơn: Tàu được cung cấp cho Công ty Điều hành chung Lam Sơn (LSJOC) để phục vụ Dự án Phát triển mỏ Thăng Long – Đông Đô, ngoài khơi Việt Nam. Dự án này được PVS nhận lại từ nhà thầu Fred Olsen với tiến độ thực hiện trong 17 tháng từ tháng 5/2012 tới tháng 11/2013. Tàu được thiết kế có sức chứa tối thiểu 350.000 thùng, khả năng xử lý 18.000 thùng /ngày và làm việc liên tục (không đi dock) trên 10 năm tại mỏ. Đây sẽ là tàu FPSO hiện đại nhất tại Việt Nam cho tới khi đi vào hoạt động. Dự kiến tàu sẽ đi vào hoạt động cuối năm 2013, tàu được đầu tư với giá trị gần 400 triệu USD, PVS sẽ ký hợp đồng cung cấp tàu trong thời gian 7 năm và có thể gia hạn thêm 3 năm với LSJOC trị giá 635 triệu USD (bình quân mỗi ngày là 202.000 USD/ngày). Tàu được PVS thuê lại từ liên doanh PTSC AP (liên doanh giữa PVS và YINSON trong đó PVS nắm 51% vốn) với giá 533,7 triệu USD cho thời gian 7 năm và có thể được gia hạn thêm 3 năm với giá thuê bình quân 201.000 USD/ngày. Ngoài ra PVS còn được hưởng doanh thu từ hoạt động bảo dưỡng tàu này với mức 32.000 USD/ngày.

Hoạt động cung cấp tàu FSO/FPSO và các dịch vụ đi kèm cho hoạt động của các tàu này tại Việt Nam đã khẳng định được vị thế chủ chốt của PVS trong dịch vụ này tại Việt Nam. Cùng với việc vận hành ổn định 03 tàu FSO/FPSO và tham gia bảo dưỡng, vận hành các tàu FSO/FPSO khác đang hoạt động tại Việt Nam đã giúp PVS tham gia được vào các dự án khai thác dầu mới và cung cấp tàu FSO/FPSO mới tại

Việt Nam cũng như khu vực Đông Nam Á. Dự kiến trong thời gian tới PVS có thể sẽ giành được thêm 02 hợp đồng cung cấp tàu FSO/FPSO cho Chevron và Hàm Rồng/Côn Sơn.

Doanh thu hoạt động Dịch vụ cung ứng tàu chứa và xử lý dầu FSO/FPSO của PVS trong 9 tháng đầu năm 2012 đạt 269,45 tỷ đồng, lợi nhuận gộp đạt 51,98 tỷ đồng. Mức biên lợi nhuận gộp 9 tháng đầu năm 2012 đạt 19,3% giảm mạnh so với mức 32,2% của bình quân năm 2011. Hoạt động của 03 tàu FSO/FPSO tại các liên doanh đều ổn định và đem về lợi nhuận của Công ty.

Doanh thu hoạt động tàu FSO/FPSO của PVS các năm trước đây ngoài hoạt động cung cấp dịch vụ vận hành tàu FSO/FPSO cho các liên doanh và cho các tàu đang hoạt động tại Việt Nam thì còn có doanh thu từ tàu FSO Ruby Princess. Từ năm 2010 tàu Ruby Princess bán thanh lý thì doanh thu trực tiếp từ thuê tàu FSO/FPSO đã không còn và chỉ còn doanh thu của các dịch vụ O&M cho các tàu FSO/FPSO, dịch vụ vận hành, khai thác, cung cấp nhân sự cho tàu,...

Lợi nhuận được chia từ các liên doanh tàu FSO/FPSO đạt gần 180 tỷ đồng. Lợi nhuận để lại tại các liên doanh cũng tăng mạnh hàng năm giúp giá trị khoản đầu tư tại các liên doanh tăng mạnh hàng năm.

Bảng 8: Kết quả kinh doanh hoạt động Cho thuê tàu FSO/FPSO của PVS các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011	9T/2012
Doanh thu	142,055	139,668	-	-	291,176	198,000	491,383	269,453
Tăng trưởng DN		-1.7%	-	-	-	-32.0%	148.2%	
Giá vốn	126,683	91,768	-	-	162,892	89,841	333,396	217,477
Giá vốn/DT	89.2%	65.7%	-	-	55.9%	45.4%	67.8%	80.7%
LN gộp	15,372	47,900	-	-	128,284	108,159	157,987	51,976
LN gộp/DT	10.8%	34.3%	-	-	44.1%	54.6%	32.2%	19.3%
LNTT	12,632	22,616	-	-	-	-	-	-
Doanh thu liên doanh	-	-	-	-	392,740	780,000	908,617	880,547
Tổng DN	-	-	-	-	683,916	978,000	1,400,000	1,150,000

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

Từ năm 2014, doanh thu của PVS tăng đột biến do ghi nhận doanh thu từ tàu FPSO PTSC Lam Sơn PVS cho Lam Sơn JOC thuê trong thời gian 7 năm và có thể kéo dài thêm 3 năm sau khi kết thúc 7 năm đầu hợp đồng. Tổng giá trị của hợp đồng trong 7 năm là 635 triệu USD (bao gồm giá thuê cố định là 202.000 USD/ngày, phí O&M 32.000 USD/ngày và một số dịch vụ khác vận hành tàu). Giá đi thuê tàu của PVS thuê từ liên doanh giữa PVS và YINSON là 533,669 triệu USD. Lợi nhuận gộp của Tàu FPSO PTSC Lam Sơn sẽ đóng góp đáng kể vào lợi nhuận của PVS từ năm 2014. Bên cạnh đó giá trị O&M cho tàu FSO Biển Đông 01 và tàu FPSO PTSC Lam Sơn cũng sẽ đóng góp lớn vào doanh thu và lợi nhuận mảng kinh doanh dịch vụ tàu FSO/FPSO của PVS trong giai đoạn từ 2014 trở đi.

Bảng 9: Dự báo kết quả kinh doanh hoạt động Cho thuê tàu FSO/FPSO của PVS

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	395,198	414,958	2,270,264	2,338,372	2,408,523
Tăng trưởng DN	-19.6%	5.0%	447.1%	3.0%	3.0%
Giá vốn	296,398	311,219	1,979,530	2,038,916	2,100,084
Giá vốn/DT	75.00%	75.0%	87.19%	87.19%	87.19%
LN gộp	98,799	103,739	290,733	299,455	308,439
LN gộp/DT	25.0%	25.0%	12.8%	12.8%	12.8%

Nguồn: PSI dự báo

3. Dịch vụ Khảo sát địa chấn, địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm bằng thiết bị ROV

Hoạt động khảo sát địa chấn, địa chất và khảo sát ROV của PVS có bước phát triển đặc biệt mạnh trong những năm gần đây thông qua công ty con là PTSC G&S (với vốn điều lệ 300 tỷ đồng) với tàu PTSC Surveyor phục vụ công tác khảo sát, thăm dò địa chấn. Trong năm 2011, PVS đã thành lập liên doanh với CGG Veritas để thành lập liên doanh PTSC – CGG Veritas chuyên về dịch vụ khảo sát địa chất, khảo sát địa chấn với vốn chủ sở hữu là 56,21 triệu USD trong đó PTSC góp 28,668 triệu USD (bao gồm giá trị tàu khảo sát địa chấn 2D Bình Minh 2 với giá trị 18,668 triệu USD và 10 triệu USD tiền mặt) chiếm 51% và CGG Veritas góp 27,54 triệu USD chiếm 49% (Vốn góp là giá trị tàu khảo sát địa chấn 3D Amadeus). Trong đó PVS trực tiếp quản lý và vận hành tàu 2D Bình Minh 2, CGG Veritas trực tiếp quản lý và vận hành tàu 3D Amadeus.

Hoạt động cung cấp dịch vụ đã có tốc độ tăng trưởng rất mạnh từ mức doanh thu 41,9 tỷ năm 2005 lên mức 2.872,7 tỷ sau 9 tháng đầu năm 2012. Doanh thu đã tăng tới 6.756% so với năm 2005. Lợi nhuận cũng có sự tăng trưởng mạnh từ mức 761 triệu năm 2005 lên mức 324,3 tỷ sau 9 tháng đầu năm 2012. Tốc độ tăng doanh thu mạnh từ năm 2011 do PVS đã có thêm 2 tàu là tàu 2D Bình Minh 2 và tàu 3D Amadeus đi vào hoạt động chính thức.

Trong 09 tháng đầu năm 2012, Công ty PTSC G&S và liên doanh 2D/3D PTSC - CGGV đã thực hiện khảo sát 2D trên 7.000 km tuyến và khảo sát 3D trên 10.000 km². Bên cạnh đó, PTSC G&S cũng đã thực hiện cung cấp tốt các tàu khảo sát địa vật lý (trên 8.000 giờ làm việc an toàn) và cung cấp trên 20 lượt ROV phục vụ các công tác khảo sát địa chất công trình và khảo sát sửa chữa công trình ngầm cho các nhà thầu dầu khí.

Trong năm 2010, loại hình dịch vụ này đã mang về cho PTSC hơn 511 tỷ đồng doanh thu, lợi nhuận đạt 46 tỷ đồng. Trong năm 2011, PVS đạt doanh thu cho dịch vụ trên là 2.504,5 tỷ đồng tăng 331,4%, lợi nhuận đạt 196,1 tỷ đồng tăng 326,3%. Trong 9 tháng đầu năm 2012, doanh thu dịch vụ đạt 2.872,7 tỷ đồng tăng 30,3% so với cả năm 2011, lợi nhuận đạt 324,3 tỷ đồng tăng 65,4% so với cả năm 2011.

Bảng 10: Kết quả kinh doanh hoạt động Khảo sát, thăm dò địa chấn, địa chất và ROV của PVS các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9T/2012
Doanh thu	41,889	69,482	-	-	160,346	511,000	2,204,502	2,872,716
Tăng trưởng DN	-	65.9%	-	-	N/a	218.7%	331.4%	30.3%
Giá vốn	41,128	64,109	-	-	146,235	465,000	2,008,390	2,548,419
Giá vốn/DT	-	92.3%	-	-	91.2%	91.0%	91.1%	88.7%
LN gộp	761	5,373	-	-	14,110	46,000	196,112	324,297
LN gộp/DT	-	7.7%	-	-	8.8%	9.0%	8.9%	11.3%
LNTT	238	5,989	-	-	13,497	44,000	N/a	N/a

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

Bảng 11: Dự báo kết quả kinh doanh hoạt động Khảo sát, thăm dò địa chấn, địa chất và ROV của PVS

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	3,830,288	4,404,831	5,065,556	5,673,423	6,354,233
Tăng trưởng DN	73.7%	15%	15%	12%	12%
Giá vốn	3,408,956	3,920,300	4,508,345	5,049,346	5,655,268
Giá vốn/DT	89.0%	93.0%	92.7%	92.5%	92.3%
LN gộp	421,332	484,531	557,211	624,076	698,966
LN gộp/DT	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

Nguồn: PSI dự báo

4. Dịch vụ căn cứ cảng

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 và 2 cảng đang trong quá trình đầu tư xây dựng. 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 12: 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)	Trọng tải tàu (DWT)	Ghi chú
Vũng Tàu	100,0%	82,2	1986	750	17.000	20.000	
Phú Mỹ	59,6%	26,5	2005	385	95.600	70.000	
Dung Quất	95,2%	4,2	2007	210	-	20.000	
Đình Vũ	50,6%	13,9	2009	250	-	30.000	
Hòn La GD1	94,9%	8,8	2009	100	2.160	10.000	
Nghi Sơn	57,4%	9,8	2009	165 & 225	-	10.000- 30.000	
Sao Mai – Bến Đình	42,1%	800	N/a	N/a	-	N/a	Đang xây dựng
Phước An	56,8%	165,1	N/a	3.050	-	60.000	Đang xây dựng

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 82,2ha với chiều dài cầu cảng 750 m, trọng tải tàu lên tới 20.000 tấn sau khi cảng hoàn thành giai đoạn 2 nâng cấp trong năm 2011. 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 3 cầu cảng bao gồm 1 cầu cảng có chiều dài cầu cảng 385 m và 2 cầu cảng có chiều dài 130m với kho chứa rộng 95.600 m² và có thể tiếp nhận tàu trọng tải lên tới 70.000 tấn.

Cảng dịch vụ Dầu khí Đình Vũ phục vụ khai thác dầu khí khu vực vịnh Bắc Bộ, hoạt động vận tải tại khu công nghiệp Đình Vũ và các dịch vụ cảng cho khu vực phía Bắc 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 (hiện nay đang triển khai trên diện tích 4,2ha), chiều dài cầu cảng đạt 210 m và có thể tiếp nhận tàu có trọng tải 20.000 tấn.

Hai cảng Hòn La giai đoạn 1 – Quảng Bình có diện tích 8,8 ha được PVS nhận về từ năm 2009 với tổng chi phí 160 tỷ đồng, chiều dài cầu cảng 100 m có thể chứa được tàu có trọng tải 10.000 tấn, diện tích bãi cảng là 88.201 m² với nhà kho rộng 2.160 m². Giai đoạn 2 cải tạo cảng Hòn La đang triển khai nối dài cầu cảng ra 215 m có thể tiếp nhận 2 tàu có trọng tải 10.000 DWT cùng lúc.

Cảng Nghi Sơn – Thanh Hóa PVS mới tiếp nhận về năm 2009 cùng với cảng Hòn La. 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 và có khả năng công suất bốc dỡ từ 1,6 – 2 triệu tấn/năm. Dự kiến cảng sẽ được nâng cấp lên 10 triệu tấn/năm và tàu 50.000 DWT có thể cập cảng nhằm phục vụ nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn trong tương lai.

Bên cạnh đó PVS cũng đã nhận về 2 cảng đang trong quá trình xây dựng là cảng Phước An (tại Đồng Nai) và cảng Sao Mai – Bến Đình (tại Vũng Tàu). Các cảng này đều đang trong quá trình đầu tư mới và sẽ đưa vào hoạt động trong tương lai.

Hoạt động kinh doanh dịch vụ cảng có mức biên lợi nhuận gộp lớn nhất trong các hoạt động kinh doanh của PVS. Biên lợi nhuận gộp từ hoạt động trong thời gian 2005-9T/2012 đạt mức 28,0%. Năm 2012 mức lợi nhuận gộp từ hoạt động kinh doanh này đạt mức 26,1% ở mức tương đối cao. Các các của PVS hầu hết đã được cổ phần hóa trong năm 2011-2012 và hoạt động dưới mô hình công ty con của PVS. Cảng Vũng Tàu tiếp tục là cảng đem lại doanh thu, lợi nhuận lớn nhất trong các cảng hiện nay của PVS. Sau 9 tháng đầu năm các cảng đã đem về doanh thu cộng gộp là 1.322

tỷ đồng, doanh thu thuần là 1.015,8 tỷ đồng.

Biểu 13: Doanh thu hoạt động kinh doanh cảng

Doanh thu	2007	2008	2009	2010	2011	9T/2012
Vũng Tàu	255.1	505.4	364.1	512.6	953.1	915.0
Phú Mỹ	14.0	14.0	70.0	100.0	140.6	135.0
Dung Quất	90.0	29.7	89.1	103.0	66.7	77.0
Đình Vũ	-	-	95.7	105.0	131.9	94.0
Hòn La	-	-	-	2.0	29.4	41.0
Nghi Sơn	-	-	-	5.0	88.9	60.0
Tổng Doanh thu	359.1	549.1	618.9	827.6	1,410.6	1,322.0

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

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

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	1,354,397	1,451,850	1,597,410	1,752,651	1,915,166
Tăng trưởng DT	10.3%	7.2%	10.0%	9.7%	9.3%
Giá vốn	995,482	1,067,110	1,174,096	1,288,198	1,407,647
Giá vốn/DT	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%	73.5%
Lợi nhuận gộp	359,915	384,740	423,314	464,453	507,519
LN gộp/DT	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%	26.5%

Nguồn: PSI dự báo

5. Cơ khí, đóng mới và xây lắp

Hoạt động cơ khí chế tạo bao gồm các hoạt động sửa chữa, đóng mới các công trình 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 thác, đầu nối hệ thống đường ống nội mô, lắp ráp công trình dầu khí trên biển, đóng tàu và các thiết bị nổi,... Ngoài ra, PVS cũng thực hiện các hợp đồng EPC lớn trên đất liền như EPC nhà máy điện Long Phú 1, EPC nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1, EPC nhà máy sản xuất nhiên liệu sinh học Miền Trung (Dung Quất) và các công trình công nghiệp dầu khí khác.

PVS cũng đã hoàn thành nhiều công trình lớn trọng điểm trong ngành dầu khí thời gian qua như: Hạ thủy Chân đế giàn khai thác Chim Sáo, hạ thủy Khối thượng tầng giàn khai thác Sư Tử Đen Đông Bắc, giàn khai thác Chim Sáo, giàn khai thác Topaz, chân đế H1 – Tê Giác Trắng, dự án Biển Đông,...

Một số công trình lớn đang triển khai như: Thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt, đầu nối và chạy thử (EPCI) cho dự án Sư Tử Trắng (145 triệu USD) khối khối lượng 3.300 tấn và hệ thống đường ống nội mô dài 19,5 km; Giàn khoan tự nâng 90m nước (180 triệu USD), Dự án thiết kế, mua sắm, chế tạo, lắp đặt và chạy thử cụm máy nén khí trên giàn Rồng Đồi với Công ty Dầu khí Quốc gia Hàn Quốc (KNOC) trị giá 46,6 triệu USD, Dự án Biển Đông 1 gồm nhiều hạng mục: Chân đế & Giàn công nghệ trung tâm Hải Thạch, Chân đế & Giàn Mộc Tinh 1, cầu dẫn với khoảng 70km đường ống, 20km cáp ngầm. Tổng khối lượng chế tạo, lắp đặt của dự án Biển Đông 1 lên tới trên 60.000 tấn, trong đó riêng chân đế giàn công nghệ trung tâm Hải Thạch nặng trên 16.000 tấn, khối thượng tầng giàn công nghệ trung tâm nặng trên 12.000 tấn với tổng giá trị 800 triệu USD,...

Tốc độ tăng trưởng doanh thu của hoạt động cơ khí chế tạo giai đoạn 2006-2011 đạt trung bình 132,2%/năm. Năm 2011, doanh thu hoạt động đạt 12.461,6 tỷ đồng tăng trưởng 66,3%, lợi nhuận

từ hoạt động này đạt 439 tỷ đồng tăng trưởng 127,8%. Trong 9 tháng đầu năm 2012, PVS đạt 8.743,8 tỷ đồng doanh thu hoạt động cơ khí, lợi nhuận gộp đạt 438,2 tỷ đồng. Mức biên lợi nhuận gộp đạt 5.0% tăng 42,2% so với năm 2011 và là mức biên lợi nhuận cao nhất của hoạt động cơ khí từ năm 2005 tới nay. Trong quý 4/2012, PVS đã cơ bản hoàn thành dự án Biển Đông với giá trị 800 triệu USD và sẽ ghi nhận doanh thu cao vào quý 4/2012 giúp tổng doanh thu dịch vụ cơ khí của PVS tăng mạnh trong năm 2012 so với năm 2011. Tuy nhiên, các dự án nhiệt điện của PV Power đang gặp nhiều khó khăn về thu xếp vốn nên tiến độ khởi công và thi công các dự án EPC về nhiệt điện cũng bị trì hoãn một thời gian trong thời gian qua và có thể bắt đầu chính thức vào đầu năm 2013 với dự án Long Phú 1 và có thể năm 2014 với dự án Sông Hậu 1.

Biểu 15: Một số dự án cơ khí lớn của PVS đã và đang triển khai xây lắp, chế tạo hiện có (tỷ đồng)

Hợp đồng	Chủ đầu tư	Thời gian	Giá trị (USD)	2010E	2011E	2012F	2013F	2014F	2015F
Sông Hậu 1	PV POWER	Q3/2014-Q4/2017	800,000,000	-	-	-	-	2,520	6,020
Long Phú 1	PV POWER	Q3/2011-Q4/2014	1,200,000,000	-	-	-	1,000	8,820	8,411
Block B	Chevron	Q2/2012-Q4/2014	460,000,000	-	-	1,148	3,381	4,648	-
Sư Tử Nâu	Cửu Long JOC	Q3/2012-Q4/2014	160,000,000	-	-	333	1,176	1,892	-
Thăng Long-Đồng Đô	Lam Sơn JOC	Q3/2011-Q4/2013	111,000,000	-	182	693	1,445		
Diamond, Thái Bình	PCVL	Q3/2012-Q4/2013	110,000,000	-	-	229	2,079	-	-
Gầu Chó, Cá Chó	Côn Sơn JOC	Q2/2011-Q3/2013	246,000,000	-	504	1,535	3,100	-	-
Hải Sư Trắng/ Hải Sư Đen	Thăng Long JOC	Q2/2011-Q3/2013	246,000,000	-	1,968	1,535	2,996	-	-
Biển đông (EPCL)	Biển Đông JOC	Q2/2010-Q4/2012	800,000,000	1,600	6,048	8,840	-	-	
Sư Tử Trắng (EPIC)	Cửu Long JOC	Q1/2010-Q3/2012	140,000,000	560	861	1,456	-	-	
Nhà máy Ethanol Dung Quất	NLSH Dầu khí	9/2009-11/2011	80,000,000	480	1,033	-	-	-	
Giàn khoan 90m nước	VSP	6/2009-8/2011	180,000,000	-	-	-	-	-	-
Tê Giác Trắng (EPCL)	Hoàng Long JOC	11/2009 - 5/2011	146,000,000	854	1,497	-	-	-	
Sư Tử Đen Đồng Bắc (EPCL)	Cửu Long JOC	Q2/2008-Q4/2010	190,000,000	1,900	-	-	-	-	
Đóng tàu 3.500BHP và 4.750BHP	PTSC	6/2009-12/2010	23,000,000	-	-	-	-	-	-
Đóng mới xà lan	PTSC	Q2/2009-7/2010	76,000,000	-	-	-	-	-	-
Topaz	PCV	9/2009-7/2010	39,000,000	234	400	-	-	-	
Chim Sáo (EPIC)	Primier Oil Vietnam Offshore	9/2008-4/2010	243,000,000	1,793	-	-	-	-	
Pearl WHP	PCV	Q1/2008-Q3/2009	18,000,000	-	-	-	-	-	-
Lan Tây (EPC)	BP	7/2006-11/2007	11,000,000	-	-	-	-	-	-
BO-B, BO-C, BO-D	Talisman	7/2006-7/2007	66,840,000	-	-	-	-	-	-
NMLD Dung Quất (EPC)	BSR	10/2006-6/2007	49,646,270	-	-	-	-	-	-
...									
Tổng			4,595,486,270	7,421	12,492	15,768	15,177	17,880	15,480

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và ước tính

Tại Việt Nam hiện nay ngoài PVS còn có Xí nghiệp cơ khí của Liên danh VietsovPetro và Công ty Cổ phần Lắp máy và Kim loại Dầu khí (PVC MS - PXS) đang hoạt động cùng lĩnh vực với PVS và cũng có sự cạnh tranh nội bộ trong ngành dầu khí ở mảng hoạt động này.

Với triển vọng ngành rất tốt đến năm 2015, với các dự án đã ký đảm bảo doanh thu của hoạt động cơ khí tới năm 2014. Các dự án tiếp theo sẽ được công ty tham gia đấu thầu thi công trong các năm tới nhằm đảm bảo khả năng hoạt động ổn định và có tăng trưởng trong tương lai. Chúng tôi đưa ra một kế hoạch doanh thu, lợi nhuận của hoạt động cơ khí, đóng mới và xây lắp một cách tương đối phù hợp với năng lực của PVS. Ngoài ra, PVS rất có nhiều cơ hội tham gia vào EPC các nhà máy nhiệt điện Long Phú 2, Long Phú 3, Sông Hậu 2, cũng như các dự án giàn khai thác, các công trình dầu khí trên biển khi các dự án khai thác mới được đưa vào hoạt động tại Việt Nam cũng như khu vực Đông Nam Á.

Biểu 16: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cơ khí chế tạo các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9T/2012
Doanh thu	192,074	341,001	1,890,007	2,315,371	3,193,814	7,492,768	12,461,558	8,743,846
Tăng trưởng DN		77.5%	454.3%	22.5%	37.9%	134.6%	66.3%	
Giá vốn	135,163	331,975	1,807,860	2,208,347	3,142,534	7,300,024	12,022,515	8,305,635
Giá vốn/DN	70.4%	97.4%	95.7%	95.4%	98.4%	97.4%	96.5%	95.0%
LN gộp	56,911	9,026	82,147	107,024	51,280	192,744	439,043	438,211
LN gộp/DN	29.6%	2.6%	4.3%	4.6%	1.6%	2.6%	3.5%	5.0%
LNTT	51,418	29,783	N/a	N/a	N/a	185,000	N/a	N/a

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Biểu 17: Dự báo doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh cơ khí chế tạo các năm tới

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	15,768,480	15,177,100	17,880,300	18,416,709	18,969,210
Tăng trưởng DN	26.5%	-3.8%	17.8%	3.0%	3.0%
Giá vốn	15,137,741	14,600,370	17,165,088	17,643,207	18,172,503
Giá vốn/DN	96.0%	96.2%	96.0%	95.8%	95.8%
LN gộp	630,739	576,730	715,212	773,502	796,707
LN gộp/DN	4.0%	3.8%	4.0%	4.2%	4.2%

Nguồn: PSI dự báo

6. Sửa chữa, vận hành, lắp đặt và bảo dưỡng công trình biển

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.

Một số dự án lớn trong hoạt động O&M PVS đang cung cấp cho các đơn vị như dự án: Lắp đặt FPSO – Tê Giác Trắng cho VSP, dự án Aircooler cho KNOC (46 triệu USD), dự án HUC TGT cho Hoàng Long, Hoàn Vũ; dự án T&I/HUC Mộc Tinh cho BP POC, giai đoạn 1 dự án Ruby B gas lift cho PCVL, dự án Lan Đỏ cho BP, dự án Ruby A Flowline cho PCVL, dự án EPCI sub sea tie in Đại Hùng cho PVEP POC, bảo dưỡng nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất, cung cấp nhân sự ngắn hạn cho các nhà thầu dầu khí,...

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, Đến năm 2011, doanh thu hoạt động O&M đã tăng lên mức 2.376,7 tỉ đồng, tăng trưởng bình quân hàng năm ở mức 338%/năm. Lợi nhuận gộp cũng tăng từ mức 4 triệu năm 2005 lên mức 250,8 tỷ năm 2011. Trong năm 2011, PVS cũng cho đư vào hoạt động 1 xà lan không tự vận hành với 300 người có thể sinh hoạt trên bển và 1 xà lan vận tải với trọng lượng 5.000 tấn giúp hoạt động O&M của PVS có bước phát triển đột phá.

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.

Biểu 18: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh O&M các năm qua

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9T/2012
Doanh thu	18,028	61,876	1,103,448	1,561,232	1,804,074	2,961,575	2,376,684	1,052,072
Tăng trưởng DN		243.2%	1683.3%	41.5%	15.6%	64.2%	-19.7%	
Giá vốn	16,239	35,678	1,005,653	1,467,921	1,700,231	2,739,749	2,125,836	916,615
Giá vốn/DN	90.1%	57.7%	91.1%	94.0%	94.2%	92.5%	89.4%	87.1%
LN gộp	1,789	26,198	97,795	93,311	103,843	221,826	250,848	135,457
LN gộp/DN	9.9%	42.3%	8.9%	6.0%	5.8%	7.5%	10.6%	12.9%
LNTT	4	25,177			68,306	125,000		

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Biểu 19: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh O&M các năm tới

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	1,613,177	1,935,812	2,788,030	3,066,833	3,373,516
Tăng trưởng DN	-32.1%	15.0%	15.0%	12.0%	12.0%
Giá vốn	1,419,596	1,703,515	2,453,466	2,698,813	2,968,694
Giá vốn/DN	88.0%	93.0%	92.7%	92.5%	92.3%
LN gộp	193,581	232,297	334,564	368,020	404,822
LN gộp/DN	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%

Nguồn: PSI dự báo

7. Hoạt động kinh doanh khác

Các hoạt động kinh doanh khác của PVS bao gồm: Quản lý, kinh doanh 3 khách sạn (Khách sạn PTSC Vũng Tàu, Holiday Mansion Hotel và Ami Hotel), hoạt động thương mại, dịch vụ dự án, dịch vụ cung ứng vật tư thiết bị dầu khí và các dịch vụ khác. Các hoạt động này đóng góp ngày càng nhỏ trong tổng doanh thu của PVS trong thời gian qua do hoạt động tái cấu trúc trong ngành dầu khí nên PVS đã chuyển nhượng nhiều công ty ít liên quan tới hoạt động cốt lõi nên doanh thu khác giảm qua các năm.

Biểu 20: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh khác

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	9T/2012
Doanh thu	1,508,947	2,101,268	234,928	377,263	811,945	1,650,051	790,192	401,820
Tăng trưởng DN		39.3%	-88.8%	60.6%	115.2%	103.2%	-52.1%	
Giá vốn	1,387,339	2,023,253	188,905	256,727	645,813	1,523,969	651,672	409,034
Giá vốn/DN	91.9%	96.3%	80.4%	68.0%	79.5%	92.4%	82.5%	101.8%
LN gộp	121,608	78,015	46,023	120,536	166,132	126,082	138,520	-7,214
LN gộp/DN	8.1%	3.7%	19.6%	32.0%	20.5%	7.6%	17.5%	-1.8%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp

Biểu 21: Doanh thu, giá vốn, lợi nhuận hoạt động kinh doanh khác trong các năm tới

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	535,760	669,700	803,640	964,368	1,137,954
Tăng trưởng DN	-32.2%	25.0%	20.0%	20.0%	18.0%
Giá vốn	525,045	656,306	787,567	945,081	1,115,195
Giá vốn/DT	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%	98.0%
LN gộp	10,715	13,394	16,073	19,287	22,759
LN gộp/DT	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%

Nguồn: PSI dự báo

Tổng hợp doanh thu, lợi nhuận của PVS

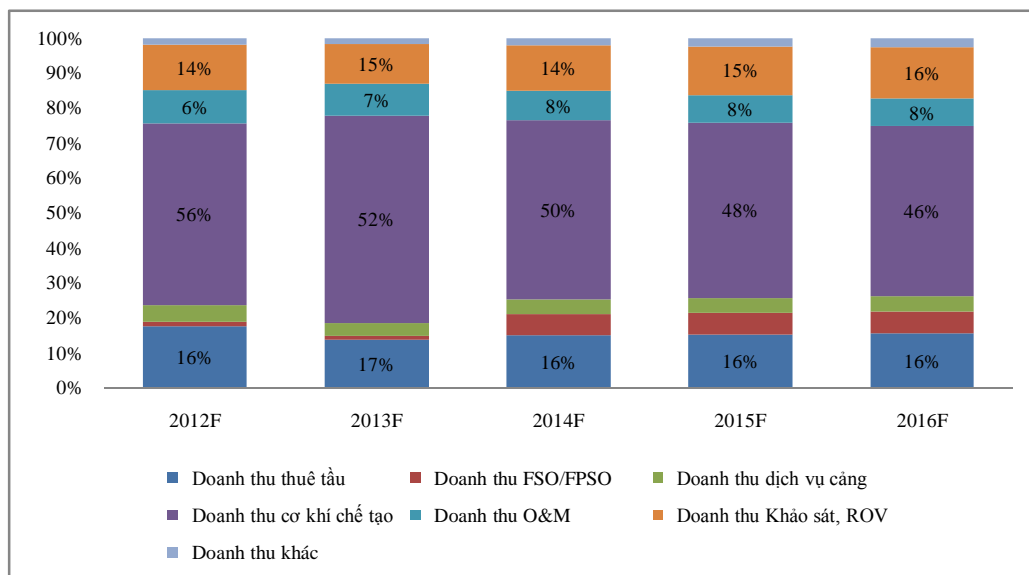
Với các dịch vụ PVS cung cấp chúng tôi đánh giá doanh thu của PVS năm 2012 đạt 29.118,5 tỉ đồng, lợi nhuận trước thuế 1.658,5 tỉ đồng, tốc độ tăng trưởng tương ứng 15,6% và -9,5%. Tốc độ tăng trưởng này đến chủ yếu từ việc doanh thu hoạt động cho thuê tàu chuyên dụng và cơ khí chế tạo tăng mạnh. Lợi nhuận trước thuế giảm do lợi nhuận khác của năm 2012 thấp hơn nhiều so với mức hơn 700 tỷ của năm 2011. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh của PVS đạt 1.390 tỷ đồng tăng 65,0% so với cùng kỳ năm 2011. Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh tăng trưởng mạnh chủ yếu do lợi nhuận hoạt động cơ khí và khảo sát tăng mạnh cũng như chi phí tài chính giảm mạnh so với năm 2011.

Biểu 22: Tổng hợp hoạt động kinh doanh của PVS trong tương lai (tỷ đồng)

Chỉ tiêu (Triệu đồng)	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	28,102,767	29,075,904	36,024,299	38,327,315	40,888,444
Doanh thu thuê tàu	4,605,467	5,021,653	5,619,100	6,114,960	6,729,841
Doanh thu FSO/FPSO	395,198	414,958	2,270,264	2,338,372	2,408,523
Doanh thu dịch vụ cảng	1,354,397	1,451,850	1,597,410	1,752,651	1,915,166
Doanh thu cơ khí chế tạo	15,768,480	15,177,100	17,880,300	18,416,709	18,969,210
Doanh thu O&M	1,613,177	1,935,812	2,788,030	3,066,833	3,373,516
Doanh thu Khảo sát, ROV	3,830,288	4,404,831	5,065,556	5,673,423	6,354,233
Doanh thu khác	535,760	669,700	803,640	964,368	1,137,954
Giá vốn	26,969,588	26,823,502	33,175,855	35,222,060	37,536,817
Lợi nhuận gộp	2,133,180	2,252,402	2,848,445	3,105,255	3,351,627
Biên LN gộp/DT	7.6%	7.7%	7.9%	8.1%	8.2%

Nguồn: 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 75% trong tổng doanh thu. Doanh thu từ hoạt động khảo sát địa chấn, địa chất và công trình ngầm bằng ROV chiếm khoảng 14%-16% tổng cơ cấu doanh thu, còn lại là doanh thu từ hoạt động căn cứ dịch vụ, dịch vụ FSO/FPSO, dịch vụ O&M và một số dịch vụ khác.

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu của PVS


Nguồn: PVS, PSI dự báo

Tình hình tài chính của Công ty:

Tình hình tài chính của PVS khá tốt với lượng tiền mặt và tiền gửi ngân hàng lên tới 6.556,9 tỷ 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 như năm 2011 chênh lệch tỷ giá hối đoái các khoản vay lên tới 638,3 tỷ đồng do tỷ giá biến động mạnh trong năm 2011. Trong năm 2012, tỷ giá VNĐ/USD tương đối ổn định nên chi phí tài chính của PVS giảm đáng kể so với năm 2011. Thêm vào đó việc doanh thu cung cấp dịch vụ của PVS chủ yếu cũng được tính theo USD nên sẽ cân đối được các rủi ro về tỷ giá. Các dự án tàu FSO/FPSO làm nhu cầu vốn của PVS tăng mạnh trong thời gian qua và tiếp tục tăng trong tương lai. Chi phí tài chính sẽ tăng dần qua các năm bởi việc sử dụng vốn vay ngày càng nhiều hơn.

Lãi suất các khoản vay thương mại của PVS bình quân trong thời gian qua biến động ở mức 2,2% - 8,7%. Trong các năm từ 2009 – 2012, lãi suất vay bình quân ở mức 3,2% tương đối thấp so với các công ty khác. Tổng dư nợ vay thương mại của PVS tới cuối tháng 9/2012 là 4.757 tỷ đồng và sẽ tăng trong tương lai khi PVS tiếp tục mở rộng đầu tư mới tài sản cố định.

Trong năm 2013, PVS sẽ tiếp tục tăng vốn điều lệ từ mức 2.978 tỷ đồng lên mức 4.467 tỷ đồng bằng cách phát hành cho cổ đông hiện hữu và từ lợi nhuận chưa phân phối và quỹ đầu tư phát triển của PVS. Lượng tiền thu được dùng để góp vốn đầu tư các dự án đầu tư mới tàu FSO/FPSO mới dự kiến triển khai trong năm 2012-2013.

Lợi nhuận từ công ty liên doanh, liên kết của PVS tăng dần trong thời gian qua và bắt đầu đóng góp đáng kể trong lợi nhuận của PVS từ năm 2010 sau khi 3 công ty liên kết đang là chủ sở hữu của 3 tàu FSO/FPSO hoạt động ổn định và có lợi nhuận cao từ năm 2010. Trong năm 2011, PVS có khoản lợi nhuận khác rất lớn đạt 709 tỷ đồng trong đó riêng lợi nhuận từ việc chuyển nhượng tàu FSO Bạch Hổ là 461,7 tỷ đồng. Năm 2012, dự kiến lợi nhuận khác sẽ giảm mạnh so với năm 2011 bởi việc chuyển nhượng tài sản sẽ giảm mạnh so với năm 2011.

Trong năm 2012-2013 lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết sẽ tương đối ổn định và tăng trưởng

ở mức vừa phải. Năm 2014-2015 lợi nhuận này tăng nhờ lợi nhuận từ 2 công ty liên kết do 2 tàu FSO/FPSO đi vào hoạt động chính thức từ cuối năm 2013 sẽ đem lại lợi nhuận từ năm 2014 và có thể tiếp tục tăng trong giai đoạn 2015-2016 nhờ tàu mới tiếp tục được đi vào hoạt động nếu PVS đầu tư thành công 2 dự án cung cấp tàu FSO/FPSO sắp tới.

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 khảo sát địa chấn, địa chấn, khảo sát ROV, cũng như hoạt động cơ khí chế tạo thiết bị nổi, đầu nối đường ống và EPC các nhà máy điện, sản xuất công nghiệp trong nội bộ Tập đoàn Dầu khí.

Biểu 23: Các dự án thăm dò, khai thác, đầu tư mới của PVN đến 2014

TT	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 Ưng		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
		7.000-	
3	Nhà máy lọc dầu Long Sơn (NM lọc dầu số 3)	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
			Triển khai được 50% khối lượng xây lắp, dự kiến 2012 đi vào hoạt động
5	Nhà máy Đạm Cà Mau	900,2	Đã hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
6	Kho chứa dầu ngầm Dung Quất	340	Đang trình thiết kế 1/500, triển khai từ 2009-2015
7	Kho chứa dầu ngầm Long Sơn	310	Hoàn thành Pre-FS dự án. Triển khai từ 2010-2016
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	Triển khai từ 2009-2012
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 từ 2009-2014, tại KCN Long Sơn – Vũng Tàu
14	Tổ hợp hóa dầu Miền Nam	4.000	Triển khai 2010-2012
15	Kho nổi FSO cho Biển Đông POC	350	
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 2011
7	Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1	1708	Khởi công năm 2012
8	Nhà máy thủy điện Hòa Na	230	Khởi công 3/2008
9	Nhà máy thủy điện Đakrông	150	Khởi công năm 2010
10	Nhà máy phong điện Phú Quý	N/a	Khởi công năm 2010

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 2012-2015.

Doanh thu năm 2012 - 2015, 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 cũng như chênh lệch tỷ giá hối đoái.

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,... cũng như chênh lệch tỷ giá hối đoái hàng năm tác động tới các khoản vay bằng ngoại tệ của PVS.

Các giả định chi tiết

- Dự báo doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp được tính chi tiết theo từng mảng hoạt động của PVS;
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch mua sắm tài sản cố định cũng như kế hoạch hoàn thành các công trình xây dựng cơ bản dở dang đưa vào hoạt động;
- Vốn đăng ký sẽ tăng từ 2.987 tỷ đồng năm 2012 lên mức 4.102 tỷ cuối trong năm 2013 và 4.699 tỷ đồng ở cuối năm 2014, dự kiến 5.169 tỷ đồng vào năm 2015 và giữ đến hết năm 2016;
- Vốn góp vào các công ty liên kết tiếp tục tăng lên theo kế hoạch đầu tư tàu mới của PVS;
- Tỷ lệ chia thưởng cổ tức bằng tiền mặt ở mức 15%/năm, trích quỹ dự phòng tài chính bình quân 5%/lợi nhuận sau thuế hàng năm. Trích quỹ khen thưởng phúc lợi là 15%/lợi nhuận sau thuế, phần còn lại của lợi nhuận sẽ được phân bổ vào quỹ đầu tư phát triển.

Biểu 24: Kết quả dự báo của PVS

Chỉ tiêu (Tỷ đồng)	2009	2010	2011	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu	10,685	16,880	24,313	28,103	29,076	36,024	38,327	40,888
Lợi nhuận gộp	1,073	1,168	1,962	2,133	2,252	2,848	3,105	3,352
LN từ HĐKD	702	749	842	1,390	1,426	1,781	1,826	2,155
LNST	636	902	1,442	1,286	1,312	1,621	1,745	2,048
LNST CT mẹ	638	921	1,419	1,151	1,174	1,443	1,536	1,802
EPS	4,298	4,658	4,973	3,866	3,317	3,280	3,113	3,487
ROA	5.09%	5.29%	5.99%	5.46%	4.76%	4.94%	4.77%	5.10%
ROE	17.90%	26.28%	24.39%	20.47%	17.91%	19.02%	18.15%	19.25%

Nguồn: PVS, PSI tổng hợp và dự báo

ĐỊNH GIÁ

So sánh với các công ty cùng ngành trên thế giới

Hiện ước có khoảng hơn 350 công ty hoạt động cùng ngành với PVS đang niêm yết trên thế giới. Chúng tôi lựa chọn 7 công ty từ các nước trên thế giới có hoạt động tương tự PVS. Trong đó có công ty Yinson Holdings BHD là 1 trong những đối tác chính trong hoạt động cung cấp tàu FSO/FPSO với PVS hiện nay. Nhìn chung các công ty trong lĩnh vực dầu khí tại Việt Nam hiện nay đều có tỷ lệ P/E, P/B thấp hơn rất nhiều so với các công ty trên thế giới. Ngay tại Việt Nam thì PVS cũng là công ty có kết quả kinh doanh rất tốt nhưng các tỷ số P/E, P/B đều ở mức tiêu cực hơn PVD rất nhiều.

Biểu 25: So sánh PVS với các công ty trên thế giới

STT	Mã	Nước	Tên công ty	Vốn hóa	Giá	EPS	P/E	BV/Share	P/B
Các công ty trong khu vực Châu Á									
1	RUIS IJ Equity	IJ	RADIANT UTAMA IN	173,250,002,944	225	11.9	18.50	293.1	0.75
2	SDRL NO Equity	NO	SEADRILL LTD	103,094,427,648	220	3.05	17.68	13.4	2.87
3	TRNFP RM Equity	RM	AK TRANSNEFT-PRF	97,907,367,936	62,968	33.82K	2.30	189.4K	0.33
4	SLB US Equity	US	SCHLUMBERGER LTD	9,2757,327,872	10 70	4.22	16.56	25.8	2.71
5	2883 HK Equity	HK	CHINA OILFIELD-H	78,147,690,496	15	0.97	12.10	6.7	1.76
6	PROMIG CB Equity	CB	PROMIGAS	3,455,784,845,312	26,000	1.38K	18.80	9.81K	2.65
7	YNS MK Equity	MK	YINSON HOLDING BHD	376,700,000,000	1.88	0.23	8.07	1.3	1.42
Bình quân tại Châu Á							13.43		1.78
Các công ty tại Việt Nam									
1	PVD VN Equity	VN	PETROVIETNAM DRI	7,313,559,126,016	34100	6,231	5.47	34,481	0.99
2	PVS VN Equity	VN	PETROVIETNAM TEC	4,407,471,112,192	14900	4,806	3.10	20,206	0.74
3	PVC VN Equity	VN	DRILLING MUD JSC	399,000,010,752	11400	3,866	2.95	18,193	0.63
Bình quân tại Việt Nam							3.84		0.78
Bình quân chung							8.30		1.67

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp và dự báo

Kết quả kinh doanh của PVS tăng trưởng rất tốt trong các năm vừa qua. Tuy nhiên do các hoạt động của PVS rất phức tạp cũng như các nhà đầu tư không có sự hiểu biết nhất định về PVS nên giá trị thị trường của PVS chưa phản ánh đúng thực chất giá trị của doanh nghiệp. Theo đánh giá của Chúng tôi thì giá trị thị trường của PVS là đang dưới giá trị thực. Mức P/E bình quân trên thị trường Việt Nam hiện nay ở sàn HSX là 10,5 lần, trên sàn HNX là 9,09 lần. P/B bình quân trên sàn HSX là 1,44 lần, trên sàn HNX là 0,67 lần. Các mức P/E và P/B hiện nay bình quân trên thị trường đều cao hơn của PVS rất nhiều. Thêm vào đó, giá trị thị trường của PVS còn bị ảnh hưởng bởi áp lực tăng vốn chủ sở hữu liên tục với quy mô lớn trong thời gian qua do PVS đang trong giai đoạn phát triển mạnh và bùng nổ nên việc huy động vốn để phục vụ cho các dự án dịch vụ dầu khí luôn diễn ra trong thời gian qua đặc biệt nguồn vốn phục vụ cho việc mua tàu FSO/FPSO và phát triển đội tàu 2D, 3D cũng như đội tàu dịch vụ kỹ thuật dầu khí.

Trong những năm qua, PVS luôn có sự tăng trưởng và hoạt động kinh doanh tập trung vào hoạt động chính và ổn định. Các dịch vụ PVS cung cấp đều chiếm thị phần chi phối tại Việt Nam và là đơn vị lớn nhất gần như độc quyền trong nhiều lĩnh vực chủ chốt. Với vị thế là đơn vị dẫn đầu thị trường ở các phân khúc cung cấp tàu chuyên dụng dịch vụ dầu khí, dịch vụ tàu FSO/FPSO, dịch vụ khảo sát thăm dò địa chấn, địa chất ngành dầu khí, dịch vụ bảo dưỡng công trình biển, dịch vụ cơ

khí chế tạo các công trình biển,... đều là các thế mạnh của PVS và có sức cạnh tranh cao trên thị trường Việt Nam và khu vực. Việc tăng quy mô vốn điều lệ liên tục mặc dù ảnh hưởng lớn tới EPS của PVS cũng như tốc độ pha loãng của cổ phiếu nhưng sẽ đem lại giá trị lâu dài cho cổ đông trong tương lai.

Ngày 10/12/2012, PVS đã chốt quyền phát hành cổ phiếu mới với tỷ lệ 20:3 cho cổ đông hiện hữu để tăng vốn bằng thặng dư vốn cổ phần, quỹ đầu tư phát triển và lợi nhuận để lại với giá trị 446.703.140.000 đồng tương ứng với 44.670.314 cổ phần. Chốt quyền mua 20:7 với giá mua 10.000 VNĐ/cổ phần với giá trị phát hành mới 1.042.307.330.000 VNĐ tương ứng với 104.230.733 cổ phần.

Mức giá hợp lý của PVS trước khi điều chỉnh giá vào khoảng **17.300 VNĐ/cổ phần**.

Biểu 26: Định giá cổ phiếu PVS

Định giá	Giá (VNĐ)	Tỷ trọng	
FCFE	21,476	25.00%	5,369
FCFF	16,384	25.00%	4,096
P/E	14,848	25.00%	3,712
P/B	16,553	25.00%	4,138
Trung bình		100.00%	17,315

Nguồn: PSI dự báo

Sau khi chốt quyền pha loãng cổ phiếu thì giá cổ phiếu PVS điều chỉnh về mức **14.877 VNĐ/cổ phần**. Mức giá này tương ứng với mức P/E forward vào khoảng 3,85 lần và P/B forward vào khoảng 0,70 lần.

PHỤ LỤC

Đơn vị: triệu đồng

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
TỔNG TÀI SẢN	23,546,497	23,555,666	27,562,554	32,810,483	36,604,171	40,189,411
Tài sản ngắn hạn	14,148,471	13,840,452	15,835,198	19,408,673	22,204,076	25,024,482
Tiền và tương đương tiền	6,082,192	5,360,351	7,063,643	8,556,079	10,661,730	12,715,081
Đầu tư tài chính ngắn hạn	80,000	63,346	63,346	63,346	63,346	63,346
Phải thu ngắn hạn	6,495,746	7,176,869	7,425,388	9,199,866	9,788,009	10,442,068
Hàng tồn kho	1,129,396	952,996	985,996	1,221,623	1,299,721	1,386,572
Tài sản ngắn hạn khác	361,137	286,891	296,825	367,759	391,269	417,415
Tài sản dài hạn	9,398,025	9,715,213	11,727,356	13,401,810	14,400,096	15,164,929
Phải thu dài hạn	159	169	182	196	211	225
Tài sản cố định	6,455,868	6,724,656	7,296,890	7,546,499	8,006,401	8,721,380
TSCĐ hữu hình	5,728,613	6,313,394	6,236,447	6,208,269	6,310,003	6,563,335
Nguyên giá	8,795,058	10,429,743	11,471,673	12,641,626	14,035,865	15,698,279
Giá trị hao mòn lũy kế	(3,066,445)	(4,116,350)	(5,235,226)	(6,433,357)	(7,725,862)	(9,134,944)
Đầu tư tài chính dài hạn	2,342,420	2,500,840	3,923,783	5,227,573	5,725,824	5,731,049
Tài sản dài hạn khác	599,578	489,548	506,500	627,541	667,659	712,274
TỔNG NGUỒN VỐN	23,546,497	23,555,666	27,562,554	32,810,483	36,604,171	40,189,411
Nợ ngắn hạn	12,178,763	10,173,337	10,548,673	12,650,463	13,769,828	14,766,467
Vay và nợ ngắn hạn	2,563,101	939,492	826,440	604,867	954,163	1,094,426
Nợ dài hạn	4,505,417	4,604,276	6,224,956	7,104,586	7,511,574	7,785,152
Vay và nợ dài hạn	3,322,796	3,750,732	5,452,922	6,148,056	6,493,893	6,699,467
Nguồn vốn chủ sở hữu	5,913,475	6,285,197	7,325,575	8,524,489	9,617,471	10,640,704
Vốn đầu tư của chủ sở hữu	2,978,021	2,978,021	4,102,224	4,698,668	5,168,535	5,168,535
Lợi nhuận chưa phân phối	1,650,494	1,603,635	1,626,741	1,895,437	1,988,267	2,254,725
Nguồn kinh phí, quỹ khác	73	46	-	-	-	-
Lợi ích cổ đông thiểu số	948,769	2,492,810	3,463,351	4,530,945	5,705,299	6,997,088

Nguồn: PVS, PSI dự báo

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Doanh thu thuần	24,312,607	28,102,767	29,075,904	36,024,299	38,327,315	40,888,444
Giá vốn hàng bán	22,350,849	25,969,588	26,823,502	33,175,855	35,222,060	37,536,817
Lợi nhuận gộp	1,961,758	2,133,180	2,252,402	2,848,445	3,105,255	3,351,627
Doanh thu tài chính	615,291	402,026	635,728	684,486	746,321	890,056
Chi phí tài chính	1,024,585	334,715	613,577	851,657	1,055,530	1,068,868
Chi phí bán hàng	42,997	54,422	52,337	75,651	88,153	98,132
Chi phí quản lý DN	667,084	755,964	796,680	824,956	881,528	919,990
LN thuần từ HĐKD	842,383	1,390,104	1,425,537	1,780,666	1,826,365	2,154,693
Lợi nhuận khác	709,001	24,800	14,538	17,446	20,935	25,122
LN trước thuế	1,551,384	1,414,905	1,440,075	1,798,112	1,847,299	2,179,814
Lợi nhuận sau thuế	1,442,097	1,286,400	1,312,216	1,621,494	1,745,408	2,048,202
Lợi ích cổ đông thiểu số	23,299	135,072	137,783	178,364	209,449	245,784
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	1,418,798	1,151,328	1,174,433	1,443,129	1,535,959	1,802,418
EPS	4,973	3,866	3,317	3,280	3,113	3,487

Nguồn: PVS, PSI dự báo

CÁC CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH CƠ BẢN

Chỉ tiêu tài chính	2011A	2012F	2013F	2014F	2015F	2016F
Nhóm chỉ tiêu thanh toán						
Khả năng thanh toán nhanh	0.78	0.87	0.89	0.92	0.98	1.05
Khả năng thanh toán hiện hành	1.16	1.36	1.50	1.53	1.61	1.69
Nhóm chỉ tiêu cơ cấu vốn						
Hệ số nợ/ Vốn CSH	2.82	2.35	2.29	2.32	2.21	2.12
Nợ/ Tổng tài sản	70.9%	62.7%	60.9%	60.2%	58.1%	56.1%
Nhóm chỉ tiêu hoạt động						
Vòng quay hàng tồn kho	28.38	24.94	27.67	30.06	27.94	27.95
Vòng quay các khoản phải trả	7.32	7.20	7.22	7.84	7.29	7.29
Vòng quay các khoản phải thu	5.73	4.84	4.51	4.90	4.57	4.57
Nhóm chỉ tiêu sinh lời						
Lợi nhuận ròng/ Doanh thu (GM)	8.07%	7.59%	7.75%	7.91%	8.10%	8.20%
Lợi nhuận hoạt động/Doanh thu (Operating margin)	5.15%	4.71%	4.83%	5.41%	5.57%	5.71%
ROA	6.12%	5.46%	4.76%	4.94%	4.77%	5.10%
ROE	24.39%	20.47%	17.91%	19.02%	18.15%	19.25%

Nguồn: PVS, PSI dự báo

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI). 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****Phòng Nghiên cứu và Phân tích**

Điện thoại: +84 3934 3888

Email: research@psi.vn**Người viết: Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736**hanhnm@psi.vn**Phụ trách phòng**

Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736

Email: hanhnm@psi.vn**Nghiên cứu Thị trường & KT vĩ mô**

Đào Hồng Dương, ext 6736

duongdh@psi.vn**Phân tích ngành, công ty**

Đoàn Thị Vân Anh, ext 6822

anhdtv1@psi.vn

Nguyễn Thị Châu, ext 6768

chaunt@psi.vn