

Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (PVS)

MUA

Ngô Đăng Quê
Chuyên viên

Báo cáo lần đầu Dầu khí

Giá mục tiêu	60.000
Giá hiện tại	40.100
Cổ tức tiền mặt	1.200
Tỷ lệ tăng	49,6%
Lợi suất cổ tức	3,0%
Tổng lợi nhuận	52,6%

Các chỉ số chính

Giá trị vốn hóa USD	901 triệu
GTGD trung bình 30 ngày USD	8 triệu
Sở hữu của KN/Room tối đa	28,2%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	446,7 triệu
SL cổ phiếu pha loãng hoàn toàn	446,7 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	46.000
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	14.100

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn dầu khí VN (PVN)	51,25%
NDT nước ngoài	28,16%
NDT trong nước	20,59%

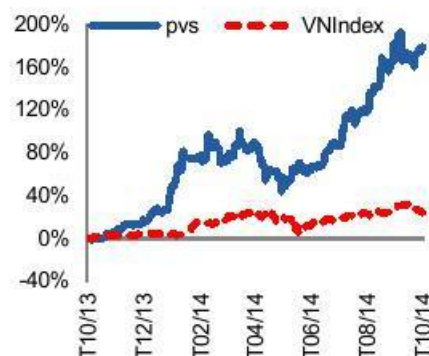
Thuộc danh mục

Chỉ số HNI, HNI	
Chỉ số Quỹ ETF FTSE VN ALL	

Mô tả công ty

Là doanh nghiệp thành viên của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và là công ty trong nước duy nhất cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí, Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX:PVS) chiếm phần lớn thị phần ở các ngành trọng điểm có liên quan, như 25% thị phần dịch vụ cơ khí và xây dựng các công trình dầu khí, 97% thị phần dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng và 60% thị phần xử lý dầu thô. PVS sở hữu và vận hành đội tàu gồm 24 tàu dịch vụ, 3 kho nổi FSO và 2 kho nổi FPSO.

Diễn biến tương đối của giá cổ phiếu PVS so với chỉ số VNI



Nắm bắt cơ hội từ cơn sốt vàng đen

Từ nay đến năm 2018, Việt Nam dự kiến sẽ nâng công suất lọc hóa dầu lên gấp ba lần, qua đó giúp thúc đẩy các hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí được thực hiện bởi Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và các đối tác nước ngoài, đây là những công ty đầu tư vào Việt Nam với quy mô lớn nhằm tiếp cận trữ lượng dầu thô lớn thứ ba tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương (APAC). Do đó, với vai trò là công ty dịch vụ kỹ thuật dầu khí hàng đầu của PVN, Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (HNX:PVS) trở thành sự lựa chọn tốt nhất cho nhà đầu tư trong việc thâm nhập thị trường dầu mỏ có tiềm năng tăng trưởng to lớn tại Việt Nam. Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu dành cho PVS với khuyến nghị MUA và giá mục tiêu 60.000 đồng/cổ phiếu.

Ngành dầu khí Việt nam có tiềm năng tăng trưởng rất lớn: Với 400.000 thùng/ngày, sức tiêu thụ dầu mỏ bình quân đầu người của Việt Nam chỉ bằng 1/2 của Thái Lan và chỉ bằng 1/3 của Indonesia. Thậm chí nhà máy lọc dầu duy nhất hiện đang hoạt động của Việt Nam cũng chỉ cung ứng được 140.000 thùng/ngày, tương đương 1/3 nhu cầu cả nước. Đây là nguyên nhân chính lý giải cho việc sẽ có 5 nhà máy lọc dầu được đầu tư xây dựng trong giai đoạn từ nay cho đến năm 2020. Đồng thời, do trữ lượng của các mỏ dầu lớn đang nhanh chóng cạn dần, PVN đã và đang tích cực kêu gọi nguồn vốn đầu tư nước ngoài cho hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí nhằm củng cố nguồn nguyên liệu đầu vào cho các nhà máy lọc hóa dầu và tăng sản lượng dầu thô xuất khẩu. Với sản lượng sản xuất dầu thô hiện nay, Việt Nam cần 35 năm để khai thác hết trữ lượng dầu thô đã được kiểm chứng, mức cao nhất trong khu vực, điều này cho thấy ngành dầu khí Việt Nam có tiềm năng tăng trưởng rất lớn.

PVS hầu như không có đối thủ cạnh tranh. Là công ty có nguồn lực kỹ thuật vững chắc và năng lực tài chính lành mạnh, PVS gần như độc quyền trong việc cung cấp các loại hình dịch vụ trong suốt vòng đời của một dự án dầu khí. Công ty cung cấp 97% trong số 80 tàu dịch vụ dầu khí đang hoạt động hàng ngày tại Việt Nam; cung cấp 100% dịch vụ căn cứ cảng dầu khí; cung cấp 90% dịch vụ khảo sát địa chấn; và vận hành 8 kho nổi (5 do PVS sở hữu, 3 thuê ngoài) trong số 12 kho nổi FSO/FPSO đang hoạt động ngoài khơi Việt Nam. Tóm lại, khó có công ty nào có thể đạt được quy mô và phạm vi hoạt động ngang tầm với PVS.

PVS hiện đang được định giá rất thấp, khuyến nghị MUA: Chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý dành cho PVS là 60.000 đồng/cổ phiếu, tăng trưởng tiềm năng 52,6% so với giá thị trường vào thời điểm hiện tại. PVS đang giao dịch với mức định giá rẻ, cụ thể PER năm 2014 là 10,3 lần và PER năm 2015 là 8,7 lần, thấp hơn nhiều so với bình quân của các công ty cùng ngành trong khu vực lần lượt là 16,2 lần và 14,5 lần. Với giá trị vốn hóa thị trường hiện đạt 901 triệu USD, PVS chỉ đứng sau hai công ty dầu khí niêm yết khác cũng là công ty con của PVN là GAS (vốn hóa 10 tỷ USD) và PVD (vốn hóa 1,3 tỷ USD). Trong số ba công ty này, trong giai đoạn từ 2015-2019, chúng tôi ước tính lợi nhuận của PVS sẽ có tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) cao nhất, đạt 11%, do PVS có mức độ tham gia rộng hơn vào các hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí thông qua việc cung ứng một chuỗi các loại hình dịch vụ kỹ thuật dầu khí.

Các chỉ số chính	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	24.595	25.419	27.678	29.668	31.115
LN ròng sau thuế (tỷ đồng)	1.169	1.576	1.733	2.070	2.306
Biên LN gộp (%)	7,4%	10,5%	10,6%	11,2%	11,6%
Biên LN từ HĐ (%)	4,8%	7,6%	7,4%	8,0%	8,4%
Biên LN ròng sau thuế (%)	4,8%	6,2%	6,3%	7,0%	7,4%
EPS, pha loãng hoàn toàn (đồng)	2.615	3.525	3.878	4.631	5.158
Tăng trưởng EPS (%)	-17,6%	34,8%	10,0%	19,4%	11,4%
GT doanh nghiệp (EV) / Doanh thu	2,9	4,0	6,9	6,4	5,6
Giá CP / Dòng tiền tự do, theo giá TT	6,4	9,8	10,2	9,0	8,8
Giá CP / Thu nhập, theo giá TT	16,8	11,4	10,3	8,7	7,8
Giá CP / GT sổ sách, theo giá TT	1,1	1,9	1,7	1,5	1,3
ROA (%)	6,0%	7,5%	7,5%	8,4%	8,5%
ROE (%)	18,2%	19,2%	17,8%	18,8%	18,3%
Nợ/CSH (%)	57,7%	36,3%	30,7%	28,0%	26,9%

Báo cáo Tài chính

Triệu USD	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
KQLN					
Doanh thu thuần	24,595	25,419	27,678	29,668	31,115
- Giá vốn hàng bán	-22,777	-22,750	-24,756	-26,340	-27,494
Lợi nhuận gộp	1,819	2,669	2,922	3,328	3,621
- Chi phí bán hàng	-85	-108	-138	-148	-156
- Chi phí quản lý DN	-558	-640	-747	-801	-840
LN thuần HDKD	1,176	1,920	2,036	2,378	2,625
- (Lỗ) / lợi tỷ giá	9	24	-55	-30	-31
- Lợi nhuận khác	899	472	532	596	592
EBIT	2,085	2,416	2,513	2,945	3,186
- Chi phí lãi vay	-217	-148	-162	-137	-137
Lợi nhuận trước thuế	1,868	2,269	2,351	2,808	3,049
- Thuế TNDN	-517	-569	-517	-618	-610
LNST	1,351	1,700	1,834	2,190	2,439
- Lợi ích CDTs	-182	-124	-100	-120	-133
LNST cổ đông CT Me	1,169	1,576	1,733	2,070	2,306
	3,395	3,386	3,483	3,777	4,330
EBITDA					
SL CP lưu hành (triệu)	248	298	447	447	447
SL CP pha loãng hoàn toàn (triệu)	447	447	447	447	447
EPS	5,862	6,345	5,820	4,631	5,162
EPS pha loãng hoàn toàn	2,615	3,525	3,878	4,631	5,158

	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Tăng trưởng					
Tăng trưởng doanh thu	1.2%	3.3%	8.9%	7.2%	4.9%
Tăng trưởng LN HDKD	-6.0%	63.3%	6.0%	16.8%	10.4%
Tăng trưởng EBIT	-1.1%	15.9%	4.0%	17.2%	8.2%
Tăng trưởng EPS	-17.6%	34.8%	10.0%	19.4%	11.4%
Khả năng sinh lợi					
Biên LN gộp %	7.4%	10.5%	10.6%	11.2%	11.6%
Biên LN từ HD %	4.8%	7.6%	7.4%	8.0%	8.4%
EBIT %	8.5%	9.5%	9.1%	9.9%	10.2%
EBITDA %	13.8%	13.3%	12.6%	12.7%	13.9%
Biên LN ròng %	5.5%	6.7%	6.6%	7.4%	7.8%
ROE %	18.2%	19.2%	17.8%	18.8%	18.3%
ROA %	6.0%	7.5%	7.5%	8.4%	8.5%
Chỉ số hiệu quả vận hành					
Số ngày tồn kho	14.2	10.9	10.7	10.6	10.7
Số ngày phải thu	64.7	65.9	70.3	63.8	64.5
Số ngày phải trả TG luân chuyển tiền	52.8	52.8	48.6	46.1	49.0
	26.0	24.0	32.4	28.2	26.2
Thanh khoản					
CS thanh toán hiện hành	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6
CS thanh toán nhanh	1.2	1.3	1.4	1.4	1.5
CS thanh toán tiền mặt	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
Nợ/Tài sản	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Nợ/Vốn sử dụng	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Nợ/Vốn CSH	0.6	0.4	0.3	0.3	0.3
Khả năng thanh toán lãi vay	9.6	16.4	15.5	21.4	23.3

Triệu USD	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
Bảng CĐKT					
Tiền và tương đương	5,710	5,857	7,694	9,110	10,861
Đầu tư TC ngắn hạn	164	0	0	0	0
Các khoản phải thu	3,512	5,664	5,005	5,365	5,626
Hàng tồn kho	641	715	738	785	819
TS ngắn hạn	2,127	2,039	2,039	2,039	2,039
Tổng TS ngắn hạn	12,153	14,274	15,475	17,299	19,346
TS dài hạn (gộp)	10,431	10,417	11,232	12,932	14,632
- Khấu hao lũy kế	-4,194	-5,110	-6,080	-6,912	-8,056
TS dài hạn (ròng)	6,237	5,306	5,152	6,020	6,576
Đầu tư TC dài hạn	274	197	197	197	197
TS dài hạn khác	2,677	4,039	4,039	4,039	4,039
Tổng TS dài hạn	9,188	9,542	9,388	10,256	10,812
Tổng Tài sản	21,342	23,817	24,863	27,555	30,158
Phải trả ngắn hạn	3,030	3,547	3,052	3,608	3,766
Nợ ngắn hạn	1,250	1,052	1,052	1,052	1,052
Phải trả ngắn hạn khác	5,255	5,897	6,421	6,883	7,218
Nợ ngắn hạn	9,535	10,496	10,525	11,543	12,037
Vay và nợ dài hạn	3,347	2,472	2,292	2,432	2,772
Phải trả dài hạn khác	496	1,152	1,152	1,152	1,152
Tổng nợ dài hạn	3,843	3,624	3,444	3,584	3,924
Tổng nợ	13,377	14,120	13,970	15,128	15,961
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0	0
Thặng dư	486	40	40	40	40
Vốn cổ phần	2,978	4,467	4,467	4,467	4,467
Lợi nhuận giữ lại	2,832	3,765	4,962	6,495	8,265
Lợi ích CDTs	1,668	1,425	1,425	1,425	1,425
Vốn chủ sở hữu	7,964	9,697	10,893	12,427	14,197
Tổng cộng nguồn vốn	21,342	23,817	24,863	27,555	30,158

Triệu USD	2012A	2013A	2014F	2015F	2016F
DÒNG TIỀN					
Tiền đầu năm	6,082	5,710	5,857	7,694	9,110
Lợi nhuận sau thuế	1,169	1,576	1,733	2,070	2,306
Khấu hao	1,315	975	969	832	1,144
Thay đổi vốn lưu động	-1,178	-357	666	611	198
Điều chỉnh khác	-94	-17	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	1,211	2,177	3,368	3,513	3,647
Chi mua sắm	-361	-435	-815	-1,700	-1,700
TSCD	-195	-742	0	0	0
Tiền từ HD đầu tư	-557	-1,177	-815	-1,700	-1,700
Cổ tức đã trả	-441	-792	-536	-536	-536
Tăng (giảm) vốn	0	1,042	0	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn/dài hạn	-1,289	-1,073	-180	140	340
Tiền từ hoạt động TC	-1,027	-854	-716	-396	-196
Tổng lưu chuyển tiền tệ	-372	147	1,837	1,416	1,751
Tiền cuối năm	5,710	5,857	7,694	9,110	10,861

Nguồn: Báo cáo tài chính của PVS, dự báo của VCSC

Kết quả hoạt động theo quý (theo báo cáo của PVS)

2014	Q1	Q2	Dự báo Q3	Q4	YTD	Mục tiêu của PVS	Dự báo của VCSC
Doanh thu	5.713	7.490	8.000	N/A	21.203	25.000	27.678
Lợi nhuận gộp	379	807	864	N/A	2.050		2.922
Biên LN gộp (%)	6,6%	10,8%	10,8%	N/A	9,7%		
LN hoạt động	222	607	576	N/A	1.405		
Biên LN hoạt động (%)	3,9%	8,1%	7,2%	N/A	6,6%		
LNST	266	634	376	N/A	1.276	1.400	1.733
Biên LNST (%)	4,7%	8,5%	4,7%	N/A	6,0%	5,6%	6,3%
2013	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	4.795	6.467	7.665	6.096	25.419		
Lợi nhuận gộp	523	439	712	922	2.596		
Biên LN gộp (%)	10,9%	6,8%	9,3%	15,1%	10,4%		
LN hoạt động	371	260	540	692	1.863		
Biên LN hoạt động (%)	7,7%	4,0%	7,0%	11,3%	7,4%		
LNST	262	224	482	492	1.576		
Biên LNST (%)	5,5%	3,5%	6,3%	8,1%	6,2%		
2012	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	5.342	6.087	6.721	6.446	24.595		
Lợi nhuận gộp	359	568	622	269	1.819		
Biên LN gộp (%)	6,7%	9,3%	9,3%	4,2%	7,4%		
LN hoạt động	204	406	433	133	1.176		
Biên LN hoạt động (%)	3,8%	6,7%	6,4%	2,1%	4,8%		
LNST	234	356	293	285	1.169		
Biên LNST (%)	4,4%	5,8%	4,4%	4,4%	4,8%		
2011	Q1	Q2	Q3	Q4	YTD		
Doanh thu	3.255	7.842	6.378	6.837	24.313		
Lợi nhuận gộp	208	620	499	634	1.962		
Biên LN gộp (%)	6,4%	7,9%	7,8%	9,3%	8,1%		
LN hoạt động	107	470	342	332	1.252		
Biên LN hoạt động (%)	3,3%	6,0%	5,4%	4,9%	5,1%		
LNST	80	354	291	718	1.419		
Biên LNST (%)	2,5%	4,5%	4,6%	10,5%	5,8%		



	Thực tế năm 2013	Dự báo cho năm 2014	YoY %	Ghi chú
Doanh thu	25.419	27.678	8,9%	
Sản xuất dầu thô	1.097	2.181	98,8%	Kho nổi FSO Biển Đông 01 đóng góp đủ 12 tháng Kho nổi FPSO Lam Sơn đóng góp 7 tháng
Cung ứng tàu chuyên dụng	5.318	7.263	36,6%	Tăng từ trung bình 60 tàu/ngày lên khoảng 75-80 tàu/ngày
Vận hành và bảo dưỡng	2.241	2.689	20,0%	
Cơ sở cung ứng dầu khí	1.393	1.643	17,9%	
Cơ khí và xây dựng	10.031	10.031	0,0%	
Khảo sát địa chấn và thiết bị khảo sát ROV	4.763	3.297	-30,8%	Số hợp đồng thuê tàu khảo sát địa chấn giảm do nhiều dự án chủ chốt đã hoàn tất trong năm 2013
Khác	574	574	0,0%	
Lợi nhuận gộp	2.669	2.922	9,5%	
Sản xuất dầu thô	175	319	82,3%	
Cung ứng tàu chuyên dụng	762	916	20,2%	
Vận hành và bảo dưỡng	435	403	-7,4%	
Cơ sở cung ứng dầu khí	329	414	25,8%	
Cơ khí và xây dựng	475	475	0,0%	
Khảo sát địa chấn và thiết bị khảo sát ROV	426	366	-14,1%	
Khác	67	29	-56,7%	
Chi phí bán hàng	-108	-138	27,7%	
Chi phí quản lý doanh nghiệp	-640	-747	16,8%	
Lợi nhuận từ hoạt động	1.920	2.036	6,0%	
Lợi nhuận ngoài hoạt động	472	477	-3,8%	
EBIT	2.416	2.513	4,0%	
Chi phí lãi vay	-148	-162	10,0%	
Lợi nhuận trước thuế	2.269	2.351	3,6%	
Lợi nhuận sau thuế	1.700	1.834	7,9%	
Lợi nhuận ròng trước thuế (sau khi trả lợi ích CĐTS)	1.576	1.733	10,0%	
EBITDA	3.386	3.483	2,9%	
Biên lợi nhuận gộp %	10,5%	10,6%		
Biên LN gộp của sản xuất dầu thô %	16,0%	14,6%		
Biên LN gộp của cung ứng tàu chuyên dụng %	14,3%	12,6%		
Biên LN gộp của vận hành và bảo dưỡng %	19,4%	15,0%		
Biên LN gộp của cơ sở cung ứng dầu khí %	23,6%	25,2%		
Biên LN gộp của cơ khí và xây dựng %	4,7%	4,7%		
Biên LN gộp của khảo sát địa chấn và thiết bị khảo sát ROV %	8,9%	11,1%		
Biên LN gộp khác %	11,7%	5,0%		
Chi phí bán hàng/doanh thu (%)	-0,4%	-0,5%		
Chi phí quản lý DN/doanh thu (%)	-2,3%	-2,7%		
Biên LN từ hoạt động %	6,9%	7,4%		
Biên EBIT %	9,5%	9,1%		
Biên EBITDA %	13,3%	12,6%		
Biên LN ròng sau thuế %	6,2%	6,3%		
Thuế suất thực tế %	25,0%	22,0%		

Mục lục

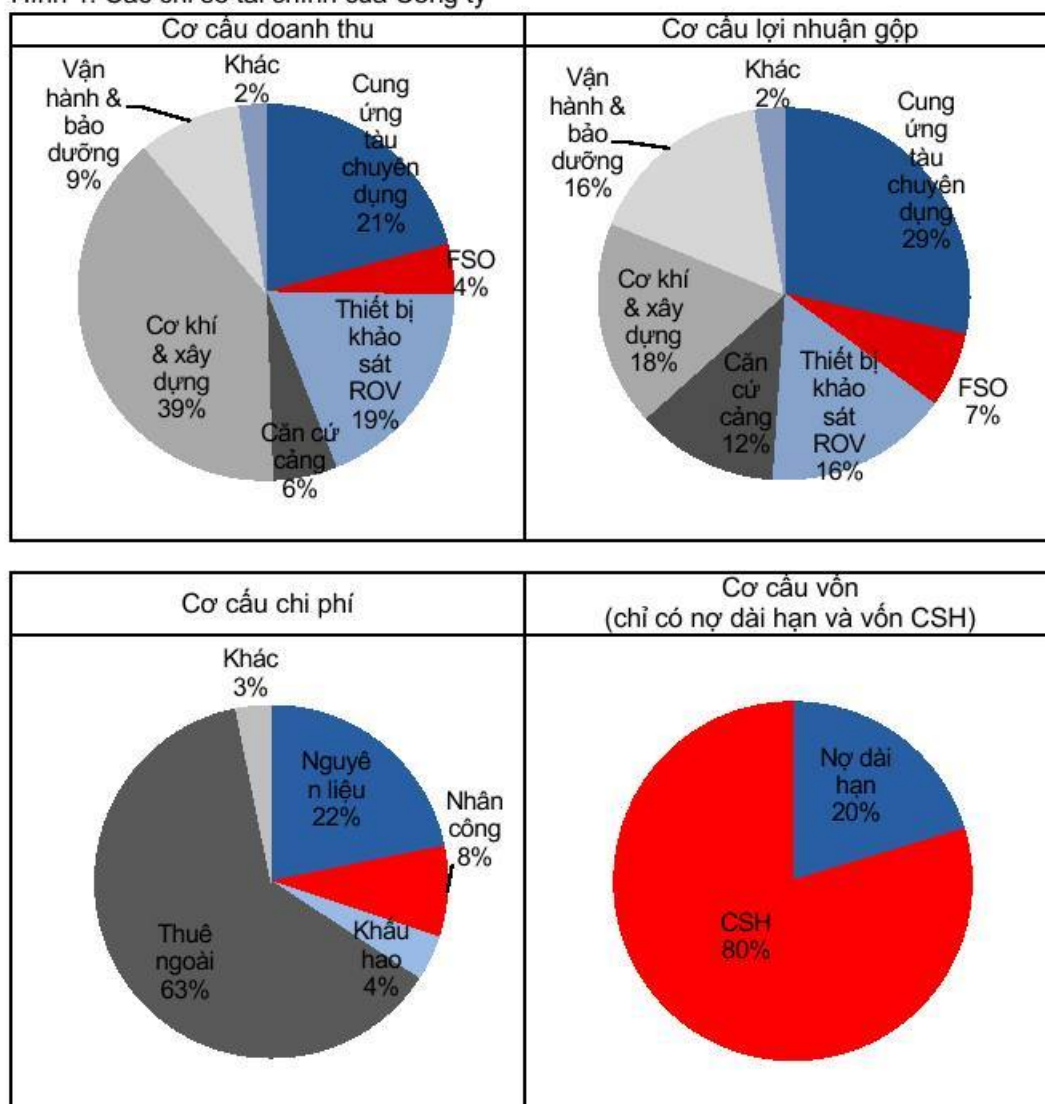
Sơ lược về Công ty.....	6
Tổng quan ngành dầu khí Việt Nam.....	7
Thông tin chính về ngành dầu khí Việt Nam.....	7
Đông Nam Á dẫn đầu xu hướng đầu tư vào hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí toàn cầu.....	7
Việt Nam là một thị trường sơ khai chuẩn bị bước vào giai đoạn phát triển vượt bậc.....	8
Tổng quan tình hình Công ty.....	14
Thông tin chính về Công ty.....	15
Tổng quan 6 lĩnh vực kinh doanh của PVS.....	15
(1) Khảo sát địa chất.....	16
(2) Dịch vụ vận hành và bảo dưỡng các công trình dầu khí (O&M).....	16
(3) Dịch vụ sản xuất dầu khí (kho nổi FPSO, FSO).....	17
(4) Tàu dịch vụ dầu khí.....	18
(5) Cảng dịch vụ dầu khí.....	19
(6) Cơ khí dầu khí.....	20
Ba lợi thế cạnh tranh.....	21
PVS thống lĩnh thị trường trong nước và tăng cường hiện diện trên thị trường thế giới.....	21
Dịch vụ trọn gói, khó có thể sao chép.....	22
Rào cản lớn trong việc gia nhập thị trường.....	23
Triển vọng 2015-2019: EPS tăng trưởng kép 11% trong 5 năm.....	25
Mua thêm tàu dịch vụ dầu khí để tăng lợi nhuận so với thuê lại tàu.....	25
Đầu tư vào cảng dịch vụ dầu khí sẽ mang lại kết quả tích cực.....	27
Giá trị xây lắp cơ khí dầu khí ổn định với các hợp đồng thượng nguồn và hạ nguồn.....	27
Lĩnh vực dịch vụ khai thác tăng trưởng bền vững (kho nổi FSO/FPSO).....	29
Kế hoạch đầu tư XDCB.....	30
Chính sách trả cổ tức.....	30
Định giá.....	31
Rủi ro đầu tư.....	33
Liên hệ.....	36
CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC).....	36
Phòng Nghiên cứu và Phân tích.....	36
Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức.....	36
Phòng Môi giới khách hàng trong nước.....	36

Sơ lược về Công ty

Lĩnh vực kinh doanh	Dịch vụ kỹ thuật dầu khí
Doanh thu	1,2 tỷ USD (2013)
Lợi nhuận ròng	74 triệu USD (2013)

Yếu tố doanh thu chính	Hoạt động thăm dò và sản xuất dầu thô
Yếu tố chi phí chính	Chi phí cố định (khấu hao) và chi phí khả biến (nhân công, sửa chữa và bảo dưỡng, bảo hiểm, v.v.)
Yếu tố rủi ro chính	Hoạt động thăm dò và khai thác bị trì hoãn, giá dầu giảm
Các khách hàng chính	Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) và các công ty con
Lãnh đạo	Ông Thái Quốc Hiệp (Chủ tịch HĐQT), Ông Phan Thanh Tùng (TGD)
Địa chỉ	Tòa nhà PetroVietnam Tower, 1-5 Lê Duẩn, Q1, TP. HCM
Website	www.ptsc.com.vn
Email	ptsc@ptsc.com.vn
Điện thoại	(+84) 3910 29 29

Hình 1: Các chỉ số tài chính của Công ty



Nguồn: Số liệu tài chính của PVS (2013)

Tổng quan ngành dầu khí Việt Nam

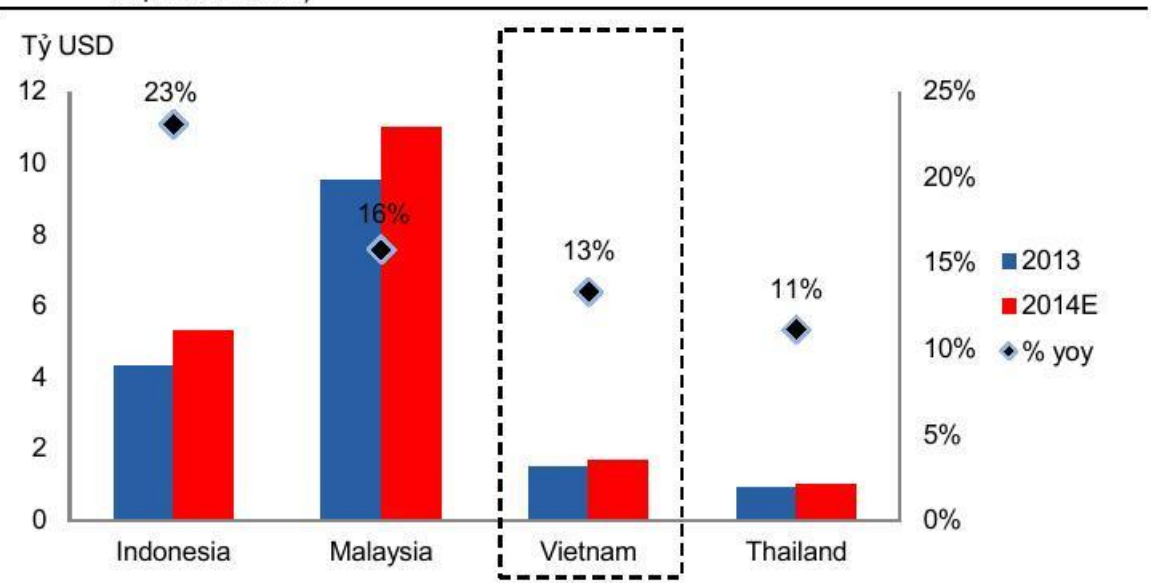
Thông tin chính về ngành dầu khí Việt Nam

- Trữ lượng dầu mỏ lớn thứ 3 tại châu Á – Thái Bình Dương (APAC)
- Trữ lượng khí thiên nhiên lớn thứ 7 tại APAC
- Công suất lọc hóa dầu đạt 140.000 thùng/ngày, đáp ứng 1/3 nhu cầu tiêu thụ
- Sản xuất 350.000 thùng dầu/ngày, thời gian khai thác hết trữ lượng dầu thô đã được kiểm chứng là 35 năm (cao nhất trong khu vực)
- Trong năm 2014, sản xuất được 10 tỷ mét khối khí thiên nhiên
- Vào năm 2020 Việt Nam sẽ trở thành nước nhập khẩu dầu thô

Đông Nam Á dẫn đầu xu hướng đầu tư vào hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí toàn cầu

Việc tăng nguồn vốn đầu tư vào hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí toàn cầu, đặc biệt là tại khu vực Đông Nam Á (ĐNA), có ảnh hưởng tích cực đến Việt Nam. Nguồn vốn đầu tư vào hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí đã tăng trong vòng năm năm liên tiếp, cụ thể, trong năm 2014, tỷ lệ này tăng xấp xỉ 6% lên 723 tỷ USD (theo báo cáo “Dự báo nguồn vốn đầu tư cho hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí toàn cầu năm 2014” của Barclays). Báo cáo này ước tính nhóm các nước và khu vực bao gồm Ấn Độ, châu Á và Úc sẽ có mức tăng trưởng vừa phải 2,7% so với năm 2013 vì nguồn vốn đầu tư từ các công ty dầu khí của Trung Quốc, Ipex của Nhật Bản và công ty dầu khí Santos của Úc đều giảm xuống. Tuy nhiên, con số này không thể hiện được lượng tiền đầu tư cao hơn so với mức trung bình của Việt Nam và các đối tác chiến lược trong khu vực bao gồm Tập đoàn Dầu khí Petronas của Malaysia, Tập đoàn Dầu khí Pertamina của Indonesia và công ty dầu khí ONGC của Ấn Độ.

Hình 2: Vốn đầu tư cho hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí của các nước ĐNA tăng (giai đoạn 2013-2014)



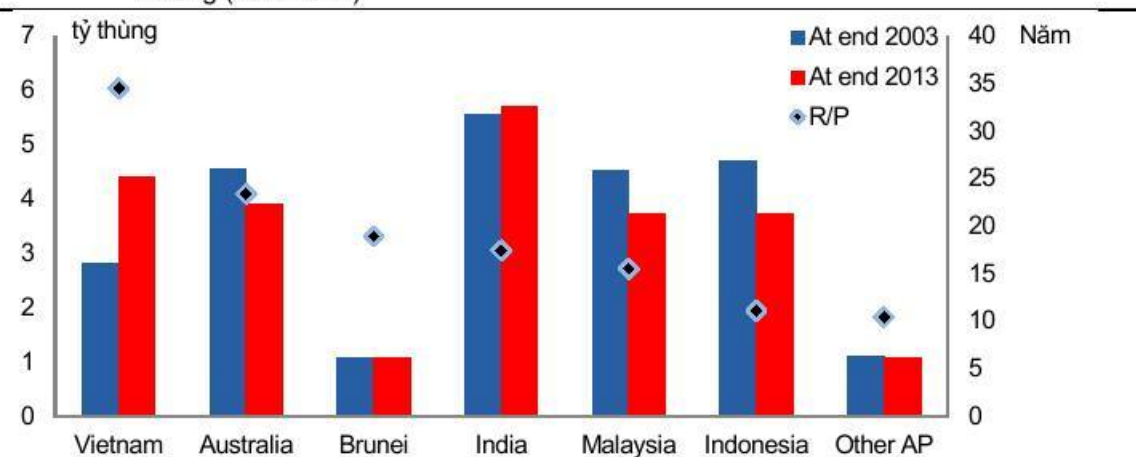
Nguồn: Infield

Việc vốn đầu tư vào lĩnh vực dầu khí tại ĐNA tăng mạnh thúc đẩy nhu cầu sử dụng dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Theo Infield (công ty có trụ sở tại Anh chuyên phân tích về dầu khí, năng lượng tái tạo và dịch vụ hàng hải toàn cầu), Việt Nam, Malaysia và Indonesia là ba nước dẫn đầu xu hướng tăng cường đầu tư vào lĩnh vực dầu khí, qua đó đẩy mạnh nhu cầu sử dụng giàn khoan, giàn khai thác dầu khí, kho nổi và các dịch vụ kỹ thuật có liên quan. Dự báo trong năm 2013-2019, tại khu vực ĐNA, nguồn vốn đầu tư vào các hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí ngoài khơi sẽ tăng lên mức 98 tỷ USD, tương ứng với 14 tỷ USD/năm và tương đương mức tăng 50%/năm so với năm 2012. Tập đoàn Dầu khí Petronas của Malaysia là một trong những công ty đầu tư nhiều nhất trong khu vực với kế hoạch đầu tư lên tới 61 tỷ USD trong giai đoạn 5 năm từ 2013-2017, còn Việt Nam dự kiến cũng sẽ chi khoảng 1,7 tỷ USD/năm, tương đương mức tăng 10%/năm kể từ đây cho đến năm 2020.

Việt Nam là một thị trường sơ khai chuẩn bị bước vào giai đoạn phát triển vượt bậc

Việt nam có trữ lượng dầu mỏ lớn thứ 3 và trữ lượng khí thiên nhiên lớn thứ 7 tại khu vực châu Á – Thái Bình Dương (APAC). Trữ lượng dầu mỏ của Việt Nam chiếm xấp xỉ 11% tổng trữ lượng của khu vực và có tỷ lệ tăng trưởng trung bình 4%/năm trong giai đoạn từ năm 2003-2013. Ngoài ra, Việt Nam cũng là nước có hệ số trữ lượng/khai thác (R/P) cao nhất trong khu vực, tức là nếu tính theo tốc độ sản xuất hiện tại thì Việt Nam cần 35 năm để khai thác hết trữ lượng dầu thô đã được kiểm chứng.

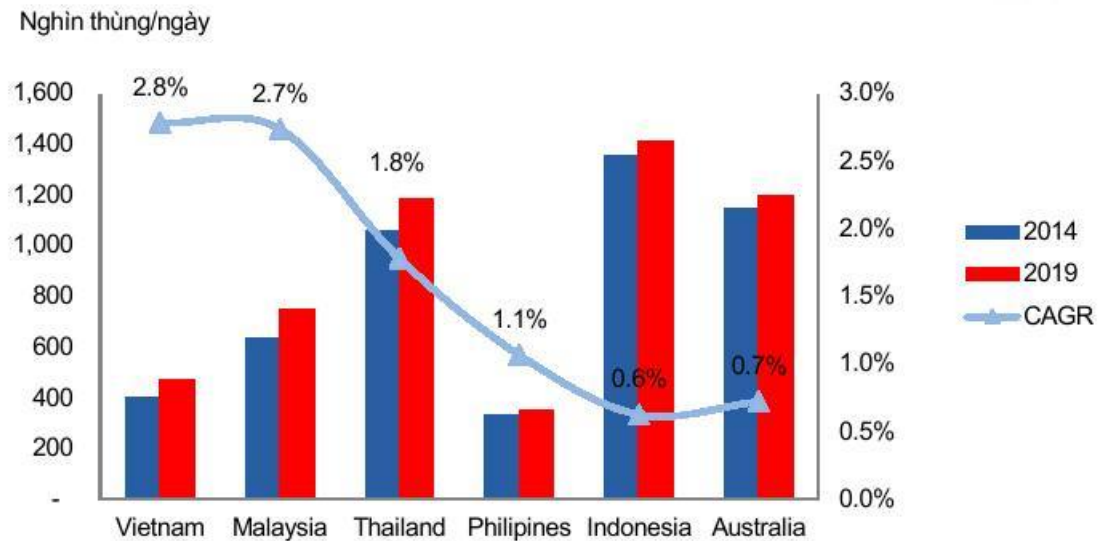
Hình 3: Trữ lượng dầu mỏ và hệ số trữ lượng/khai thác (R/P) của khu vực châu Á – Thái Bình Dương (năm 2014)



Nguồn: Báo cáo Thống kê Đánh giá Năng lượng toàn cầu của BP (năm 2014)

Sức tiêu thụ dầu mỏ bình quân đầu người của Việt Nam thấp hơn so với các nước khác cùng thuộc APAC. Tuy nhiên, Công ty khảo sát thị trường quốc tế Business Monitor International (BMI) dự báo Việt Nam sẽ là thị trường có tốc độ tăng trưởng cao nhất với tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) là 2,8%.

Hình 4: Sức tiêu thụ dầu mỏ bình quân đầu người (giai đoạn 2014 – 2019)

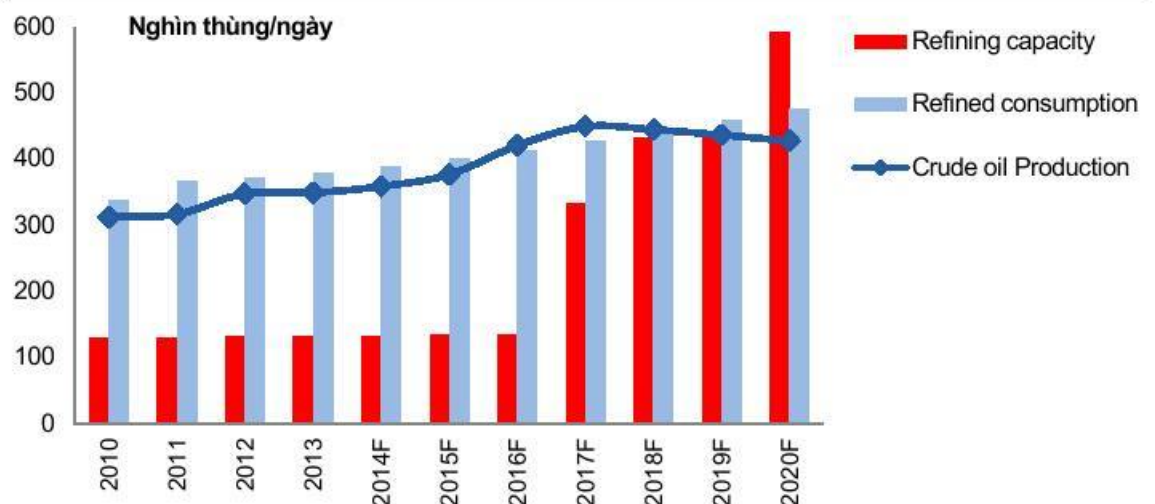


Nguồn: Báo cáo về ngành dầu khí Việt Nam trong Quý 4/2014 của BMI

Công suất lọc hóa dầu của Việt Nam: từ 140.000 thùng/ngày lên 0,5 triệu thùng/ngày vào năm 2020. Mặc dù Việt Nam là nước sản xuất dầu thô lớn thứ 3 tại ĐNA nhưng vẫn phải nhập khẩu các sản phẩm lọc hóa dầu. Nhà máy lọc hóa dầu đang hoạt động duy nhất là Dung Quất chỉ có thể đáp ứng 1/3 nhu cầu ngày càng tăng cao của cả nước. Khi các dự án xây dựng nhà máy lọc dầu được hoàn tất bao gồm Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn (đi vào hoạt động vào trong năm 2017), Nhà máy Lọc dầu Vũng Rô (đi vào hoạt động trong năm 2020) và nâng cấp Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (đi vào hoạt động trong năm 2017), công suất lọc hóa dầu của Việt Nam sẽ tăng gấp ba lần trong năm 2020.

Từ xuất khẩu chuyển sang nhập khẩu dầu thô: Vào năm 2017, tổng nhu cầu 440.000 thùng/ngày của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất (đã nâng cấp) và Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn có khả năng sẽ biến Việt Nam trở thành nước nhập khẩu dầu thô nếu PVN không gia tăng trữ lượng và đẩy mạnh việc khai thác dầu khí.

Hình 5: Công suất lọc hóa dầu, sức tiêu thụ và sản xuất dầu thô từ năm 2010-2020

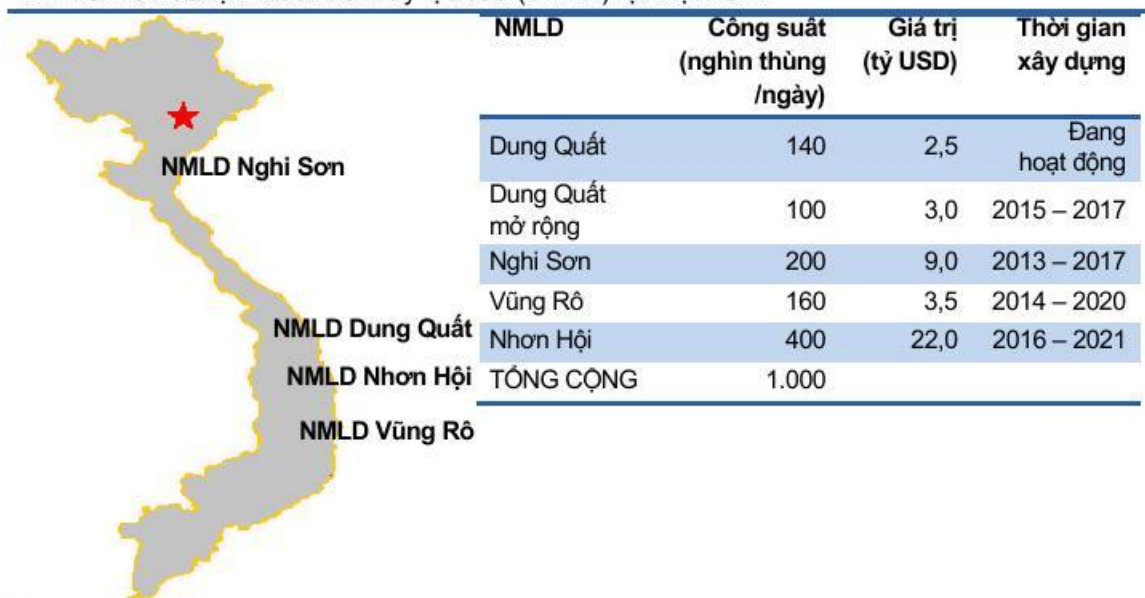


Nguồn: Báo cáo Thống kê Đánh giá Năng lượng toàn cầu của BP (năm 2014) và Báo cáo về ngành dầu khí Việt Nam trong Quý 4/2014 của BMI

Dầu thô ngọt nhẹ của Việt Nam: Đáng chú ý, dầu thô ở vùng biển ngoài khơi Việt Nam là dầu thô ngọt nhẹ (chứa 0,5% lưu huỳnh hoặc ít hơn), sản phẩm này có giá bán cao hơn so với dầu thô chua (chứa khoảng 1% lưu huỳnh) được nhập khẩu từ khu vực Trung Đông. Tương tự như dầu thô ở Việt Nam, hệ thống đường ống dẫn dầu Eastern Siberia Pipeline Oil (ESPO) của Nga cung cấp dầu thô có hàm lượng lưu huỳnh thấp và được các nhà máy lọc hóa dầu tại khu vực APAC ưa chuộng. Hiện công nghệ sản xuất của Nhà máy Lọc dầu Dung Quất cho phép sử dụng trộn lẫn 90% dầu thô ngọt và 10% dầu thô nhẹ, do đó dầu từ đường ống ESPO được xem là nguyên liệu thay thế thích hợp cho dầu thô sản xuất trong nước được dùng trong quy trình lọc hóa dầu.

Chúng tôi cho rằng PVN vẫn chuộng việc xuất khẩu dầu thô ngọt của Việt Nam với giá cao và nhập khẩu dầu thô chua để phục vụ mục đích lọc hóa dầu. Nhà máy Lọc dầu Vũng Rô có hai đối tác nước ngoài là Công ty Technostar Management Ltd. của Anh và Công ty Dầu khí Telloil của Nga, do đó, dự kiến nguồn nguyên liệu của nhà máy này cũng sẽ được nhập khẩu từ Nga. Trong khi đó, Khu Phức hợp Lọc hóa dầu Nghi Sơn có bốn nhà đầu tư: PVN, Công ty Kuwait Petroleum International (KPI), Idemitsu Kosan và Mitsui Chemical (Nhật Bản), vì vậy nguồn nguyên liệu cho nhà máy này có thể sẽ được nhập khẩu từ Trung Đông.

Hình 6: Bản đồ vị trí các nhà máy lọc dầu (NMLD) tại Việt Nam



Nguồn: VCSC

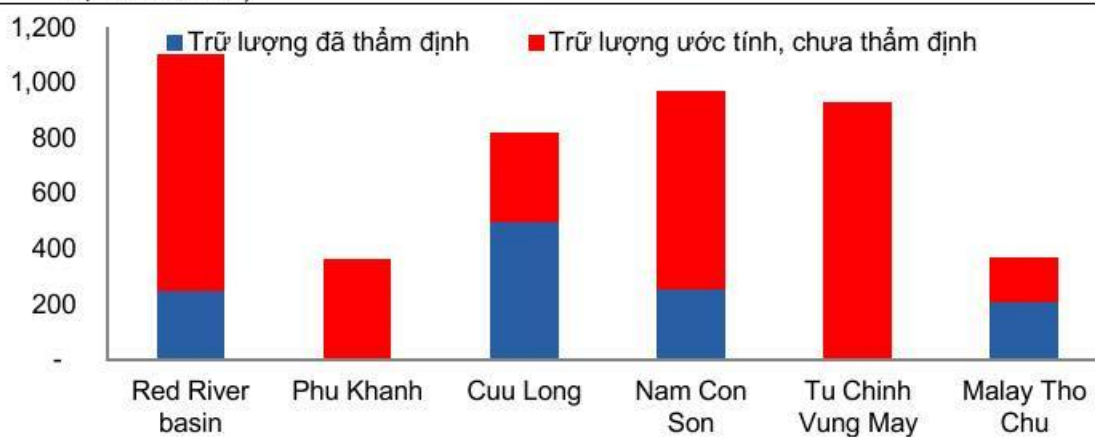
Thị trường thăm dò-khai thác dầu khí của Việt Nam là một thị trường hấp dẫn với 5/8 bể chưa khai thác. Việt Nam có 8 bể dầu khí, nhưng chỉ mới thực hiện hoạt động thăm dò-khai thác tại bể Cửu Long, bể Nam Côn Sơn và bể Malay – Thổ Chu, và mới bước đầu thực hiện thăm dò bể Sông Hồng và Phú Khánh. Hai bể Sông Hồng và Phú Khánh tỏ ra rất có triển vọng với trữ lượng dầu khí lớn chưa khai thác.

Hình 7: Các bể dầu khí tại Việt Nam với trữ lượng và hiện trạng thăm dò-khai thác (2013)

Bể	Diện tích	Sản phẩm	Trữ lượng	Hiện trạng
Sông Hồng	150.000km ²	Khí khô	16%	Đang thăm dò
Phú Khánh	57.000km ²	Dầu mỏ & khí ẩm	13%	Đang thăm dò
Cửu Long	55.600km ²	Dầu mỏ & khí ẩm	18%	Đang khai thác
Nam Côn Sơn	60.000km ²	Khí khô	23%	Đang khai thác
Tự Chính - Vũng Mây	95.000km ²	Dầu mỏ & khí ẩm	21%	Chưa thăm dò
Malay – Thổ Chu	85.000km ²	Dầu mỏ & khí ẩm	9%	Đang khai thác
Trường Sa	500.000km ²	Dầu mỏ & khí khô	N/A	Chưa thăm dò
Hoàng Sa	500.000km ²	Dầu mỏ & khí khô	N/A	Chưa thăm dò

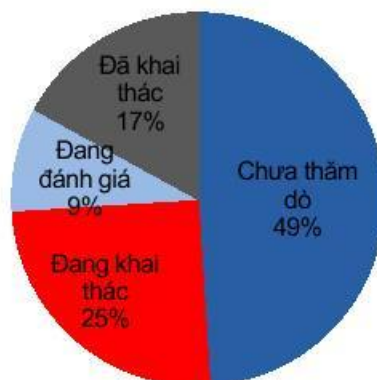
Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)

Hình 8: Hiện trạng trữ lượng các bể dầu mỏ của Việt Nam tính đến năm 2013 (tương đương triệu m³ dầu mỏ)



Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)

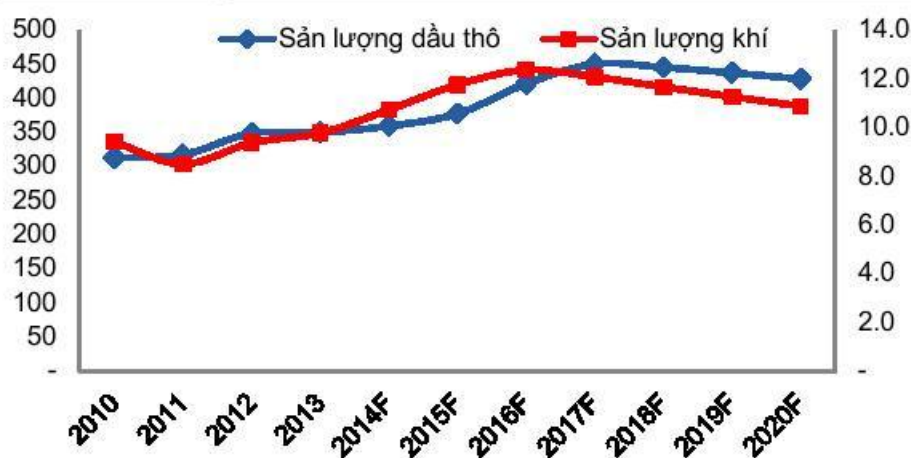
Hình 9: Cơ cấu hiện trạng trữ lượng dầu khí của Việt Nam tính đến năm 2013 (%)



Nguồn: Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN)

Mỏ Bạch Hổ đang cạn dần (mỏ này từng chiếm 50% sản lượng dầu thô khai thác): Nằm trong khu vực bể Cửu Long, sản lượng của mỏ Bạch Hổ giảm xuống mức trung bình 92.000 thùng/ngày vào đầu năm 2011, và xuống trung bình 22.000 thùng/ngày trong năm 2013 sau khi đạt mức cao nhất 263.000 thùng một ngày trong năm 2003. Vì vậy, PVN đang nỗ lực bù đắp cho việc sản lượng dầu thô sụt giảm bằng cách tăng cường thực hiện các hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí.

Hình 10: Sản lượng dầu khí từ năm 2010 đến năm 2020



Nguồn: Báo cáo về ngành dầu khí Việt Nam trong Quý 4/2014 của BMI

Việc hợp tác chiến lược với các công ty dầu khí quốc tế giúp hoạt động thăm dò-khai thác tại các mỏ dầu khí mới, phức tạp trong khai thác trở nên khả thi hơn. Hợp tác với các công ty dầu khí quốc tế là một bước đi quan trọng nhằm thực hiện việc thăm dò-khai thác dầu khí tại khu vực nước sâu thuộc chủ quyền của Việt Nam. Việc Trung Quốc đặt giàn khoan trái phép tại khu đặc quyền kinh tế của Việt Nam đã dấy lên lo ngại rằng hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí của Việt Nam có khả năng bị cản trở bởi vấn đề tranh chấp biển đảo với các nước trong khu vực, trong khi trữ lượng dầu khí ở vùng nước nông trở nên cạn kiệt trong tương lai. Chúng tôi cho rằng tình hình căng thẳng với Trung Quốc có ảnh hưởng không đáng kể đến hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí do Việt Nam đang tăng cường hợp tác với các công ty dầu khí quốc tế.

Mỹ: Hai công ty dầu khí của Mỹ là Exxon Mobil và Murphy Oil sẽ bắt đầu chiến dịch khoan ngoài khơi Việt Nam kể từ Quý 4/2014 đối với Exxon Mobil và kể từ Quý 1/2015 đối với

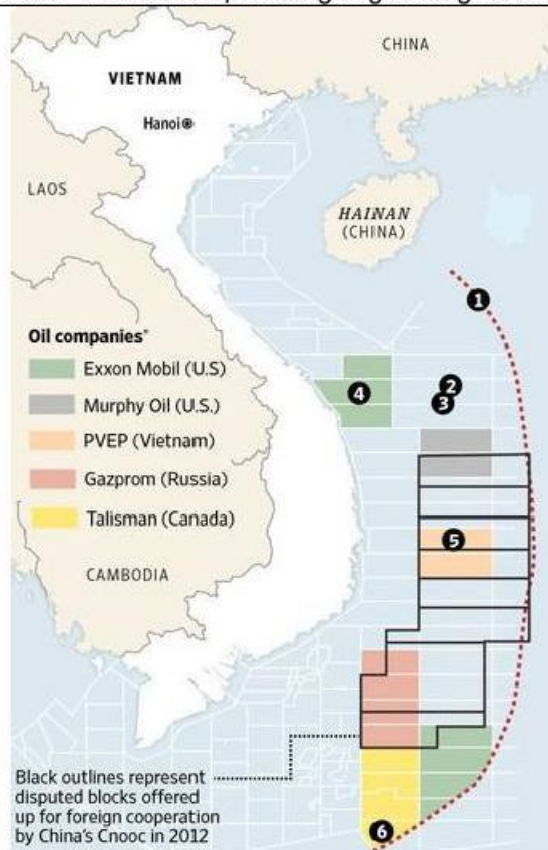
Murphy Oil. Exxon Mobil cũng đang xem xét việc đầu tư trị giá 10 tỷ USD với PVN tại mỏ Cá Voi Xanh (thuộc bể Phú Khánh), bao gồm cả phần thượng nguồn lẫn hạ nguồn. Theo ước tính, mỏ này có trữ lượng khí tự nhiên lên đến 200 tỷ mét khối, tương đương 1/4 trữ lượng hiện tại.

Nga: Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Nga Gazprom là một đối tác quan trọng của PVN trong Công ty Điều hành Dầu khí Biển Đông (Biển Đông POC), công ty này khai thác khí thiên nhiên từ mỏ Mộc Tinh và đang thăm dò thêm trữ lượng khí tại mỏ Hải Thạch, cả hai mỏ này đều thuộc bể Nam Côn Sơn. Vị trí của hai mỏ này nằm trong "đường mười đoạn" của Trung Quốc, nhưng việc Trung Quốc khẳng định chủ quyền tại khu vực này vẫn chưa được cộng đồng quốc tế công nhận.

Úc và Ý: Công ty dầu khí Santos của Úc và công ty dầu khí ENI của Ý đã ký hợp đồng phân chia sản phẩm dầu khí (PSC) với PVN trong việc thăm dò bể Nam Côn Sơn và bể Phú Khánh.

Ấn Độ: Gần đây, Việt Nam và Ấn Độ đã đồng ý mở rộng quan hệ hợp tác trong việc thăm dò-khai thác dầu khí từ 2 lô thuộc bể Phú Khánh lên thêm 5 lô nữa ở khu vực duyên hải miền Nam Việt Nam.

Hình 11: Bản đồ vị trí các giếng dầu ngoài khơi Việt Nam

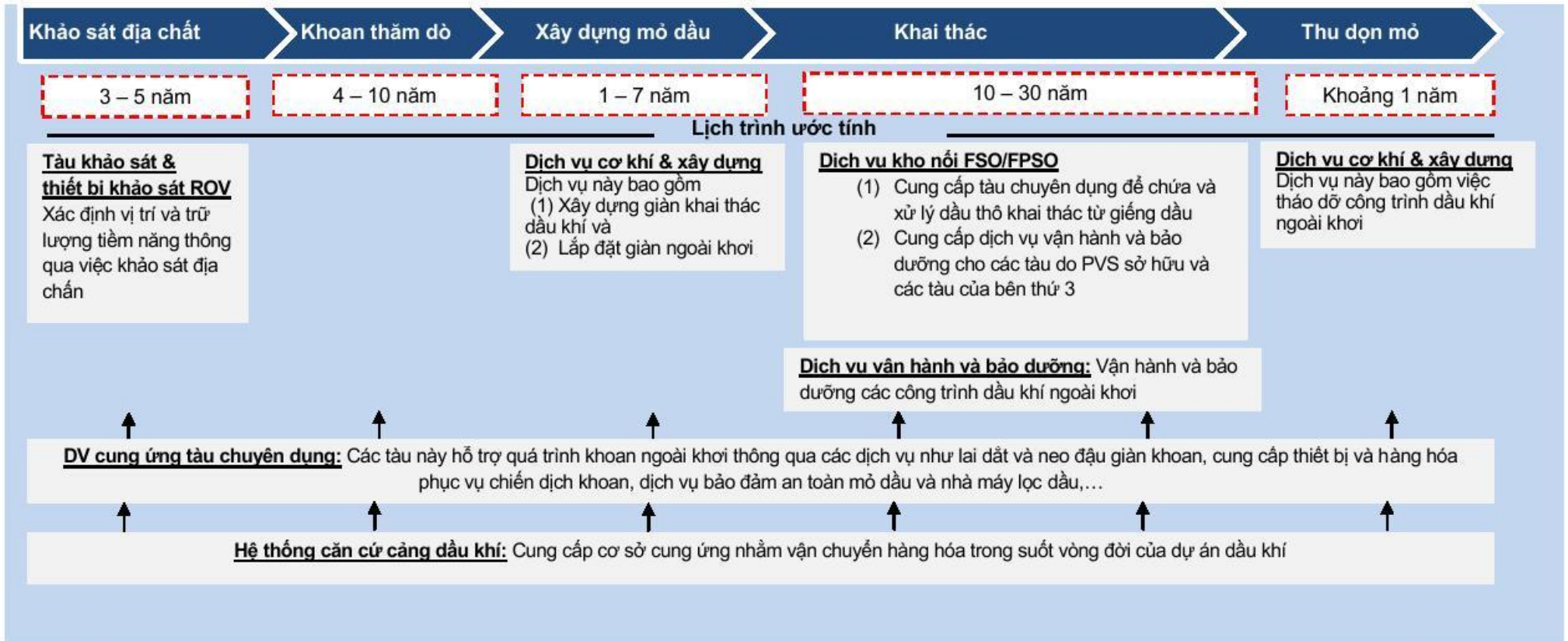


1. Vùng đặc quyền kinh tế của Việt Nam
2. Vị trí của giàn khoan mà Trung Quốc đã đặt trái phép trước đó
3. Khu vực xảy ra tranh chấp đặt giàn khoan giữa Việt Nam và Trung Quốc
4. Lô 118 – dự án mỏ Cá Voi Xanh
5. Lô 148
6. Lô 136/03

Với sự tham gia của nhiều tập đoàn dầu khí quốc tế trong hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí, khu vực Biển Đông bao gồm quyền lợi không chỉ của Việt Nam mà còn của nhiều quốc gia khác. Tình hình tranh chấp tại đây là một vấn đề dài hạn nhưng chúng tôi tin rằng hoạt động thăm dò-khai thác của Việt Nam sẽ tiếp tục diễn ra và gặp ít cản trở.

Nguồn: Wall Street Journal

Tổng quan tình hình Công ty



Thông tin chính về Công ty

- 6 lĩnh vực kinh doanh cốt lõi (trong đó 2 lĩnh vực chiếm 49% cơ cấu lợi nhuận gộp)
- Chiếm 97% thị trường tàu dịch vụ dầu khí (OSV)
- Cung ứng 100% dịch vụ căn cứ cảng dầu khí
- Cung ứng 90% dịch vụ khảo sát địa chấn
- 60% doanh thu của PVS là doanh thu định kỳ

Tổng quan 6 lĩnh vực kinh doanh của PVS

Các lĩnh vực kinh doanh chính của PVS có liên hệ chặt chẽ với nhau, cung cấp một giải pháp toàn diện cho khách hàng trong suốt vòng đời của một dự án dầu khí, giúp công ty giữ vững cơ cấu doanh thu và lợi nhuận **tương đối ổn định**.

Tuy nhiên, vì một số dự án lọc hóa dầu và khu phức hợp lọc hóa dầu dự kiến sẽ đi vào hoạt động trong vòng 5 năm tới nên các dịch vụ cung ứng trực tiếp cho quá trình xây dựng, vận hành và bảo dưỡng các dự án này sẽ có tỷ lệ tăng trưởng cao nhất.

Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng cao nhất sẽ rơi vào các phân khúc **(1) Dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng (tàu dịch vụ dầu khí, OSV) và (2) Dịch vụ vận hành và bảo dưỡng các công trình dầu khí**. Vào năm 2018, hai phân khúc này sẽ đóng góp 49% cho cơ cấu lợi nhuận gộp của PVS.

Ngoài ra, chúng tôi dự báo tỷ trọng đóng góp cho lợi nhuận gộp từ phân khúc **(3) Dịch vụ cơ sở cung ứng dầu khí và căn cứ cảng dầu khí sẽ tăng gấp đôi lên 15%**, nhờ PVS đang xây dựng các cảng mới và mở rộng các cảng hiện hữu tại khu vực miền Trung, nơi đang diễn ra nhiều hoạt động thăm dò-khai thác dầu khí chủ chốt.

Hình 12: Các hoạt động kinh doanh của PVS với tỷ trọng đóng góp cho doanh thu và lợi nhuận tương ứng trong năm 2014-2018




	CAGR (*) 5 năm của LN gộp %	% doanh thu năm 2014	% LN gộp năm 2014	% doanh thu năm 2018	% LN gộp năm 2018
1 Cung ứng tàu chuyên dụng (OSV)	9%	26%	31%	29%	34%
2 Vận hành & bảo dưỡng	10%	10%	14%	12%	15%
3 Căn cứ cảng/cơ sở cung ứng	9%	6%	14%	7%	15%
4 Khảo sát địa chất	8%	12%	13%	13%	13%
5 Cơ khí & xây dựng	0%	36%	16%	29%	11%
6 Kho nổi FSO/FSPO	6%	8%	11%	8%	10%

Nguồn: Dự báo của VCSC. Ghi chú: (*) CAGR - tỷ lệ tăng trưởng kép hàng năm

(1) Khảo sát địa chất

Khảo sát địa chất và địa chấn là bước đầu tiên vô cùng quan trọng trong quy trình khai thác dầu khí, nhằm cung cấp các số liệu ước tính về vị trí và trữ lượng có thể khai thác. Tổng số hoạt động khảo sát diễn ra tại thềm lục địa Việt Nam đã đạt 500.000km² khảo sát địa chấn hai chiều (2D), hơn 50.000km² khảo sát địa chấn ba chiều (3D) và khoảng 900 giếng khoan. Ước tính khoảng 2/3 thềm lục địa Việt Nam vẫn chưa được thăm dò, tương đương với 1.000.000km² khảo sát địa chấn 2D, 150.000km² khảo sát địa chấn 3D và khoảng 1.000 giếng khoan.

Hình 13: Đội tàu cung cấp dịch vụ khảo sát, sửa chữa công trình ngầm bằng ROV của PVS

			
Tên gọi	Tàu khảo sát địa chấn	Tàu khảo sát địa chất	ROV – Thiết bị điều khiển từ xa
Số lượng tàu	02 tàu khảo sát 2D 01 tàu khảo sát 3D	02	09
Độ tuổi trung bình	23 năm	45,5 năm	N/A
Chức năng	Thu thập hình ảnh thể hiện cấu trúc và bản chất các tầng đá	Kiểm tra, khảo sát địa hình dưới đáy biển để tạo lập bản đồ địa chất	Thiết bị điều khiển từ xa hoạt động dưới nước thay thế thợ lặn trong điều kiện làm việc nguy hiểm
Yếu tố thúc đẩy nhu cầu	Nguồn vốn đầu tư cho hoạt động thăm dò-khai thác ngoài khơi		

Nguồn: PVS

(2) Dịch vụ vận hành và bảo dưỡng các công trình dầu khí (O&M)

PVS cung cấp 4 dịch vụ chính cho các dự án dầu khí bao gồm cung ứng nhân lực, dịch vụ vận chuyển, lắp đặt, đấu nối, vận hành và bảo dưỡng các công trình dầu khí trên đất liền và ngoài khơi, và cung cấp nguyên liệu & trang thiết bị. Cụ thể, PVS là nhà thầu chính của các công ty quốc tế hoạt động tại Việt Nam, gồm Công ty Dầu khí Nhật Việt (JVPC), Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Hàn Quốc (KNOC) và Tập đoàn Dầu khí TNK (Nga). Các dự án tiêu biểu bao gồm cung cấp dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (O&M) cho Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, lắp đặt kho nổi FPSO cho các công ty vận hành bên thứ ba và lắp đặt đường ống dẫn khí nội bộ cho các mỏ dầu.

(3) Dịch vụ sản xuất (kho nổi FPSO, FSO)

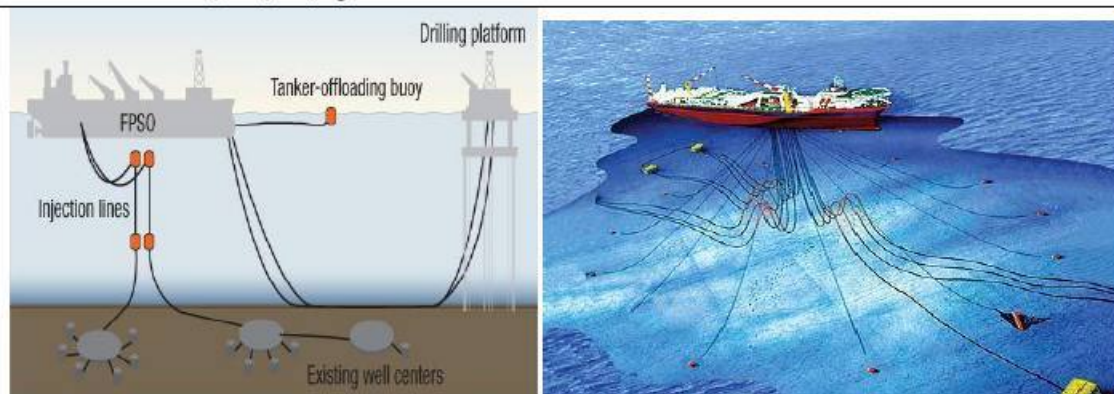
Kho nổi, xử lý, chứa và xuất dầu thô (FPSO) và kho nổi, chứa và xuất dầu thô (FSO) là các phương tiện sản xuất ngoài khơi được dùng để chứa các hợp chất hydrocarbon đã xử lý, riêng kho nổi FPSO có thể xử lý dầu thô trước khi xuất sang các tàu chở dầu thô. Các phương tiện này có thể lưu lại mỏ trong suốt vòng đời của một dự án dầu khí mà không cần lên đà bảo dưỡng. Nhờ đồng sở hữu và vận hành đội tàu gồm 5 kho nổi FSO/FPSO thông qua hình thức liên doanh, PVS cung cấp giải pháp hiệu quả về mặt chi phí cho các công ty khai thác dầu khí, do các kho này có thể thay thế việc xây dựng đường ống dẫn dầu đòi hỏi khoản vốn đầu tư lớn và thích hợp để phục vụ các mỏ có quy mô nhỏ.

Hình 14: Chi tiết đội tàu kho nổi FSO/FPSO

Tên tàu	Tổng vốn đầu tư	Tỷ lệ sở hữu của PVS %	Thời hạn hợp đồng	Giá trị hợp đồng	Khách hàng
FSO MV 12	180 triệu USD	33%	2007 - 2014 (*)	107 triệu USD	Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Hàn Quốc (KNOC)
FSO Orkid	169 triệu USD	49%	2009 - 2019	307 triệu USD	Talisman (Canada)
FPSO Ruby II	300 triệu USD	60%	2010 - 2020	306 triệu USD	PETRONAS (Malaysia)
FSO Biển Đông 1	149 triệu USD	51%	2013 - 2023	331 triệu USD	Công ty Điều hành Dầu khí Biển Đông (VN)
FPSO Lam Sơn	400 triệu USD	51%	2014 - 2024	737 triệu USD	Công ty điều hành chung Lam Sơn (VN)

Nguồn: PVS. Ghi chú: (*) Được quyền gia hạn thêm 23 năm sau khi hợp đồng hết hạn trong năm 2014

Hình 15: Minh họa hoạt động của kho nổi FPSO/FSO



Nguồn: Rigzone

(4) Tàu dịch vụ dầu khí

PVS sở hữu và điều hành đội tàu gồm 24 tàu dịch vụ dầu khí, có thể cung cấp bốn loại hình dịch vụ khác nhau từ thăm dò đến thu dọn mỏ dầu khí. Ngoài ra, PVS còn thuê 60 tàu khác để cho thuê lại nhằm đáp ứng tổng nhu cầu khoảng 80 tàu/năm. Phần lớn hợp đồng ngắn hạn, kéo dài từ một tháng đến một năm.

Hình 16: Đội tàu dịch vụ dầu khí của PVS



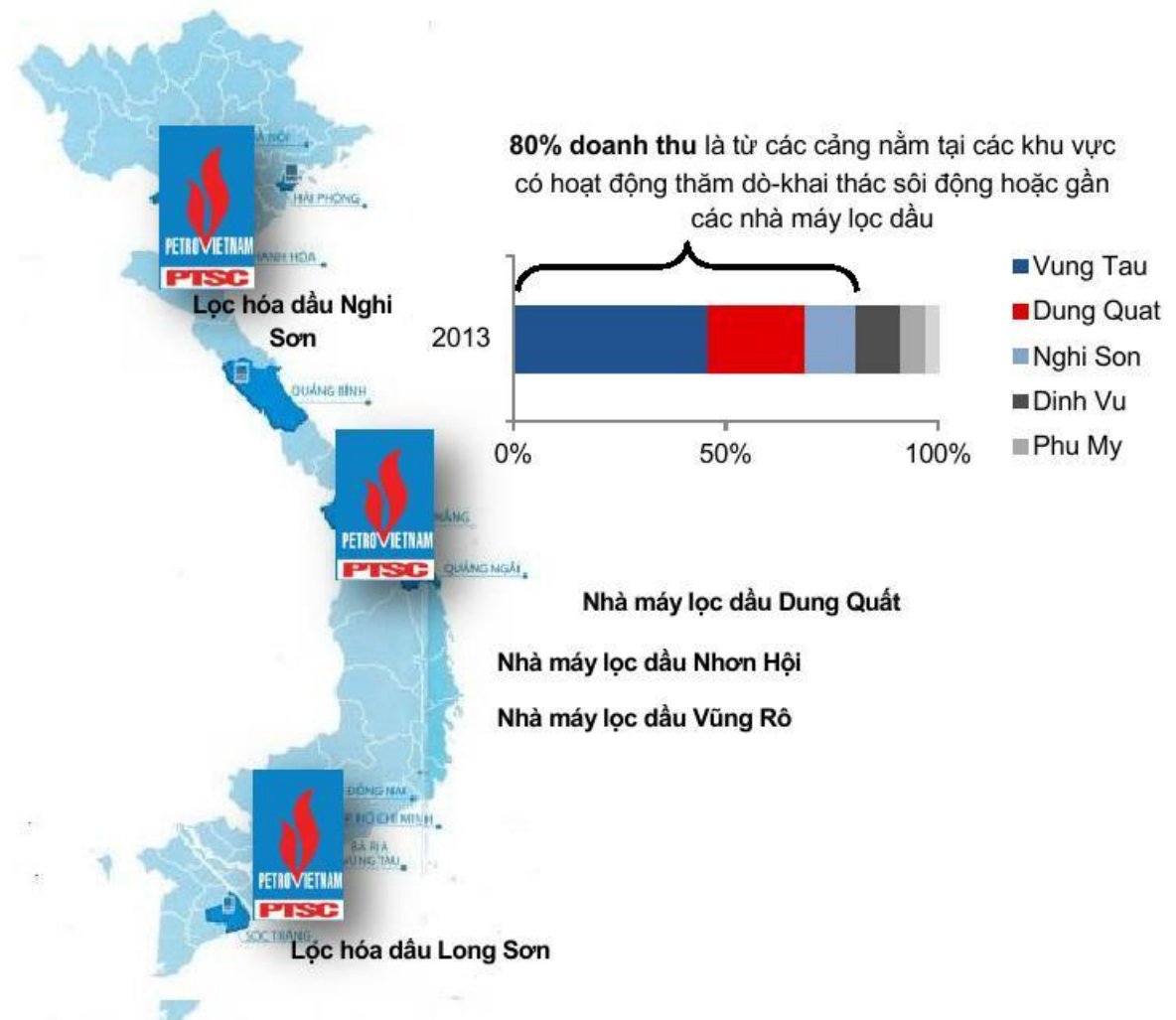
Loại	AHTS Tàu lai dật và làm neo	DP Định vị động	Tàu kéo	PSV Tàu hỗ trợ mỏ
Số tàu	12 tàu	4 tàu	3 tàu	5 tàu
Tuổi trung bình	14,5 năm	8,75 năm	3,7 năm	22,6 năm
Chức năng	Kéo phương tiện, vật tư, làm neo cho giàn khoan/tàu khai thác	Giữ trang thiết bị nổi khi thời tiết xấu	Kéo và đẩy các tàu khác vào cảng trên biển mở	Vận chuyển hàng hóa và nhân viên đến/từ giàn khoan ngoài khơi và các địa điểm ngoài khơi khác
Phục vụ nhu cầu	Đầu tư XDCB thăm dò và khai thác ngoài khơi			

Nguồn: PVS và VCSC ước tính

(5) Cảng dịch vụ dầu khí

PVS sở hữu một phần và điều hành sáu cảng dịch vụ dầu khí trên cả nước. Có hai loại cảng: (1) căn cứ cảng dầu khí/cảng dịch vụ dầu khí phục vụ tàu tuần tra ngoài khơi và tàu thăm dò-khai thác dầu khí và để hỗ trợ việc vận chuyển các sản phẩm xăng dầu dạng lỏng và (2) cảng thương mại để hỗ trợ việc vận chuyển hàng khô. Trong số các cảng dịch vụ dầu khí này, Cảng dịch vụ dầu khí Vũng Tàu, có vị trí địa lý là trung tâm của các hoạt động kinh doanh dầu khí, là cảng lớn nhất và cũng là nguồn doanh thu chính của PVS. Bên cạnh đó, PVS đã mua lại và mở rộng một số cảng dịch vụ dầu khí tại Thanh Hóa và Đà Nẵng nhằm chuẩn bị cho việc mở rộng hoạt động sang các mỏ tại các khu vực này. Cụ thể, các cảng này sẽ hưởng lợi nhờ (1) việc vận chuyển trang thiết bị và máy móc phục vụ việc xây dựng các nhà máy lọc dầu và (2) việc đẩy mạnh nhanh chóng hoạt động thăm dò và khai thác trong khu vực.

Hình 17: Các cảng dịch vụ dầu khí của PVS đều có vị trí chiến lược



Nguồn: PVS

(6) Cơ khí dầu khí

PVS là nhà thầu EPC được ưu tiên trong các dự án thượng nguồn lẫn hạ nguồn tại Việt Nam cũng như trên thị trường thế giới. PVS có một xưởng đóng tàu với trang thiết bị và phương tiện hiện đại (23,6ha công trình xây dựng tại Vũng Tàu, gần bể Cừu Long, có nhà kho, và thiết bị cơ khí chuyên dụng) và tiềm lực tài chính dồi dào; hai tiêu chuẩn quan trọng nhất trong quá trình đấu thầu thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ và thi công xây dựng công trình (EPC/EPCI).

Công ty định hướng sẽ cung cấp 100% dịch vụ sửa chữa ngoài khơi và 30% dịch vụ xây dựng và 20% thị trường cơ khí dầu khí trong nước, chủ yếu do sự phân chia thị phần với PXS (Công ty Cổ phần Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí). PVN gần đây đã cho biết PVS sẽ là tập trung cho các công trình cơ khí dầu khí ngoài khơi (thượng nguồn) trong khi PXS sẽ được giao thực hiện các công trình hạ nguồn.

Cơ khí dầu khí bắt đầu nằm trong số các dịch vụ có biên lợi nhuận cao của PVS. Biên lợi nhuận gộp từ các hợp đồng cơ khí dầu khí đều không cao. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng cơ khí dầu khí vẫn là lĩnh vực mang tính chiến lược vì mang lại các hợp đồng dịch vụ vận hành và bảo dưỡng, dịch vụ cảng có biên lợi nhuận cao hơn.

Hình 18: Số dự án cơ khí dầu khí theo lĩnh vực từ 2012-2014

Unit: triệu USD	2012	2013	2014
Dầu khí ngoài khơi	597	981	897
Lọc dầu	-	-	11
Nhiệt điện	-	-	50
Tổng cộng	597	981	957

Nguồn: PVS

Ba lợi thế cạnh tranh

Chúng tôi cho rằng là một trong những công ty con chính của PVN, PVS có ba lợi thế cạnh tranh nổi bật là (1) gần như độc quyền thị trường dịch vụ kỹ thuật dầu khí, (2) cung cấp dịch vụ trọn gói khó có thể mô phỏng lại và (3) hoạt động trong các lĩnh vực có rào cản gia nhập rất lớn.

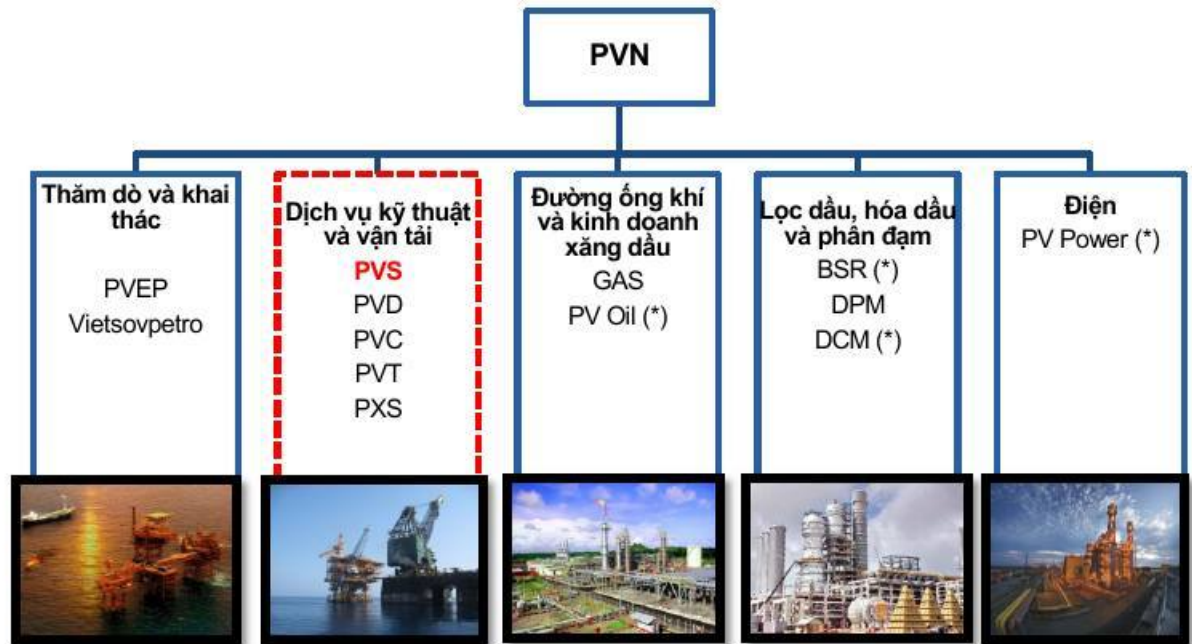
PVS thống lĩnh thị trường trong nước và tăng cường hiện diện trên thị trường thế giới

Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN) là cơ quan nhà nước thực hiện các kế hoạch năng lượng mang tính chiến lược cấp quốc gia. Theo Luật Dầu khí, tất cả các hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam chỉ được phép thực hiện với sự tham gia của PVN; vì vậy, tập đoàn này hiện diện rộng khắp tại thị trường trong nước. Trong khi đó, PVN đã và đang tăng cường hiện diện trên thị trường quốc tế với các đối tác chiến lược nước ngoài tại Nga, Mỹ La-tinh, Trung Đông, Châu Phi và Đông Nam Á.

- **Hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí:** PVN hiện khai thác dầu khí từ 20 mỏ tại Việt Nam và 5 mỏ tại nước ngoài. Trong lĩnh vực thăm dò, PVN hiện đang hợp tác với các tập đoàn dầu khí quốc tế với 60 hợp đồng tại Việt Nam và 17 hợp đồng tại 14 nước khác.
- **Lọc dầu, hóa dầu và nhiên liệu sinh học:** PVN dự kiến sẽ tăng công suất trong lĩnh vực lọc dầu và hóa dầu, xây dựng kho hỗ trợ và hệ thống cung cấp. Cụ thể, tập đoàn dự kiến đến năm 2020 sẽ nâng công suất lọc dầu lên 30 triệu tấn/năm từ mức hiện tại là 6,5 triệu tấn.
- **Khí:** PVN đề ra mục tiêu đến năm 2025 sẽ nâng sản lượng gấp hai lần so với hiện nay là 10 tỷ m3 khí tự nhiên/năm.

PVS là lựa chọn hàng đầu của PVN trong lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Trong số các công ty con được niêm yết trên sàn GDCK của PVN, PVS là công ty lớn thứ ba về giá trị vốn hóa, sau GAS và PVD; PVN sở hữu trên 51% cổ phần PVS và cho biết sẽ luôn là cổ đông lớn của PVS. PVS là công ty duy nhất có thể cung cấp nhiều loại hình dịch vụ khác nhau từ thăm dò đến khai thác và là nhà thầu EPC được ưa chuộng đối với các dự án dầu khí tại Việt Nam. Hơn nữa, trong khi PVN đẩy mạnh các hoạt động thăm dò và khai thác tại nước ngoài, PVS cũng hưởng lợi theo vì được tiếp cận với các thị trường quốc tế, trong đó có Malaysia, Myanmar và Brunei.

Cấu trúc Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam



(*) Dự kiến sẽ tư nhân hóa trong năm 2015-2016

Dịch vụ trọn gói, khó có thể mô phỏng lại

Dịch vụ trọn gói của PVS hạn chế cạnh tranh trong nước. Cung cấp các dịch vụ dầu khí ngoài khơi kéo theo nhiều rủi ro. Vì quy trình đưa một mỏ dầu khí vào hoạt động đòi hỏi nhiều thời gian cũng như vốn đầu tư, nếu hoạt động chậm trễ hoặc gián đoạn sẽ kéo theo chi phí cơ hội rất lớn. Do đó, cần cung cấp các dịch vụ với chất lượng cao, an toàn và với giá cạnh tranh.

Vietsovpetro có năng lực gần tương đương nhưng công ty này không cạnh tranh trên thị trường. PVS cung cấp dịch vụ trọn gói từ thượng nguồn đến hạ nguồn mà chỉ Vietsovpetro (VSP), liên doanh giữa PetroVietnam và Zarubezhneft (Nga), có quy mô tương tự. Tuy nhiên, VSP chỉ sử dụng những dịch vụ này để phục vụ cho các hoạt động thăm dò và khai thác của họ.

PXS và PVT cung cấp một số dịch vụ trùng lặp nhưng nhu cầu thị trường vẫn lớn. PVS cung cấp một số dịch vụ cơ khí dầu khí tương tự như PXS (CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí) và PVT (Tổng CTCP Vận tải Dầu khí) trong lĩnh vực kho nổi. Tuy nhiên, các hợp đồng cơ khí dầu khí có quy mô rất lớn và giá trị cao, đòi hỏi nhiều nhà thầu cùng một lúc. Như đã đề cập trên đây, PVN sẽ giao cho PVS các dự án thượng nguồn, còn các dự án hạ nguồn sẽ giao cho PXS. Trong khi đó, chi phí đầu tư XDCB trong lĩnh vực kho nổi là rất lớn, vì vậy, chỉ các công ty có tiềm lực tài chính mạnh mới có thể tham gia thị trường này.

Hình 19: Các công ty con của PVN theo lĩnh vực

	Thăm dò địa chấn	Dịch vụ hàng hải	M&C	FSO/FPSO	Cảng dịch vụ dầu khí	Vận hành và bảo dưỡng
PVS	x	x	x	x (5 tàu)	x (6 cảng)	x
PXS			x		x (1 cảng)	
PVT				x (2 tàu)		
VSP	x	x	x	x	x (1 cảng)	x

Nguồn: PVS, PVT, PXS

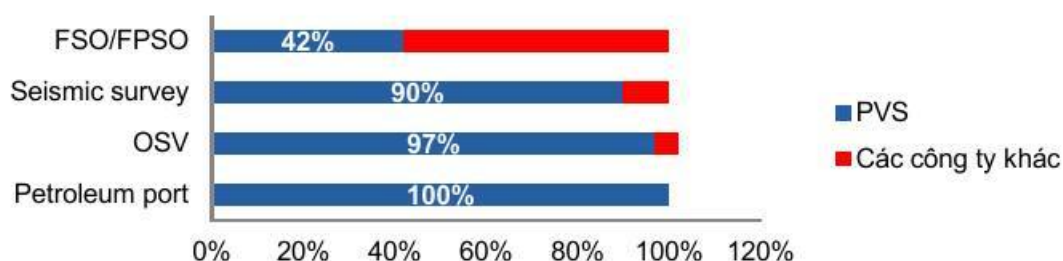
Cạnh tranh với các công ty quốc tế: Khảo sát địa chất và kho nổi là hai lĩnh vực không chỉ đòi hỏi công nghệ cao, vốn lớn mà còn đòi hỏi nhân lực giàu kinh nghiệm. Trong lĩnh vực khảo sát địa chất, liên doanh với CGG Veritas (Hà Lan) cho phép PVS cung cấp các dịch vụ khảo sát dưới biển theo tiêu chuẩn quốc tế với giá cạnh tranh. Trong khi đó, PVS đã thành lập bốn liên doanh với các đối tác Singapore và Malaysia để huy động đủ vốn đầu tư cho các phương tiện sản xuất phục vụ thị trường Việt Nam.

Rào cản lớn trong việc gia nhập thị trường

PVS là doanh nghiệp dẫn đầu các phân khúc được dự báo sẽ tăng trưởng mạnh, bao gồm:

- Tàu dịch vụ dầu khí (OSV):** PVS có đội tàu lớn và đa dạng nhất, gồm 24 tàu do công ty sở hữu, và 40-50 tàu được thuê lại, trong đó có các tàu AHTS, AHTS (DP1), AHTS (DP2), tiện ích, và cứu hỏa, chiếm đến 97% thị trường tàu dịch vụ dầu khí của Việt Nam. Ban lãnh đạo cho biết từ đầu năm đến nay, nhu cầu tàu dịch vụ dầu khí tăng mạnh với số tàu hoạt động trung bình mỗi ngày tăng 16% lên 70 tàu và có lúc lên đến 90 tàu. Để đáp ứng nhu cầu thị trường và mở rộng đội tàu (hiện gồm 24 tàu), công ty dự kiến sẽ đầu tư thêm hai tàu dịch vụ dầu khí mỗi năm.
- Dịch vụ kho nổi:** PVS có đội tàu khai thác lớn nhất ngành dầu khí Việt Nam, với ba kho nổi FSO và hai FPSO, và cung cấp **dịch vụ hoạt động và bảo trì không chỉ cho các phương tiện này, mà còn cho ba tàu khai thác khác, thuộc sở hữu của các đối thủ**. Do đầu tư vào các tàu này cần nhiều vốn (trung bình 150 triệu USD cho tàu FSO và 400 triệu USD cho một tàu FPSO cỡ vừa), PVS sở hữu các tàu này chung với các đối tác Singapore và Malaysia. Ban lãnh đạo PVS dự báo thị trường Việt Nam đến năm 2018 cần một kho nổi, và đến năm 2020 cần thêm hai kho nổi.
- Cảng dịch vụ dầu khí:** PVS có sáu cảng dịch vụ dầu khí với vị trí chiến lược trên cả nước, cung cấp dịch vụ hậu cần cho các lĩnh vực kinh doanh khác gồm cơ sở vật chất phục vụ dịch vụ cơ khí dầu khí, dịch vụ sửa chữa và bảo trì cho tàu của công ty.

Hình 20: Thị phần của PVS trong các lĩnh vực



Nguồn: PVS

Hoạt động cung cấp dịch vụ đòi hỏi tiềm lực tài chính lớn. PVS đã giảm bớt được cạnh tranh vì các đối thủ tương lai của công ty phải đầu tư mạnh.

- a. **Cơ khí dầu khí:** Hợp đồng EPC/EPCI (thiết kế, cung cấp thiết bị công nghệ và thi công xây dựng công trình) là một hình thức thông dụng, thường được dùng để thực hiện các công trình xây dựng quy mô lớn và các dự án phức tạp. Theo hợp đồng EPC, nhà thầu chịu trách nhiệm quản lý tiến độ dự án cũng như kiểm soát chi phí và chất lượng. Trong khi đó, nhà thầu thường phải chịu trách nhiệm tự cấp vốn cho toàn bộ quá trình. Giá trị hợp đồng được cố định ngay từ ban đầu trong khi doanh thu sẽ được ghi nhận theo tỷ lệ công việc hoàn tất. Nếu không theo kịp tiến độ sẽ bị phạt theo các điều khoản ghi trong hợp đồng. Theo đó, một trong những tiêu chuẩn quan trọng trong việc chọn nhà thầu là tình hình tài chính và bề dày kinh nghiệm. PVS là một trong số ít các nhà thầu giàu kinh nghiệm trong việc thực hiện các hợp đồng EPC/EPCI trong lĩnh vực dầu khí.
- b. **Dịch vụ kỹ thuật:** Các lĩnh vực khác cũng đòi hỏi vốn đầu tư lớn để tăng công suất. Quy mô đóng vai trò vô cùng quan trọng, ví dụ, trong lĩnh vực tàu tuần tra ngoài khơi, một mỏ dầu cần nhiều loại tàu dịch vụ khác nhau theo hợp đồng hàng hải, và PVS là công ty duy nhất có thể đáp ứng được yêu cầu của các công ty dầu khí (trừ đội tàu của VSP, không hoạt động vì mục đích thương mại). Một ví dụ khác là các cảng dịch vụ dầu khí mà PVS sở hữu tại các thành phố quan trọng trong ngành dầu khí, cùng với các dịch vụ khác nhằm đáp ứng nhu cầu của các công ty dầu khí. Các công ty muốn gia nhập đều khó có thể cạnh tranh được với PVS về vốn đầu tư và vị trí chiến lược, độc quyền của các cảng.

Hình 21: Chi phí đầu tư vào các loại tàu

Tàu	Chi phí/tàu	Thời gian sử dụng
OSV	19–25 triệu USD	25–30 năm
FPSO	400 triệu USD	15–30 năm
FSO	150 triệu USD	15–30 năm
Petroleum Port	30 triệu USD	15 năm

Nguồn: Infield

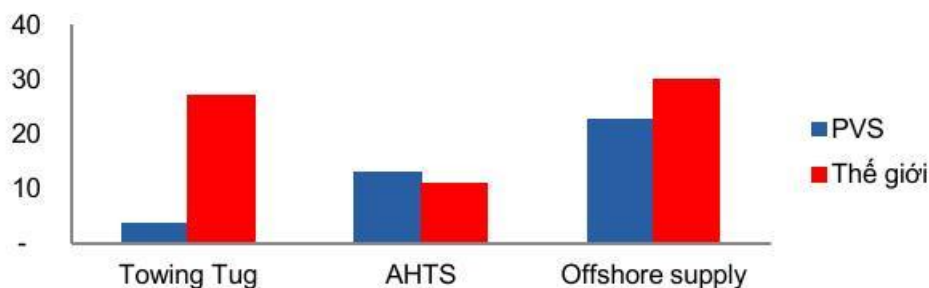
Triển vọng 2015-2019: EPS tăng trưởng kép 11% trong 5 năm

Mua thêm tàu dịch vụ dầu khí để tăng lợi nhuận so với thuê lại tàu

Tàu thuê lại đáp ứng một tỷ lệ lớn nhu cầu. Ban lãnh đạo cho biết, tuy thị phần cho thuê tàu dịch vụ dầu khí lên đến 97%, PVS chỉ sở hữu 24 tàu trong số 80 tàu cho thuê, còn lại là tàu PVS thuê lại. Ngoài ra, một số tàu đã trên 27 tuổi. Vì vậy, công ty dự kiến sẽ mua thêm hai tàu mỗi năm để thay thế các tàu cũ của công ty hoặc các tàu thuê lại vì tàu mới sẽ có giá thuê cao hơn và đáp ứng nhu cầu tàu dịch vụ dầu khí, dự kiến đến năm 2015 sẽ tăng lên 90 tàu/ngày.

Tàu dịch vụ dầu khí tiếp cận thị trường nước ngoài: Bên cạnh thị trường Việt Nam, PVS đã trở thành một nhà thầu chính trong hoạt động thăm dò – khai thác tại Myanmar với các khách hàng nước ngoài như MOGE (Myanmar), PTTEP (Thái Lan). Gần đây, PVS đã ký hợp đồng cung cấp hai tàu dịch vụ dầu khí công suất 8.000HP và 10.000HP cho chiến dịch khoan PVEP tại Lô M-2 ngoài khơi Myanmar. PVS dự kiến doanh thu từ thị trường nước ngoài sẽ chiếm khoảng 10%-15% tổng doanh thu 2015 và tăng lên 20% trong giai đoạn 2016-2015.

Hình 22: Tuổi trung bình của tàu PVS và thế giới



Nguồn: PVS và Infield

Giá thuê ngày tăng: Infield cho biết giá thuê ngày tàu dịch vụ dầu khí dự báo sẽ ở mức cao và ổn định.

Hình 23: Dự báo giá thuê ngày tàu dịch vụ dầu khí

	Thấp	Cao	Trung bình
Tàu mới (*), công suất dưới 8.000HP	12.000USD	18.000USD	15.000USD
Tàu cũ (*), công suất dưới 8.000HP	7.000USD	9.000USD	8.000USD
8,000HP – 16,000HP	24.000USD	29.000USD	26.500USD

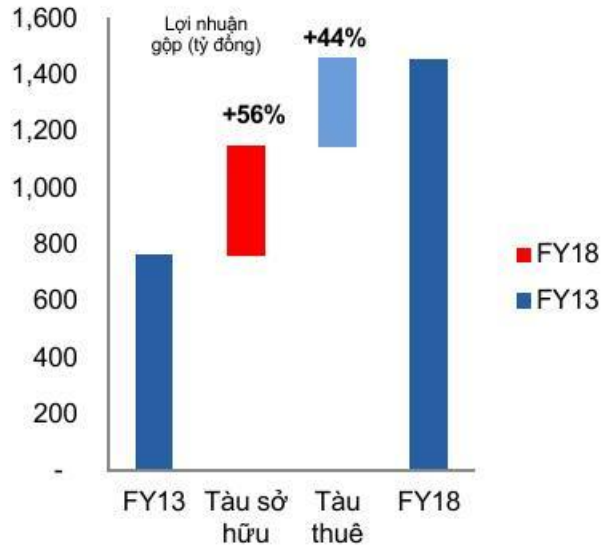
(*) Tàu được xem là mới nếu có tuổi từ 0-25 năm và tàu được xem là cũ nếu tuổi trên 25 năm.

Nguồn: Infield

46% đội tàu của PVS có tuổi lớn hơn mức trung bình còn hoạt động của thế giới. Ban lãnh đạo dự kiến sẽ đầu tư vào các tàu tuần tra ngoài khơi với công suất trên 8.000HP với mục đích không chỉ tăng giá thuê ngày mà còn phục vụ các hoạt động tại vùng nước sâu hiện đang gia tăng. Cụ thể, công ty sẽ có thêm một tàu AHTS với công suất từ 7.000-8.000HP trong năm 2014 và hai tàu AHTS với công suất từ 8.000-12.000HP trong năm 2015, có khả năng hoạt động tại vùng nước sâu tốt hơn.

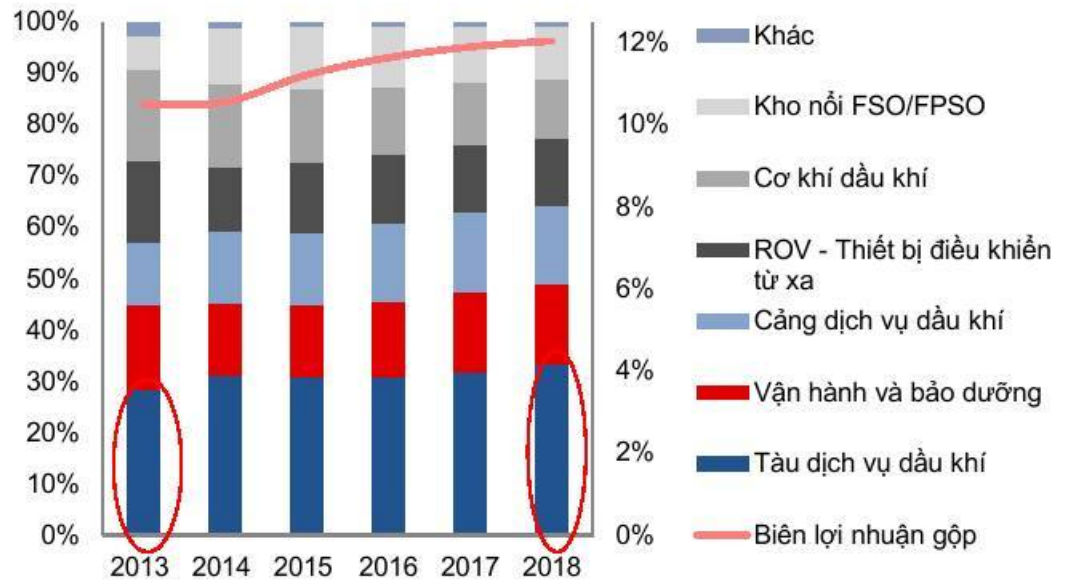
Ban lãnh đạo cho biết, nhu cầu tàu dịch vụ dầu khí của Việt Nam sẽ lên đến 90 tàu/ngày trong năm 2015 từ mức hiện tại là 80 tàu với nhu cầu tăng nhờ hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tăng. Trong khi đó, PVS đang xem xét mở rộng sang các thị trường Malaysia và Indonesia, nơi nhu cầu tàu cung cấp đang lên đến 150 tàu/ngày.

Hình 24: Các yếu tố chính thúc đẩy tăng trưởng lợi nhuận gộp từ tàu dịch vụ dầu khí, thuộc sở hữu của PVS và tàu thuê lại



Nguồn: VCSC ước tính

Hình 25: Biên lợi nhuận gộp tăng nhờ đóng góp của tàu dịch vụ dầu khí



Nguồn: VCSC ước tính

Đầu tư vào cảng dịch vụ dầu khí sẽ mang lại kết quả tích cực

Các cảng hoạt động kém sẽ có lượng hàng vận chuyển tăng: PVS sở hữu hệ thống cảng dịch vụ dầu khí tại các trung tâm năng lượng lớn nhất hiện nay cũng như trong tương lai, sẽ có lưu lượng hàng hóa vận chuyển gia tăng nhờ sự chuyển dịch các hoạt động thăm dò và khai thác sang miền Bắc và miền Trung, nơi các cảng còn chưa phát huy được công suất.

Hình 26: Danh sách các cảng của PVS

Cảng	TL sở hữu%	Chức năng	Lưu lượng hàng hóa vận chuyển/năm
Vũng Tàu (Vũng Tàu)	100%	Phục vụ hoạt động tại mỏ Nam Côn Sơn, mỏ lớn nhất. Dự kiến sẽ phục vụ Nhà máy lọc dầu Long Sơn trong tương lai.	200.000 tấn
Nghi Sơn (Thanh Hóa)	55%	Phục vụ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn	1,3 triệu tấn + hợp đồng 1 triệu tấn với Nghi Sơn
Đình Vũ (Hải Phòng)	51%	Cảng dịch vụ dầu khí và thương mại	200.000 TEU
Hòn La (Quảng Bình)	100%	Cảng thương mại	1 triệu tấn
Dung Quất (Quảng Ngãi)	95%	Phục vụ Nhà máy Lọc dầu Dung Quất	1,5 triệu tấn
Phú Mỹ (Vũng Tàu)	60%	Cảng thương mại	1,5 triệu tấn
Sao Mai Bến Đình (Vũng Tàu)	42.1%	Cảng dịch vụ dầu khí và thương mại	Đang thi công
Sơn Trà (Đà Nẵng)	JV	Phục vụ dự án Cá Voi Xanh (bể Phú Khánh)	Đang thi công

Nguồn: PVS

Chúng tôi cho rằng doanh thu các cảng tại miền Bắc và miền Nam sẽ tăng từ năm 2015 trở đi nhờ lưu lượng hàng hóa vận chuyển tăng, phục vụ việc xây dựng và hoạt động của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và việc mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất. PVS đã ký một số hợp đồng dịch vụ cảng với Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn.

Hình 27: Revenue contribution by ports in 2013 and 2019



Nguồn: PVS

Giá trị xây lắp cơ khí dầu khí sẽ ổn định với các hợp đồng thượng nguồn và hạ nguồn

Chúng tôi cho rằng giá trị xây lắp cơ khí dầu khí sẽ ổn định tại mức hiện tại vì PVS có kinh nghiệm chuyên sâu về cung cấp các dịch vụ EPCI cho cả thượng nguồn và hạ nguồn. Với danh mục dự án hiện tại, PVS sẽ tiếp tục ghi nhận lợi nhuận từ các dự án thượng nguồn

(Hàn Rông-Thái Bình, ONGC, MLS, Sư Tử Nâu, Sư Tử Nâu Tây Nam) và các dự án hạ nguồn (Nhà máy Nhiệt điện Long Phú). Công ty cũng có kế hoạch đấu thầu các dự án hạ nguồn như Nhà máy Nhiệt điện Sông Hậu, NH3 và NPK của Đạm Phú Mỹ.

Hình 28: Danh mục dự án chính của PVS tính đến ngày 30/09/2014

Dự án	Giá trị	Nhà đầu tư	Thời gian	Tình trạng
Nhà máy điện Long Phú	1.6 tỷ USD	PVN	NA	Tạm ngưng
Nhiệt điện Sông Hậu	1.5 tỷ USD	PVN	2015 - 2018	NA
Bardegg 2 và Baronía	581 triệu USD	PETRONAS	11/2014 – 12/2016	Đang đấu thầu
Giàn khoan Tam Đảo 05	200 triệu USD	VSP	2014 - 2015	0,1647
Maharaja Lela South	130 triệu USD	Total - Brunei	02/2014 - 06/2015	0,3042
Lọc dầu Nghi Sơn– Gói B2	106 triệu USD	PVN	2014 - 2017	+ Trên đất liền: 15,12%+ Ngoài khơi: 1,75%
HRD	50 triệu USD	ONGC	06/2013 - 10/2014	0,7997
Hàn Rông Thái Bình	48 triệu USD	PV Gas	2014 – 2015	0,01
Giàn đầu giếng Tê Giác H05	NA	Liên doanh Điều hành Hoàng Long	08/2014- 06/2015	0,0787
Bunga Pakma	NA	Talisman	11/2014 – 12/2015	Đang đấu thầu
Hàn Rông WHSS	NA	PETRONAS	NA	Đang đấu thầu
Vasai East	NA	ONGC	2015 - 2018	Chuẩn bị đấu thầu
TLP và FPSO Cá Rông Đỏ	NA	Talisman	NA	NA
NH3 và NPK	NA	DPM	NA	NA
Badamýar	NA	Hyundai (Myanmar)	NA	NA
Arthit	NA	Thailand	NA	NA

Nguồn: PVS, *Ghi chú: NA – chưa có thông tin

Lĩnh vực dịch vụ khai thác (kho nổi FSO/FPSO) tăng trưởng bền vững

Gần đây, PVS đã đưa vào hoạt động kho nổi FSO Biển Đông (Quý 3/2013) và kho nổi FPSO Lam Sơn (Quý 3/2014). Hai kho nổi mới này sẽ đóng góp tối đa từ năm 2015 trở đi.

Hình 29: Hợp đồng vận hành và bảo dưỡng của các tàu do PVS sở hữu và các tàu thuê lại từ 2012-2015

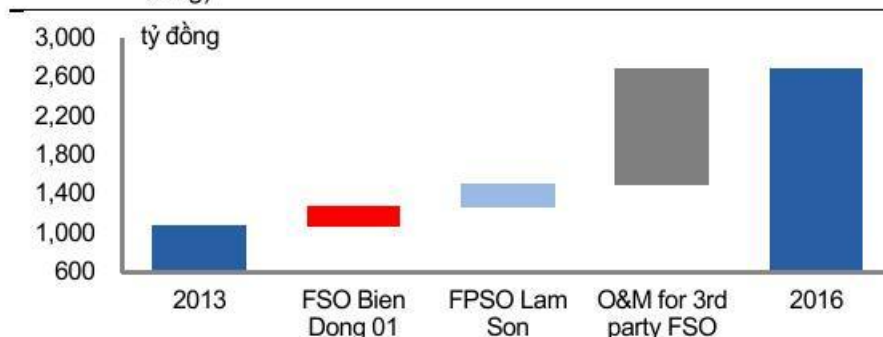
Hiện nay	2012	2013				2014				2015			
Mới		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Tàu của PVS													
FSO MV12													
FSO Orkid													
FPSO Ruby II													
FSO BD 01													
FPSO Lam Sơn													
Tàu thuê lại													
Các tàu hiện tại													
FSO của PVT													

Nguồn: PVS và VCSC ước tính

Cần thêm tàu FSO/FPSO. Một yếu tố khác cũng giúp thúc đẩy tăng trưởng mà chúng tôi vẫn chưa đề cập đến là nhu cầu trong nước hiện nay đang tăng. Ban lãnh đạo cho rằng việc tìm được các mỏ dầu mới tại bể Hàm Rồng sẽ kéo theo nhu cầu tàu FSO. Vì vậy, PVS dự kiến sẽ đầu tư thêm một tàu FSO vào năm 2018 và dự kiến thị trường sẽ cần thêm hai kho nổi FSO/FPSO vào năm 2020. Số kho nổi FSO/FPSO tăng cũng sẽ khiến nhu cầu dịch vụ vận hành và bảo dưỡng tăng theo.

Mở rộng sang thị trường Myanmar: PVS đang tìm hiểu cơ hội cung cấp một tàu FSO cho Myanmar. Do lĩnh vực này cần vốn lớn, chúng tôi cho rằng PVS sẽ tìm kiếm một đối tác quốc tế để cấp vốn cho dự án này. Tuy vẫn chưa đưa các khoản đầu tư này vào mô hình tài chính, chúng tôi ước tính với tỷ lệ sở hữu 50:50, một tàu FSO có thể đóng góp khoảng 10 triệu USD lợi nhuận, tương đương 10% LNST 2015 của PVS.

Hình 30: Doanh thu từ dịch vụ khai thác tăng trưởng kép hàng năm 25% từ 2013-2016 (tỷ đồng)



Nguồn: VCSC ước tính

(*) Chúng tôi xin lưu ý là doanh thu từ các dịch vụ hoạt động và bảo trì đối với các kho nổi FSO/FPSO được đưa vào dịch vụ sản xuất theo báo cáo, trong khi doanh thu từ hoạt động cho thuê tàu riêng lẻ được ghi nhận vào lợi nhuận từ liên doanh.

Kế hoạch đầu tư XDCB

Ban lãnh đạo cho biết, vốn đầu tư XDCB trong tương lai của PVS sẽ bao gồm 70% vốn vay ngân hàng và 30% vốn chủ sở hữu. Các dự án đầu tư XDCB lớn bao gồm:

- (1) Mở rộng đội tàu dịch vụ dầu khí:
 - a. Một tàu dịch vụ dầu khí trong Quý 4/2014 với công suất từ 7.000-8.000HP.
 - b. Hai tàu dịch vụ dầu khí mỗi năm từ 2015 trở đi với công suất trên 8.000BHP.
- (2) Xây mới và mở rộng cảng
 - a. Mở rộng cảng Đình Vũ trong năm 2014 và 2015 với vốn đầu tư XDCB là 100 tỷ đồng
 - b. Xây dựng cảng Sao Mai – Bến Đình năm 2015-2016 với tổng số vốn khoảng 200 tỷ đồng.
 - c. Xây dựng cảng Sơn Trà theo hai giai đoạn: Giai đoạn 1 (2013-2015) chi phí 431 tỷ đồng và Giai đoạn 2 (sau năm 2015) chi phí 200 tỷ đồng.

Hình 31: Kế hoạch đầu tư

Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Mở rộng đội tàu TTHTNK	483	1.200	1.200	1.200	1.200
Cảng Sao Mai – Bến Đình		100	100	-	-
FPSO Lam Sơn	214	-	-	-	-
Khác	108	400	400	500	500
Tổng cộng	815	1.700	1.700	1.700	1.700

Chính sách trả cổ tức

PVS có bảng cân đối kế toán lành mạnh, trong đó tiền và tương đương tiền năm 2013 lên đến 5.857 tỷ đồng, chiếm 1/3 tổng tài sản. Tuy nhiên, vì là nhà thầu EPCI chính, công ty luôn phải có sẵn tiền mặt để tài trợ các dự án cơ khí dầu khí, có doanh thu hàng năm từ 2014-2018 dự báo khoảng 10.000 tỷ đồng. Như vậy, cổ tức dự báo sẽ duy trì tại mức 1.200 đồng/cổ phiếu, theo đó lợi suất cổ tức tương ứng đến năm 2018 là 2,8% theo giá thị trường hiện nay.

Hình 32: Cổ tức 2014-18

Tỷ đồng	2014	2015	2016	2017	2018
Cổ tức	536	536	536	536	536
Tỷ lệ trả cổ tức	34%	31%	26%	23%	21%
Số dư tiền mặt sau khi trả CT	7.157	8.574	10.325	12.607	15.269

Định giá

Phương pháp định giá: Mô hình định giá chiết khấu dòng tiền 5 năm của chúng tôi cho kết quả mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PVS là 60.000, tỷ lệ tăng so với giá thị trường hiện nay là 50%.

PER đa trọng số thấp hơn so với các công ty khác cùng ngành trong nước cũng như trong khu vực. PVS hiện đang giao dịch với PER 2014 là 10,3 lần và PER 2015 là 8,7 lần. PER đa trọng số 2014 của PVS thấp hơn 26,4% so với các công ty con khác được niêm yết của PetroVietnam và 36,4% so với các công ty khác cùng ngành trong khu vực.

Hình 33: Tóm tắt mô hình chiết khấu dòng tiền theo năm từ 2015-2019

Giá định	2015	2016	2017	2018	2019
Lợi nhuận gộp	3.924	4.212	4.546	4.866	5.174
Dịch vụ khai thác (*)	1.000	1.020	1.050	1.135	1.185
Dịch vụ hàng hải	1.032	1.118	1.251	1.394	1.549
Vận hành và bảo dưỡng	464	534	614	644	676
Cảng dịch vụ dầu khí	472	550	610	639	676
M&C	475	475	475	475	475
ROV	452	487	517	549	584
Khác	29	29	29	29	29
Chi phí quản lý và bán hàng	-949	-996	-1.055	-1.105	-1.159
Lãi/lỗ tài chính	-30	-31	-33	-35	-36
EBIT	2.945	3.186	3.458	3.727	3.979
trừ: thuế	-648	-637	-692	-745	-796
cộng: khấu hao	832	1.144	1.411	1.641	1.837
Trừ: capex	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700	-1.700
(+)/(-) thay đổi vốn lưu động	611	198	263	220	239
Dòng tiền tự do không đòn bẩy	2.040	2.190	2.741	3.142	3.560
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do	1.832	1.766	1.982	2.037	2.068
Giá trị hiện tại lũy kế			9.684		
Giai đoạn dự báo			5		
Giá trị hiện tại dòng tiền tự do			9.684		
Giá trị cuối kỳ			19.495		
Tổng cộng			29.179		
Tiền mặt và đầu tư ngắn hạn			5.857		
Nợ ngắn và dài hạn			3.524		
Vốn CSH bao gồm lợi ích CĐTS			31.512		
Lợi ích CĐTS			4.632		
Vốn CSH không tính lợi ích CĐTS			26.880		
Cổ phiếu lưu hành (triệu)			447		
Giá cổ phiếu			60.133		

(*) Bao gồm lợi nhuận từ liên doanh

Nguồn: VCSC ước tính

So sánh với các công ty khác trong ngành: Vì PVS nắm giữ vị thế thống lĩnh tại thị trường Việt Nam, chúng tôi lấy số liệu của một số công ty trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương tương tự PVS cũng cung cấp dịch vụ kỹ thuật ngoài khơi trọn gói.

Các công ty mà chúng tôi lựa chọn bao gồm:

- Các công ty cung cấp dịch vụ ngoài khơi trong khu vực Châu Á – Thái Bình Dương có rủi ro hoạt động và chính trị tương tự, bao gồm Malaysia, Trung Quốc và Indonesia, v.v.
- Các công ty có hoạt động chính là sở hữu và điều hành đội tàu đa dạng, trang thiết bị địa chấn, và chuyên làm nhà thầu EPC giàn đầu giếng và giàn khai thác dầu khí ngoài khơi.
- Các doanh nghiệp có tăng trưởng lợi nhuận tương đối cao, gồm các chỉ báo về khả năng sinh lời và hiệu suất tài sản.

Hình 34: So với các công ty khác trong khu vực

Công ty	Quốc gia	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS %	2014 P/E	P/B	GT DN/ EBITDA	ROE
SAPURAKENCANA	MALAYSIA	6.642	7,3	13,5	2,0	13,9	15,2
DAYANG ENTERPRISE	MALAYSIA	805	21,5	18,2	3,4	15,4	21,3
BUMI ARM	MALAYSIA	2.773	20,1	19,2	1,7	14,8	8,7
PACC OFFSHORE	SINGAPORE	1.414	23,4	20,1	1,1	8,2	8,1
SCOMI	MALAYSIA	510	1,0	22,1	2,4	11,9	12,6
ALAM MARI	MALAYSIA	298	-7,1	14,1	1,2	20,3	9,4
Average		2.074	12,3	16,2	1,9	13,7	13,1
Median		1.109	13,7	18,7	1,8	14,4	11,0
PVS		901	10,0	10,3	1,7	6,7	19,2

Nguồn: Bloomberg

Hình 35: So sánh các công ty con của PVN

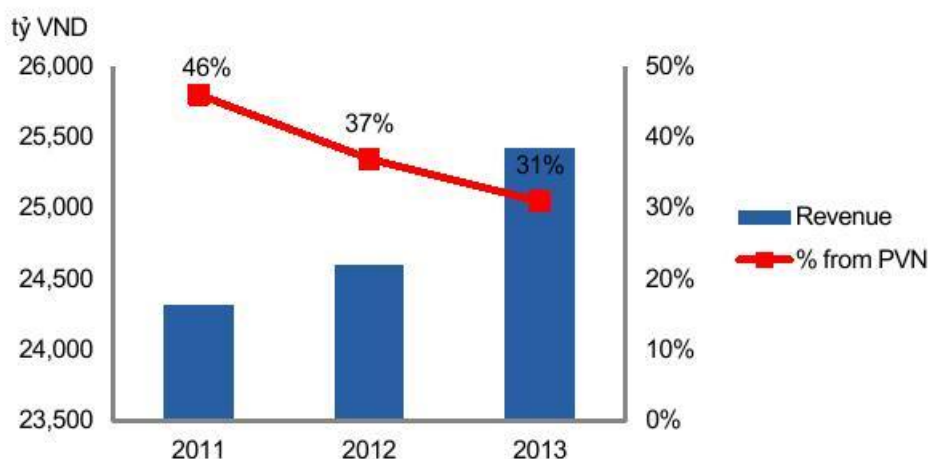
Công ty	Vốn hóa (triệu USD)	Tăng trưởng EPS %	2014 P/E	P/B	GT DN/ EBITDA	ROE
PVD	1.428	21,9	13,1	2,9	8,5	22,3
GAS	10.100	21,0	15,3	5,8	8,5	33,6
PVT	217	8,3	16,4	1,6	7,3	7,7
PXS	84	64,5	11,1	6,1	11,1	21,3
Trung bình	2.957	28,9	14,0	4,1	8,9	21,2
Trung vị	823	21,5	14,2	4,4	8,5	21,8
PVS	901	10,0	10,3	1,7	6,7	19,2

Nguồn: Bloomberg

Rủi ro đầu tư

PVS phụ thuộc vào chiến lược lâu dài của PVN trong các hoạt động thăm dò và khai thác. Hoạt động của PVS có tương quan lớn với mức độ thăm dò-khai thác dầu và kế hoạch phát triển lĩnh vực thăm dò-khai thác của PVN. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng PVS đã thành công trong việc hạn chế phụ thuộc vào PVN với tỷ lệ đóng góp doanh thu cho PVN và các công ty con giảm từ năm 2011.

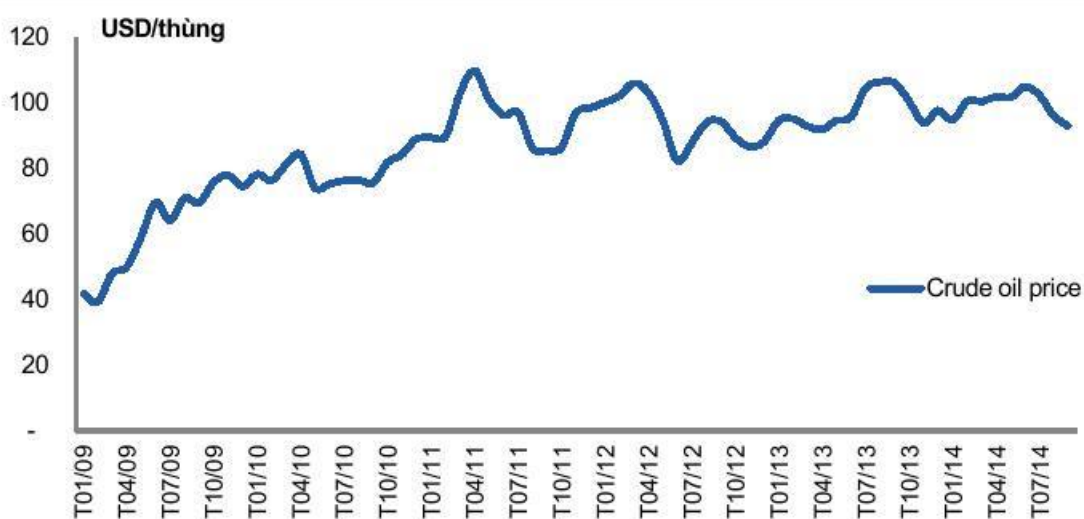
Hình 36: Đóng góp doanh thu từ PVN và các công ty con ngày càng giảm



Nguồn: PVS

Hoạt động thăm dò-khai thác phụ thuộc vào biến động của giá dầu. Hoạt động của PVS phụ thuộc vào hoạt động thăm dò-khai thác, mà lĩnh vực này lại phụ thuộc vào giá dầu khí. Tuy OPEC dự báo giá dầu sẽ giảm, tạo ra nguồn cung lớn, khiến giá dầu thô giảm tăng trưởng kinh tế của Châu Âu và Trung Quốc trong thời gian qua đã chứng lại. Dù vậy, chúng tôi cho rằng sự linh hoạt của PVS trong việc cung cấp dịch vụ từ thượng nguồn đến hạ nguồn giảm được rủi ro này.

Hình 37: Giá dầu thô 2009-14



Nguồn: Bloomberg

Rủi ro trong quá trình hoạt động: Hoạt động chính của PVS chủ yếu tập trung ngoài khơi, dưới điều kiện thời tiết khắc nghiệt, có thể kéo theo tai nạn và hủy hoại tài sản. Bất kỳ tai nạn nào khiến hoạt động bị gián đoạn cũng sẽ kéo theo chi phí và giảm lợi nhuận.

Triển vọng lợi nhuận: Các dịch vụ kỹ thuật trọn gói về bản chất là đa dạng và phức tạp đối với các công ty như PVS, trong đó khoảng 60% nguồn doanh thu ổn định, phần còn lại là theo hợp đồng.

Chi phí thực tế có thể cao hơn so với ước tính: Theo hợp đồng EPC/EPCI, nhà thầu chịu trách nhiệm ước tính chi phí khi đấu thầu. Theo đó, các nhà thầu như PVS có thể gặp phải rủi ro là ước tính chi phí thấp hơn so với thực tế.

Năm 2012, chi phí dự án ethanol tăng mạnh 20 triệu USD, buộc PVS phải ghi nhận lỗ đối với dự án này. Tuy nhiên, công ty đã được phép tăng giá trị đầu tư cho dự án và dự kiến sẽ hoàn nhập dự phòng 20 triệu USD. Vì PVS là một chủ thầu EPC giàu kinh nghiệm, chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo sẽ thận trọng và đánh giá kỹ lưỡng hơn trong việc đấu thầu các dự án trong tương lai.

Tỷ giá VND/USD: Vì 2/3 nợ dài hạn của PVS là bằng đồng USD, nếu tiền đồng Việt Nam mất giá so với đồng USD, tăng trưởng lợi nhuận sẽ bị ảnh hưởng. Rủi ro này bị hạn chế vì tỷ giá trong ba năm qua luôn ổn định và nguồn FDI và dự trữ ngoại hối dồi dào.

Rủi ro từ Trung Quốc: Trung Quốc tuyên bố chủ quyền gần như toàn bộ Biển Đông, trong đó có hai quần đảo Trường Sa và Hoàng Sa, và cả một số khu vực thuộc vùng đặc quyền kinh tế của Việt Nam. Trong tháng 05/2014, Trung Quốc đã đưa một giàn khoan vào vùng đặc quyền kinh tế của Việt Nam để thăm dò dầu khí. Tuy các động thái này không ảnh hưởng nghiêm trọng đến hoạt động của các công ty dầu khí, chúng tôi xem đây là yếu tố cảnh báo. Rủi ro Trung Quốc sẽ tăng cường tuyên bố chủ quyền đối với Biển Đông với các động thái tương tự diễn ra có thể khiến tranh chấp vốn đã kéo dài giữa Việt Nam và Trung Quốc leo thang.

Gần đây, Việt Nam đã thu hút được một số tập đoàn dầu khí quốc tế để thăm dò và khai thác trong vùng biển Việt Nam. Đây là một động thái tích cực để tăng cường quyền lợi của các nước trên thế giới vào khu vực này, cũng như tăng cường việc thăm dò, khai thác dầu khí để đảm bảo an ninh năng lượng. Các công ty cung cấp dịch vụ như PVS có những tài sản cố định có thể dễ dàng di chuyển sang phục vụ các thị trường khác. Thực tế, PVS đã thâm nhập thị trường Malaysia và đang nghiên cứu các thị trường tiềm năng như Myanmar và Brunei để giảm rủi ro từ Trung Quốc.

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Đăng Quế, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 20%
KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Nếu giá mục tiêu cao hoặc thấp hơn giá thị trường 10%
KÉM KHẢ QUAN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 10%-20%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường 20%
KHÔNG KHUYẾN NGHỊ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do chủ quan hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, ví dụ như khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn M&A hay tư vấn chiến lược nào đó liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu cho cổ phiếu này bị hoãn lại vì chưa có đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tích tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ; 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+84 8 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 4 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+84 8 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc

Vũ Thanh Tú
tu.vu@vcsc.com.vn

Trưởng phòng, Ngô Hoàng Long
Trưởng phòng, Nguyễn Đức Tuấn
CV cao cấp, Đặng Văn Pháp
Chuyên viên, Ngô Đăng Quế
Chuyên viên, Dương Mỹ Thanh
Chuyên viên, Nguyễn Thảo Vy

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 8 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Chuyên viên, Nguyễn Thị Anh Đào
Chuyên viên, Văn Đình Vỹ
Chuyên viên, Trần Minh Đức
Chuyên viên, Nguyễn Ngọc Hoàng Hải
CV PTKT cao cấp, Nguyễn Thế Minh

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài

Michel Tosto, M. Sc.
+84 3914 3588, ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước

Nguyễn Quốc Dũng
+84 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Tp. Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 8 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 4 6262 6999, ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.