

REPORT

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN DỊCH VỤ DẦU KHÍ-PVS(HNX)

Hoàng Công Tuấn

Tuanhc@thanglongsc.com.vn

**Khuyến
nghị**

Giữ



Giá giao dịch : 42.000 VND

Giá mục tiêu trong 12 tháng:

43.540 VND

Chiến lược đầu tư: Giữ

Ngành lớn: Sản xuất công nghiệp
Ngành hẹp: Dịch vụ kỹ thuật dầu khí

Tổng quan: PVS cung cấp các loại hình dịch vụ kỹ thuật đa dạng cho ngành công nghiệp dầu khí, trong đó đã phát triển được một số loại hình dịch vụ kỹ thuật dầu khí mũi nhọn đạt trình độ quốc tế. Công ty chủ yếu hướng tới đáp ứng nhu cầu của ngành công nghiệp dầu khí một ngành mang tính chuyên biệt cao do doanh thu và lợi nhuận không bị ảnh hưởng nhiều bởi những biến động của nền kinh tế. Bên cạnh đó PVS có lợi thế lớn từ vị thế gần như độc quyền tại Việt Nam trong một số lĩnh vực như cung cấp tàu chuyên dụng, căn cứ- cảng kỹ thuật dầu khí.

Giá cao 52 tuần	46,000	Beta	1.067	ROA	6.57%	Vốn điều lệ	1750,000,000,000
Giá thấp 52 tuần	22,280	EPS	3150	ROE	22.55%	Cổ đông nhà nước	60%
Khối lượng lưu hành	175,000,000	P/E	12.38	Nợ/Vốn chủ sở hữu	87%	Cổ đông trong nước	33.69%
Vốn hóa	6825,000,000,000	DIV	5%	Giá sổ sách	13,289	Cổ đông nước ngoài	6.31%

Đánh giá rủi ro kinh doanh

Thấp Trung bình Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên cân nhắc về biến động thị trường đối với lĩnh vực kinh doanh và sản phẩm của Công ty.

Đánh giá rủi ro thanh khoản

Thấp Trung bình Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc giá trị giao dịch trung bình thường xuyên trong quan hệ với mức vốn hóa trên thị trường.

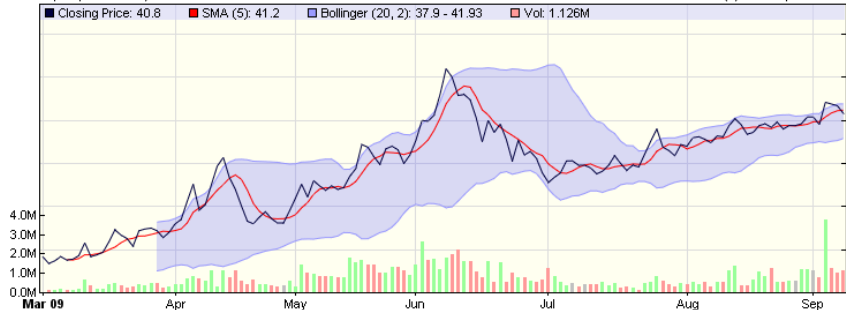
Đánh giá rủi ro biến động giá

Thấp Trung bình Cao
Đánh giá của chúng tôi dựa trên sự cân nhắc sự biến động giá của chính cổ phiếu này và trong mối quan hệ với chỉ số thị trường.

PVS

Sep 09, 2009 - Daily chart

(c) www.ftps.com.vn



Thông tin quan trọng

Khuyến nghị - Giữ

Giá trị cổ phiếu PVS. Chúng tôi tin rằng mức giá giao dịch hiện nay đã phản ánh đầy đủ giá trị của cổ phiếu này. Chúng tôi đã định giá kết hợp 2 phương pháp (chiết khấu dòng tiền thuộc về doanh nghiệp và so sánh PE), mỗi phương pháp tiến hành theo 3 kịch bản xấu nhất, tốt nhất và trung bình. Giá mục tiêu bình quân gia quyền được tìm ra là 43.540/cổ phiếu.

Những điểm sáng

Vị thế đặc biệt trong ngành cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Công ty có một vị thế lớn trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí tại Việt Nam. Thực chất Công ty gần như độc quyền trong việc cung cấp một số dịch vụ tại Việt Nam như dịch vụ tàu chuyên dụng, căn cứ cảng (chiếm 90% thị phần). Điều này sẽ đem lại cho Công ty sự tăng trưởng ổn định trong tương lai.

Triển vọng kinh doanh: Chúng tôi tin rằng, doanh thu sẽ tiếp tục tăng trưởng đều đặn nếu nền kinh tế Việt Nam và thế giới tăng trưởng ổn định trở lại khiến giá dầu mỏ được giữ ở mức cao. Điều này sẽ làm gia tăng đầu tư trong lĩnh vực Công nghiệp dầu khí và tạo điều kiện thuận lợi cho sự phát triển của Công ty.

Hoạt động đầu tư thuộc hoạt động kinh doanh cốt lõi: Hoạt động đầu tư chính của Công ty tập trung vào các lĩnh vực then chốt mà Công ty có thế mạnh. Trong tháng 2/2009, công ty đã mua một tàu dịch vụ dầu khí mới trị giá 26,95 triệu USD từ Singapore, đồng thời hiện đang đóng mới hai tàu khác để tăng năng lực cung cấp dịch vụ của mình. Bên cạnh đó, công ty cũng đầu tư 208 triệu USD để đóng tàu FSO-5, bổ sung vào danh sách FPSO Ruby Princess và FSO - MV 12.

Thông tin quan trọng

Những điểm tối

Chính sách bán hàng đang dần trở nên lỏng lẻo: Tốc độ tăng trưởng doanh thu ngoạn mục mà Công ty đạt được trong 3 năm qua một phần bắt nguồn từ việc Công ty chấp nhận cho khách hàng vay nợ nhiều hơn. Điều này biểu hiện qua các khoản phải thu khách hàng của Công ty gia tăng mạnh qua các năm khiến vòng quay các khoản phải thu tăng lên. Điều này về lâu dài sẽ gia tăng nhu cầu vốn lưu động gây ra áp lực vay nợ cho Công ty.

Hiệu quả quản lý chi phí giảm: Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng gấp 8 lần sau 3 năm và chi phí bán hàng tăng gấp 3 lần. Cả hai loại chi phí này đều tăng nhanh hơn mức tăng doanh thu. Điều này ảnh hưởng đến biên lợi nhuận của Công ty.

Đồng tiền từ hoạt động kinh doanh (CFO) của công ty đã có xu hướng giảm dần trong 3 năm qua đặc biệt năm 2007 chỉ tiêu này đã tụt xuống mức âm. Điều này nói lên rằng Công ty đã không tạo ra đủ tiền mặt để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh bình thường. Đây là một dấu hiệu không tốt về chất lượng lợi nhuận mặc dù Công ty đã có sự cải thiện nhất định trong lĩnh vực này.

Hoạt động đầu tư bị chậm tiến độ: Hai dự án đầu tư lớn của Công ty đều bị chậm tiến độ khá lớn so với kế hoạch. Cụ thể dự án đóng mới tàu FSO5 đã bị chậm tiến độ một năm so với kế hoạch và dự kiến chỉ có thể đưa vào sử dụng vào năm 2010. Dự án đóng mới hai tàu dịch vụ cũng bị chậm tiến độ đáng kể và chỉ có thể đưa vào sử dụng tàu đầu tiên vào năm 2010. Bên cạnh việc chậm tiến độ thì chi phí đầu tư các dự án này cũng liên tục được điều chỉnh tăng lên. Dự án đóng mới tàu FSO 5 đã phải điều chỉnh chi phí đầu tư nhiều lần từ mức 110 triệu USD lên tới 208 triệu USD.

Chỉ tiêu cơ bản

LNST	Q1	Q2	Q3	Q4
2009	85.2	140.46	NA	NA
2008	67.99	100.36	116	138.5
2007	48.09	109.4	56.9	103.3
2006	NA	NA	NA	NA
2005	NA	NA	NA	NA
DT	Q1	Q2	Q3	Q4
2009	2434	1847	NA	NA
2008	1236	1923	2642	2859
2007	917.45	1410	1854.6	1846
2006	NA	NA	NA	NA
	VDL	VCSH	TTS	FL
2009	175	2427	9250	3.4
2008	175	2393	7985	3.43
2007	100	1179	4812	4.08
2006	NA	NA	NA	4.51
2005	NA	NA	NA	NA
	ROA	ROE	PM	EPS
2009	NA	NA	NA	NA
2008	6.67%	22.55%	6.05%	4935
2007	6.63%	27.05%	5.53%	4679
2006	3.7%	16.68%	3.84%	4747
2005	NA	NA	NA	NA

PHƯƠNG PHÁP NGHIÊN CỨU

Trong phạm vi bản báo cáo, PVS sẽ được nghiên cứu trong một khoảng thời gian là 3 năm từ năm 2006 đến quý II năm 2009. Chúng tôi sẽ đánh giá PVS dựa trên phương pháp kết hợp tham chiếu chỉ số bình quân ngành dịch vụ công nghiệp dầu khí và sự phát triển của P VS trong một khoảng thời gian nhằm phản ánh một cách trung thực nhất quá trình và chiến lược phát triển của Công ty.

Về phương pháp định giá cổ phiếu PVS, Tác giả sẽ đưa ra ba khả năng có thể xảy ra với Công ty dựa trên những hiểu biết về doanh nghiệp được trình bày trong phần một, đó là các phương án cơ sở – phương án tốt nhất – phương án xấu nhất. Những nhân tố tạo sự khác biệt lớn nhất giữa 3 kịch bản vẫn là khả năng phục hồi của nền kinh tế thế giới và Việt Nam tạo nên mặt bằng giá dầu mỏ trong 5 năm tới và mức độ đầu tư của Chính phủ Việt Nam cho ngành dầu khí.

Chúng tôi tiến hành xây dựng các giả thiết & định giá cổ phiếu của Công ty một cách cẩn trọng theo mỗi kịch bản trên, kết sử hợp sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do dành cho doanh nghiệp FCFF và phương pháp so sánh chỉ số PE. Lý do phương pháp chiết khấu dòng cổ tức không được lựa chọn là do chính sách cổ tức của Công ty có nhiều biến động và không ổn định. Giá mà chúng tôi tìm ra từ các phương án đó được tính theo phương pháp bình quân gia quyền của cả hai phương pháp với trọng số của phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do là

70%, phương pháp so sánh chỉ số PE là 30%. Nguyên do trọng số của phương pháp so sánh chỉ số PE nhỏ hơn là do phương pháp này thường chịu tác động mạnh của diễn biến và sự hứng phấn hay trầm lắng của thị trường.

PHẦN 1: BỨC TRANH HIỆN TẠI

Năng lực kinh doanh

PVS được thành lập từ tháng 2/1993 trên cơ sở sát nhập 2 đơn vị là Công ty Dịch vụ Dầu khí (PSC) và Công ty Địa vật lý và Dịch vụ Dầu khí (GPTS). Trải qua 14 năm phấn đấu và trưởng thành, đến nay PVS đã có những bước phát triển vượt bậc. Với 19 đơn vị trực thuộc, PVS cung cấp các loại hình dịch vụ kỹ thuật đa dạng cho ngành công nghiệp dầu khí, trong đó đã phát triển được một số loại hình dịch vụ kỹ thuật dầu khí mũi nhọn đạt trình độ quốc tế như dịch vụ tàu chuyên ngành, dịch vụ căn cứ – cảng, dịch vụ thiết kế, chế tạo lắp đặt, đấu nối chạy thử các công trình dầu khí, dịch vụ tàu FPSO/FSO, dịch vụ vận hành bảo dưỡng (O&M), dịch vụ khảo sát công trình ngầm ROV, dịch vụ cung ứng nhân lực kỹ thuật, dịch vụ cung cấp vật tư thiết bị dầu khí...v.v...

Theo quyết định của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam, Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí được chính thức chuyển đổi thành Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật dầu khí hoạt động theo mô hình Công ty mẹ - con. Để thuận tiện hơn trong chỉ đạo các hoạt động sản xuất kinh doanh, từ đó có điều kiện nắm bắt và đáp ứng tốt hơn các yêu cầu dịch vụ, văn phòng chính của Tổng Công ty PVS đã được chuyển vào Thành phố Hồ Chí Minh từ tháng 4/2007.

Doanh thu và Xu hướng

Quan sát quá trình hoạt động của PVS trong 3 năm gần đây có thể thấy doanh thu của Công ty đã có bước tăng trưởng nhảy vọt với một xu hướng đi lên rất rõ ràng. Chỉ trong 3 năm doanh thu đã tăng gần gấp đôi và đây là bước tăng trưởng khá ấn tượng vững chắc và tốc độ tăng trưởng hàng năm ở mức rất cao.

Xét về con số tuyệt đối, doanh thu 8672 tỷ VNĐ đồng của năm 2008 đã tăng gấp 1,9 lần so với mức 4497 tỷ của năm 2006, thời điểm công ty bắt đầu chuyển sang mô hình Tổng Công ty Cổ phần.

Xét về tốc độ tăng trưởng, doanh thu của Công ty liên tục tăng trưởng ở mức cao và với gia tốc ngày một nhanh. Sau năm 2007 thu hơi chững lại, tốc độ tăng trưởng doanh thu của Công ty đã khôi phục lại và tăng lên ở mức rất cao.

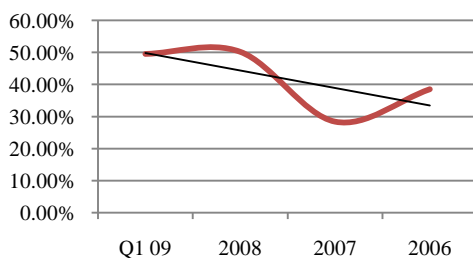
Bảng 1 – Tăng trưởng doanh thu

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	Q1 09	2008	2007	2006	So với mốc năm 2006		
					2008	2007	2006
Tổng doanh thu	1847498	8672072	5776223	4497445	192.82%	128.43%	100%
Tốc độ tăng trưởng so với cùng kì	49.47%	50.13%	28.43%	38.50%			

Nguồn: BCTC PVS & TSC tổng hợp

Đồ thị 1: Tốc độ tăng trưởng doanh thu



Cuộc khủng hoảng toàn cầu và sự bất ổn kinh tế vĩ mô của Việt Nam năm 2008 dường như không ảnh hưởng nhiều đến doanh thu của Công ty. Sang đến quý I năm 2009 mặc dù nền kinh tế Việt Nam có nhiều khó khăn song tốc độ tăng trưởng doanh thu của Công ty so với cùng kì vẫn không hề suy giảm và đạt mức rất cao (49,47%).

Có thể thấy lĩnh vực hoạt động đặc thù và vị thế cao của Công ty trong ngành đã khiến cho Công ty có khả năng miễn dịch tương đối với suy thoái và điều này hứa hẹn một sự tăng trưởng vững chắc của Công ty trong tương lai.

Cần phải nhấn mạnh rằng, năm 2007, 2008 và Quý I năm 2009 PVS không còn có được các khoản doanh thu lớn từ dịch vụ cho các dự án nhà nước do chính sách siết chặt lại đầu tư công của Chính phủ tuy nhiên vị thế trong ngành và chiến lược chuyển đổi cơ cấu lĩnh vực kinh doanh hợp lý đã giúp Công ty vượt qua được sự khó khăn

này. Tuy nhiên trong năm 2008 PVS cũng đã có được những thuận lợi nhất định đó là giá dầu thô trên thị trường thế giới liên tục được đứng ở mức cao kỉ lục. Các hoạt động trong lĩnh vực vận chuyển, thăm dò và khai thác dầu khí trở nên nhộn nhịp hơn rất nhiều kèm theo đó là mức phí dịch vụ tăng lên đáng kể, điều này đã tạo điều kiện cho Công ty gia tăng doanh thu lên rất cao.

Tính chất thời vụ

Đặc thù hoạt động của Công ty là cung cấp các dịch vụ phục vụ cho lĩnh vực thăm dò khai thác và vận chuyển dầu khí. Do đó đối với PVS, 6 tháng đầu năm là mùa thấp điểm của doanh thu còn 6 tháng cuối năm là mùa cao điểm của doanh thu do các hoạt động khai thác và sản xuất dầu khí diễn ra tích cực hơn nhờ thời tiết thuận lợi. Và thông thường, phần lớn các hợp đồng cơ khí đóng mới đều được quyết toán trong quý 4. Các nguyên nhân này khiến doanh thu Quý I và Quý II của Công ty thường thấp nhất trong năm.

Theo quan sát của chúng tôi trong 2 năm gần đây, doanh thu thường thấp nhất vào Quý I sau đó tăng dần đều và đạt mức cao vào Quý III và Quý IV. Ngoài ra nếu so sánh qua các năm thì doanh thu của Công ty luôn có sự tăng trưởng vững chắc so với cùng kì.

Lãi gộp và lãi ròng của PVS có diễn biến tương đối tương đồng trong các quý và qua các năm điều này nói lên hai khả năng. Khả năng thứ nhất là các chi phí bán hàng, chi phí quản lý doanh nghiệp của PVS được quản lý tương đối tốt và không có biến động bất thường. Khả năng thứ hai là các chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm tỷ trọng nhỏ so với doanh thu do đó biến động của chúng không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận ròng của Công ty.

Theo tìm hiểu và nghiên cứu của Chúng tôi thì khả năng thứ hai là là thực tế hơn. Chi phí quản lý doanh nghiệp và chi phí bán hàng của Công ty đã gia tăng với tốc độ rất nhanh và nhanh hơn tốc độ tăng doanh thu.

Chính sách bán hàng & Doanh thu

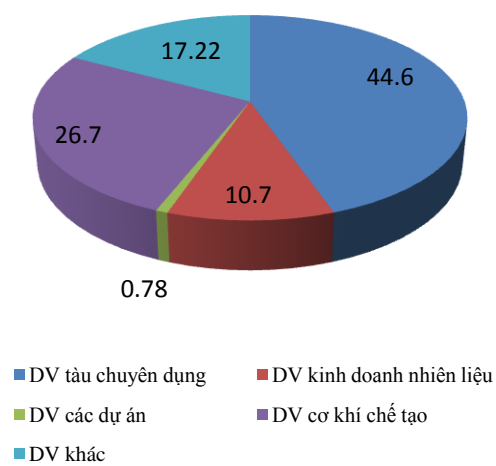
Chúng tôi nhận thấy có vẻ như những con số tăng trưởng doanh thu ấn tượng của PVS chưa phản ánh được hết những vấn đề của Công ty đang gặp phải. Doanh thu tăng trưởng quá nhanh trong 3 năm làm dấy lên một mối quan ngại về sự thả lỏng chính sách bán hàng của Công ty.

Câu hỏi đặt ra là liệu Công ty có theo đuổi một chiến lược tăng trưởng doanh thu bằng cách gia tăng cho khách hàng vay nợ tràn lan. Theo tìm hiểu và phân tích của Chúng tôi điều này đã thực sự xảy ra trong 3 năm từ 2006 đến 2008. Chiến lược này là khoản mục các khoản phải thu khách hàng của Công ty tăng lên bất thường sau 3 năm và khiến vòng quay các khoản phải thu theo ngày của Công ty chậm lại đáng kể. Các phân tích cụ thể về vấn đề này chúng tôi sẽ trình bày cận kề trong phần các khoản phải thu.

Chiến lược gia tăng doanh thu ngắn hạn này khiến PVS phải đối mặt với hai nguy cơ chủ chốt trong các năm tới. Một nhu cầu vốn lưu động của PVS sẽ tăng lên rất cao khiến Công ty phải tăng cường vay nợ ngắn hạn nhằm tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh qua đó khiến chi phí lãi vay tăng cao. Hai là nguy cơ các khách hàng không thanh toán hoặc chậm thanh toán điều này khiến Công ty sẽ phải trích lập các khoản nợ khó đòi.

Hai nguy cơ này có thể khiến đà tăng trưởng của PVS chững lại trong các năm tới và đặt ra yêu cầu cấp thiết cho ban lãnh đạo của PVS phải đưa ra cho Công ty một chiến lược tăng trưởng cân bằng hơn.

Đồ thị 2: Cơ cấu doanh thu năm 2008



Nguồn: BCB PVS

Cơ cấu doanh thu

Tổng Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí PVS hoạt động trên nhiều lĩnh vực và các ngành nghề hoạt động rất đa dạng song không bị phân tán mà đều xoay quanh lĩnh vực dịch vụ, kỹ thuật trong ngành dầu khí. Hoạt động của PVS rất đa dạng song có thể phân thành các mảng chính gồm: (1) Dịch vụ cung ứng tàu chuyên dụng, (2) dịch vụ kinh doanh nhiên liệu, (3) cơ khí chế tạo, (4) dịch vụ các dự án và (5) dịch vụ khác.

Bảng 2 – Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2005 – 2008

Dịch vụ	Đơn vị: % Tỷ trọng doanh thu(%)			
	2005	2006	2007	2008
Dịch vụ tàu chuyên dụng	36.42	34.57	36.7	44.6
Dịch vụ kinh doanh nhiên liệu	11.37	10.17	11.17	10.7
Dịch vụ các dự án	16.6	4.43	1.06	0.78
Dịch vụ cơ khí chế tạo	5.92	7.58	33.1	26.7
Dịch vụ khác	29.69	43.25	17.97	17.22

Nguồn: Bản cáo bạch PVS

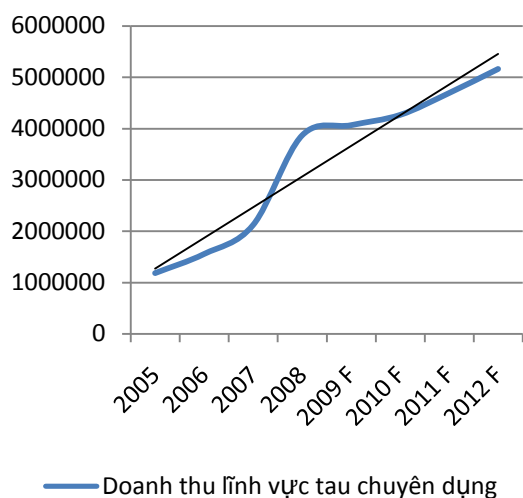
Dịch vụ tàu chuyên dụng- tỷ trọng 44.6%: Đây là một lĩnh vực hoạt động mà Công ty có nhiều lợi thế và đang giữ tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của Công ty trong các năm qua. Với đội tàu thuộc sở hữu và thuê ngoài gần 60 chiếc, cũng như khả năng cung cấp các hệ thống dịch vụ đi kèm (cảng, kho bãi, vật tư thiết bị, lao động...) và đáp ứng kịp thời nhu cầu của khách hàng, đã giúp PVS chiếm được thị phần cao trong lĩnh vực này với 90% thị phần. Doanh nghiệp hiện có đội tàu lớn thứ hai sau PVS là Vietso Petro (sở hữu đội tàu khoảng 20 chiếc) nhưng chủ yếu phục vụ cho nhu cầu nội bộ của chính Vietso Petro. Trong khi đó, sự cạnh tranh của các công ty nước ngoài trong lĩnh vực này là không cao do mức giá không thực sự cạnh tranh; Các yếu tố này đảm bảo lĩnh vực này vẫn sẽ là một lĩnh vực chủ chốt đem lại doanh thu ổn định cho Công ty trong tương lai.

Bảng 3: Doanh thu lĩnh vực tàu chuyên dụng qua các năm

Đơn vị: Triệu VNĐ								
Năm	2005	2006	2007	2008	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F
Doanh thu từ DV tàu chuyên dụng	1181924.06	1554766.74	2119873.84	3867744.11	4067744.11	4267744.11	4694518.52	5163970.38
Tốc độ tăng trưởng		31.55%	36.35%	82.45%	5.17%	4.92%	10.00%	10.00%

Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

Đồ thị 3: Doanh thu từ lĩnh vực tàu chuyên dụng theo kịch bản cơ sở



Mình chứng cho lập luận của chúng tôi chính là tốc độ tăng trưởng doanh thu của lĩnh vực này rất ổn định và ở mức cao (giai đoạn quanh mức 40%/ năm). Đặc biệt doanh thu năm 2008 tăng vọt so với 2007, nguyên nhân một phần là do giá dầu thô năm 2008 cao kỷ lục nên mức phí dịch vụ được tăng cao.

Xét con số tuyệt đối Doanh thu lĩnh vực này năm 2008 đã tăng lên gần 3,7 lần so với năm 2006. Doanh thu của lĩnh vực này chủ yếu phụ thuộc vào hoạt động vận chuyển và khai thác dầu khí tại Việt Nam. Do đó giá dầu thô trên thị trường chính là yếu tố quan trọng quyết định doanh thu của lĩnh vực này. Trong năm 2009 chúng tôi dự đoán mức tăng trưởng doanh thu của lĩnh vực này theo phương án cơ sở ở mức thận trọng là 6.45%. Nguyên nhân là do nền kinh tế thế giới đang gặp nhiều khó khăn và do đó giá dầu thô nhiều khả năng sẽ đứng ở mức thấp so với năm 2008 (khoảng 60-70 USD/ thùng). Tuy nhiên chúng tôi tin tưởng rằng doanh thu của lĩnh vực này sẽ sớm lấy lại đà tăng trưởng của các năm trước khi nền kinh tế thế giới ổn định trở lại khiến nhu cầu và giá dầu thô tăng lên.

Trong các năm tới PVS hướng đến việc đẩy nhanh việc đầu tư phát triển đội tàu, phần đầu thành đội tàu dịch vụ dầu khí lớn nhất trong khu vực Đông Nam Á, nhằm vươn lên chiếm lĩnh thị trường cung cấp dịch vụ trong nước đồng thời mở rộng ra thị trường thế giới. Phần đầu đến năm 2025, phát triển đội tàu lên 100 chiếc tàu, đảm bảo chiếm lĩnh toàn bộ thị trường cung cấp tàu dịch vụ trong nước và chiếm 30% thị phần tàu dịch vụ dầu khí khu vực Đông Nam Á. Đây là một kế hoạch đầy tham vọng của Công ty do hiện nay hoạt động của Công ty hiện nay vẫn chủ yếu trong thị trường nội địa.

Chúng tôi cho rằng, việc duy trì được sự tăng trưởng doanh thu ổn định từ lĩnh vực này sẽ có tác dụng duy trì đà tăng trưởng ổn định của doanh thu tổng thể của Công ty do lĩnh vực này chiếm tỷ trọng lớn. Đây là một điểm mạnh của PVS mà tạm thời các Công ty khác trong ngành và các Công ty nước ngoài chưa thể có được trong tương lai gần.

Chúng tôi tin rằng, với kinh nghiệm hoạt động hơn 14 năm trong lĩnh vực này cộng thêm các mối quan hệ mật thiết của PVS trong ngành Công nghệ dầu khí, PVS có nhiều cơ hội để duy trì vị thế của mình đối với dịch vụ này trong thị trường. Tuy nhiên, về dài hạn PVS cần vươn ra thị trường ngoài nước để duy trì tốc độ tăng trưởng hiện nay.

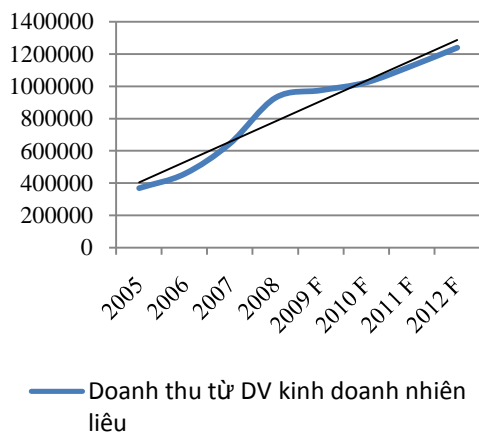
Dịch vụ kinh doanh nguyên liệu – tỷ trọng 10,7%: Đây là một lĩnh vực mới được tập trung đầu tư phát triển trong hai năm trở lại đây và đang chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu doanh thu của PVS. Hiện tại lĩnh vực này nắm giữ một tỷ lệ tương đối ổn định trong cơ cấu doanh thu của PVS. Cụ thể trong hai năm 2007 và 2008 lĩnh vực này chiếm tỷ trọng từ 10 đến 15% trong tổng doanh thu.

Bảng 4: Doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh nhiên liệu

Đơn vị: Triệu VND								
Năm	2005	2006	2007	2008	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F
Doanh thu từ DV kinh doanh nhiên liệu	368986.18	457390.16	645204.11	927911.70	974307.29	1023022.65	1125324.92	1237857.41
Tốc độ tăng trưởng		23.96%	41.06%	43.82%	5.00%	5.00%	10.00%	10.00%

Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

Đồ thị 4: Doanh thu từ lĩnh vực kinh doanh nhiên liệu theo kịch bản cơ sở.



Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

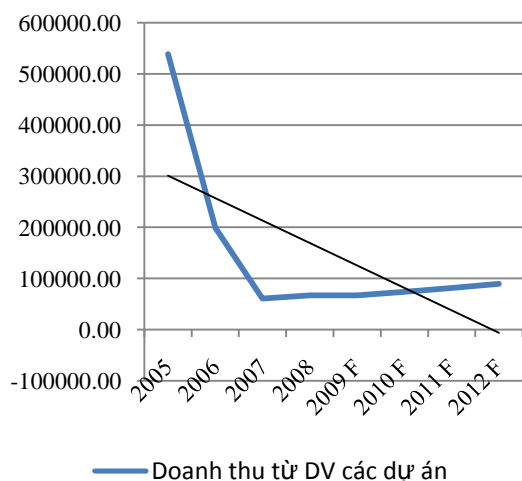
Bảng 5: Doanh thu lĩnh vực phục vụ các dự án qua các năm

Đơn vị: triệu đồng

Năm	2005	2006	2007	2008	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F
Doanh thu từ DV các dự án	538713.33	199236.81	61227.96	67642.16	67642.16	74406.38	81847.02	90031.72
Tốc độ tăng trưởng		-63.02%	-69.27%	10.48%	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%

Nguồn: TSC tính toán tổng hợp

Đồ thị 5: Doanh thu từ lĩnh vực dịch vụ các dự án theo kịch bản cơ sở.



Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

Số liệu trong bảng trên cho thấy doanh thu của lĩnh vực này trong năm 2007 đã có bước tăng trưởng nhảy vọt, tăng gần gấp đôi so với năm 2006. Qua nghiên cứu của Chúng tôi thì kết quả này xuất phát từ việc PVS đã đẩy mạnh xây dựng được một mạng lưới rộng rãi kinh doanh nhiên liệu và các sản phẩm dầu khí bao gồm 21 cây xăng và mạng lưới phân phối tại các tỉnh phía Bắc như Hải Phòng, Nam Định, tại các tỉnh miền trung như Huế, Đà Nẵng.

Tuy nhiên đây là một lĩnh vực mà Công ty không có thế mạnh đặc biệt, ngoài ra việc mở rộng hoạt động trong lĩnh vực này sẽ gây xung đột với các thành viên khác của Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Do đó chúng tôi dự kiến lĩnh vực này sẽ tăng trưởng chậm lại vào năm sau, chỉ khoảng 5%.

Dịch vụ phục vụ các dự án- tỷ trọng 0.78%: Đây là một lĩnh vực hoạt động chủ chốt của Công ty trong quá khứ song đã và đang trên đà suy giảm trong vài năm trở lại đây. Hiện tại lĩnh vực này chiếm tỷ trọng rất thấp trong doanh thu tổng của PVS.

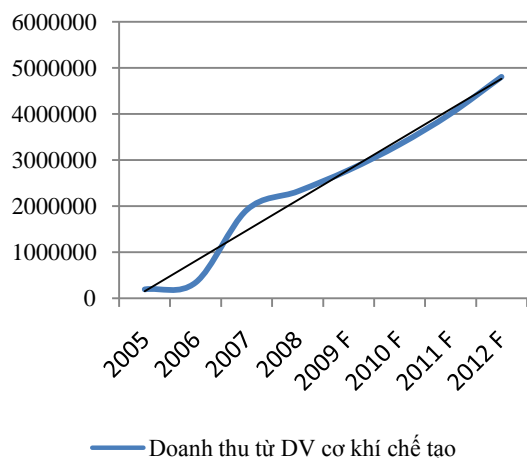
Nguyên nhân có thể xuất phát từ mức độ đầu tư mới trong lĩnh vực Công nghiệp dầu khí từ năm 2006 đến năm 2008 có giảm đi. Điều này xuất phát một phần từ chính sách thắt chặt và rà soát lại đầu tư công, một phần từ các dự án khai thác và thăm dò mới trong lĩnh vực dầu khí tại Việt Nam không còn nhiều.

Nhìn chung đây là một lĩnh vực không ổn định và doanh thu phụ thuộc nhiều vào các dự án cụ thể mà ngành Công nghiệp dầu khí sẽ thực hiện. Hiện tại ngành Công nghiệp dầu khí của Việt Nam đang từng bước triển khai đầu tư thăm dò khai thác tại nước ngoài song mức độ chưa cao. Bên cạnh đó nghiên cứu của Chúng tôi cũng chỉ ra rằng chiến lược phát triển trong tương lai của Công ty không chú trọng đầu tư và phát triển lĩnh vực này.

Dựa trên các cơ sở đó chúng tôi cho rằng doanh thu từ lĩnh vực này của Công ty trong tương lai gần sẽ vẫn tiếp tục duy trì ở mức thấp. Từ năm 2009 trở đi nền kinh tế Việt Nam nói riêng và kinh tế thế giới nói chung nhiều khả năng sẽ thoát khỏi đáy của cuộc khủng hoảng kinh tế. Điều này sẽ dẫn tới giá dầu thô tăng trở lại kích thích các dự án thăm dò, khai thác và chế biến dầu khí được triển khai mạnh mẽ hơn. Xu hướng này sẽ có lợi cho sự tăng trưởng doanh thu của PVS trong lĩnh vực này song chúng tôi chỉ dự đoán mức độ tăng doanh thu trong lĩnh vực này ở mức thận trọng là 0%/ năm 2009 và 10% trong 3 năm tiếp theo.

Dịch vụ cơ khí chế tạo – tỷ trọng 26.7%: Dịch vụ này được PVS định hướng sẽ là một trong số những loại hình dịch vụ chính của Tổng Công ty trong tương lai. Thực tế là lĩnh vực này đã được đầu tư rất mạnh trong bốn năm trở lại đây và có bước tăng trưởng đáng kể. Dịch vụ chính của lĩnh vực này là gia công lắp ráp, chế tạo, vận chuyển & lắp đặt các cấu kiện, thiết bị dầu khí, chạy thử, bảo dưỡng, sửa chữa, đóng mới, hoàn cải các phương tiện nổi, thực hiện các dự án EPIC và hợp đồng chìa khóa trao tay mới, hoàn cải các phương tiện nổi, thực hiện các dự án EPIC và hợp đồng chìa khóa trao tay và các công việc khác liên quan đến lĩnh vực cơ khí hàng hải. Kể từ khi phát triển lĩnh vực dịch vụ này, PVS đã trúng thầu và thực hiện thành công hàng loạt các dự án lớn và vừa như Total Package Solution (TPS) do Công ty

Đồ thị 6: Doanh thu từ lĩnh vực dịch vụ các dự án theo kịch bản cơ sở.



Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

Bảng 6 : Doanh thu lĩnh vực cơ khí chế tạo qua các năm

Đơn vị: triệu đồng								
Năm	2005	2006	2007	2008	2009 F	2010 F	2011 F	2012 F
Doanh thu từ DV cơ khí chế tạo	192119.45	340906.33	1911929.81	2315443.22	2778531.87	3334238.24	4001085.89	4801303.07
Tốc độ tăng trưởng		77.44%	460.84%	21.11%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

Nguồn: TSC tính toán tổng hợp

Số liệu trong bảng thống kê trên cho thấy lĩnh vực cơ khí chế tạo có tốc độ tăng doanh thu cực kì nhanh chóng và đã chiếm tỷ trọng ngày càng lớn trong cơ cấu doanh thu của Công ty. Có thể nói phát triển lĩnh vực này ngày càng phát triển là do PVS đã tận dụng được lợi thế về công nghệ cũng như vị thế của mình so với các Công ty cùng ngành khác. Với các lợi thế hiện có Chúng tôi dự đoán rằng lĩnh vực này vẫn sẽ tiếp tục có sự tăng trưởng ấn tượng trong các năm tới. Giả định tăng trưởng doanh thu theo kịch bản cơ sở là 20%/ năm.

Các dịch vụ khác- tỷ trọng 17.22%: Các dịch vụ khác của mà PVS đang thực hiện cũng phục vụ trực tiếp cho ngành công nghiệp dầu khí. Các dịch vụ này bao gồm: cung cấp căn cứ cảng hậu cần cho hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí, vận hành và bảo dưỡng các công trình dầu khí, mua sắm máy móc thiết bị phục vụ cho ngành công nghiệp dầu khí, cung ứng nhân lực dầu khí, cung ứng suất ăn dầu khí và kinh doanh cao ốc văn phòng.

Trong các dịch vụ này thì dịch vụ cung cấp căn cứ cảng hậu cần cho hoạt động khai thác và thăm dò dầu khí của Công ty cũng là một trong những thế mạnh của Công ty. Hiện nay Công ty đang đầu tư đóng mới kho chứa dầu nổi FSO5 và khi kho chứa này đi vào hoạt động sẽ đem lại cho Công ty khoản doanh thu lên tới 50 triệu USD/ năm. Trong thời gian tới Công ty sẽ tập trung đầu tư hệ thống cảng nước sâu trong cả nước. Công ty phấn đấu đáp ứng 100% nhu cầu dịch vụ phục vụ cho các hoạt động tìm kiếm thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam. Các dịch vụ khác xoay quanh phục vụ và hỗ trợ cho các lĩnh vực chính đồng thời doanh thu của các lĩnh vực này tương đối ổn định. Dựa trên thực trạng đầu tư vào lĩnh vực này của Công ty

Chế biến và Kinh doanh các sản phẩm khí (PVGC) làm Chủ đầu tư, Dự án module khối nhà ở 140 người (LQ-CPC/99) do XNLD Vietsovpetro (VSP) làm Chủ đầu tư, Dự án lắp đặt trạm nén khí đầu vào nhà máy Dinh Cố (GPP), Dự án bồn chứa Condensate Nam Côn Sơn (NCSCSP), Dự án Talisman với việc chế tạo các cấu kiện gồm khối nhà ở 48 người và các cầu dẫn, tháp đuốc, Dự án Phát triển mỏ Rạng đông bao gồm việc chế tạo giàn đầu giếng WHP S1 và hai cầu dẫn, Dự án NULQ với khối nhà ở 63 người, Dự án cải tạo giàn đầu giếng N1 do Công ty JVPC làm chủ đầu tư, Dự án Sư Tử Đen của chủ đầu tư Cửu Long JOC...

Để thực hiện các dự án lớn, PVS hiện có nguồn nhân lực (công nhân, kỹ sư và chuyên gia nước ngoài) và điều kiện cơ sở vật chất, cảng bãi, kho hàng, thiết bị cầu kéo, thiết bị nâng hạ và các dịch vụ cơ sở khác... luôn đáp ứng đầy đủ yêu cầu của khách hàng: một công trường thi công tại Vũng Tàu với diện tích bãi thi công gần 250m (cầu cảng) x 450m và diện tích kho hàng 600m 2 . Mực nước sâu 9 - 12 m cho phép các tàu có trọng tải lên tới 25.000 tấn có thể cập cảng, ngoài ra còn rất thuận lợi cho việc hạ thủy các công trình có trọng tải tối đa là 3.000 tấn từ bãi thi công xuống xà lan/tàu bằng nhiều phương thức hạ thủy khác nhau như dùng cần cẩu, thiết bị kéo ...

Ngoài nguồn nội lực của Công ty, PVS cũng thiết lập được mối quan hệ khá chặt chẽ với các đối tác lớn trong và ngoài nước. Nhờ đó, PVS có khả năng huy động và tận dụng nguồn nhân lực, vật lực, trình độ khoa học kỹ thuật và kinh nghiệm từ các đối tác nhằm đáp ứng tốt các yêu cầu khắt khe của công việc.

Chúng tôi cho rằng doanh thu của lĩnh vực này theo kịch bản cơ sở sẽ chỉ tăng nhẹ trong năm 2009. Song từ năm 2010 trở đi khi FSO5 đi vào hoạt động doanh thu từ lĩnh vực này sẽ tăng thêm 900 tỷ VNĐ/ năm.

Kết luận: chúng tôi cho rằng cơ cấu doanh thu của công ty tương đối tốt với các lĩnh vực hoạt động chính của Công ty đều thuộc lĩnh vực Công ty có nhiều kinh nghiệm và lợi thế cạnh tranh. Trong cơ cấu đó, dịch vụ cung cấp tàu chuyên dụng là một phần quan trọng giúp PVS giữ được sự tăng trưởng ổn định. Lĩnh vực dịch vụ cơ khí chế tạo đang được doanh nghiệp chú trọng đầu tư và có mức tăng trưởng cao. Dựa trên triển vọng và lợi thế của Công ty, chúng tôi kì vọng lĩnh vực này sẽ là lĩnh vực mũi nhọn trong tương lai trong việc tìm kiếm doanh thu và lợi nhuận. Sự dịch chuyển cơ cấu doanh thu của Công ty trong 4 năm trở lại đây là bước dịch chuyển đúng đắn. Trong đó tỷ trọng dịch vụ cơ khí chế tạo tăng mạnh và tỷ trọng dịch vụ phục vụ các dự án giảm đi. Điều này giúp PVS có được sự phát triển bền vững và cân bằng hơn.

Lợi nhuận- Thực trạng và triển vọng

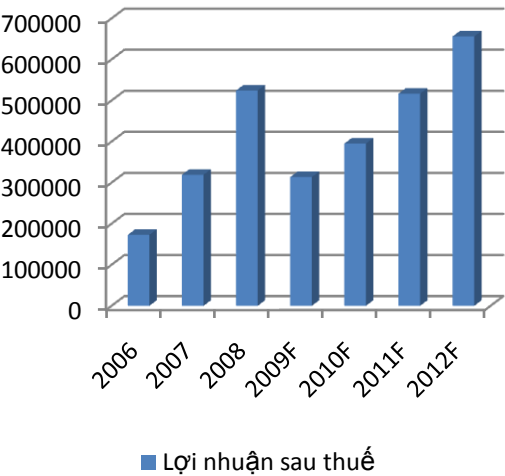
Bảng 7: Các chỉ tiêu lợi nhuận qua các năm

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	So với 2006			Tỷ trọng so với doanh thu		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006
LN gộp	880985	544948	344441	255.70%	158.20%	100%
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	444879	311035	244949	181.60%	126.90%	100%
LN khác	82185	6686	5431	1513.20%	123.10%	100%
Lợi nhuận trước thuế	527064	317721	250380	210.50%	126.90%	100%
LN sau thuế	524421	319143	172820	303.40%	184.60%	100%

Nguồn: BCTC PVS

Đồ thị 7: Lợi nhuận sau thuế qua các năm



Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

Nhìn lại lợi nhuận của PVS trong ba năm 2006, 2007, 2008, chúng tôi nhận thấy xu hướng đi lên trong dài hạn đối với lợi nhuận của doanh nghiệp, đặc biệt trong năm 2008 lợi nhuận của Công ty đã có sự tăng trưởng nhảy vọt.Đà tăng của lợi nhuận đã không hề bị suy giảm trong năm 2008 khi nền kinh tế Việt Nam biến động dữ dội trước bất ổn kinh tế vĩ mô và khủng hoảng toàn cầu.

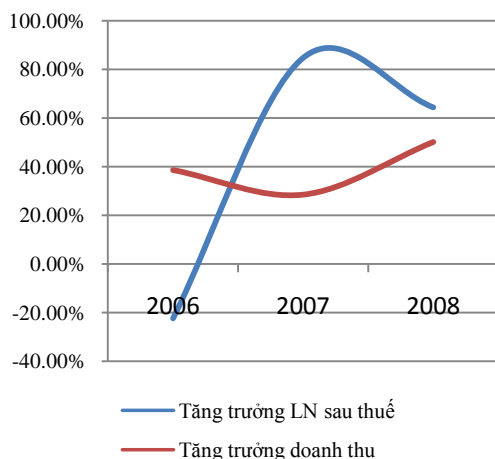
Ngoài tín hiệu tích cực từ sự tăng trưởng lợi nhuận xét trên con số tuyệt đối, tỷ trọng của lợi nhuận thuần và lợi nhuận gộp so với doanh thu không có biến đổi nhiều bước đầu cho thấy mức độ hiệu quả trong hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty không vì tốc độ gia tăng doanh thu so với năm 2007 là do các khoản lợi nhuận khác từ thanh lý tài sản đã đem lại cho Công ty hơn 82 tỷ VNĐ. Tuy nhiên nếu loại trừ khoản tăng thêm bất thường này thì lợi nhuận sau thuế của Công ty vẫn có bước tăng trưởng vững chắc qua từng năm. Có thể thấy Công ty đã đề ra được chiến lược phát triển và sự chuyển dịch cơ cấu kinh doanh đến sự tăng trưởng lợi nhuận của Công ty.

Đà tăng của lợi nhuận đã không hề bị chặn lại trong năm 2008 khi nền kinh tế Việt Nam biến động dữ dội trước lạm phát và lo ngại về thiếu phát. Điều này chứng tỏ rằng Công ty đã biết tận dụng vị thế trong ngành cũng như các lĩnh vực hoạt động chuyên biệt của mình một cách hiệu quả.

Bước sang năm 2009 lợi nhuận sau thuế của Công ty nhiều khả năng sẽ giảm đi đáng kể do Công ty không còn được hưởng ưu đãi thuế TNDN của nhà nước như hai năm 2007 và 2008 nữa.

Mối quan hệ giữa lợi nhuận và doanh thu

Đồ thị 8: Lợi nhuận sau thuế qua các năm



Nguồn: BCTC PVS & TSC tổng hợp

Công ty hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ do đó biến động giá nguyên vật liệu không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận của Công ty.

Bảng 8 – Thời gian khấu hao

Tài sản	Quy định	Thực tế
Nhà Xưởng	20 - 25	20 - 25
Nhà làm việc	6 - 25	6 - 25
Máy móc thiết bị	6 - 8	6 - 8
Phương tiện vận tải	6 - 10	6 - 10
Thiết bị, dụng cụ QL	5 - 10	6 - 8

Nguồn: BCTC PVS 2008 & QĐ 206/2003/QĐ-CDC

Quan sát biểu đồ cho thấy sự biến thiên tích cực giữa tốc độ tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận. Có thể thấy tốc độ tăng trưởng lợi nhuận luôn cao hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu. Mặc dù lợi nhuận ròng đã tăng trưởng chậm lại trong năm 2008 song vẫn ở mức rất cao lên tới hơn 60%. Điều này cho thấy, những nỗ lực gia tăng hiệu quả hoạt động của PVS đã thành công bước đầu khi doanh thu đã chuyển thành hiệu quả thật sự cho doanh nghiệp dưới dạng lợi nhuận ròng với năng, hoặc là Công ty đã đẩy mạnh được các lĩnh vực hoạt động có biên lợi nhuận cao hơn hoặc doanh thu được gia tăng mạnh hơn vào lợi nhuận. Theo nghiên cứu của Chúng tôi thì khả năng thứ nhất đã xảy ra. Trong 3 năm qua, tỷ trọng doanh thu từ các lĩnh vực như lĩnh vực tàu chuyên dụng và lĩnh vực cơ khí chế tạo ngày càng lớn. Hai lĩnh vực này đều là những lĩnh vực mà Công ty đặc biệt có thể mạnh do đó chúng có biên lợi nhuận khá cao. Sự tăng trưởng doanh thu nhanh trong hai lĩnh vực này là nguyên nhân chính khiến PVS trở nên hiệu quả hơn về khả năng sinh lời.

Các yếu tố chi phí

Chúng tôi nhận thấy rằng yếu tố chi phí cơ bản của Công ty khá ổn định. Mặc dù Công ty chưa có nhiều nỗ lực trong việc khống chế và tiết giảm các chi phí mà Công ty có thể kiểm soát được như chi phí sản xuất, quản lý doanh nghiệp. Một phần lớn các chi phí còn lại chịu tác động trực tiếp của nền kinh tế (chi phí lãi vay, chênh lệch tỷ giá) hoặc chịu tác động của môi trường cạnh tranh (chi phí bán hàng, chi phí vận chuyển) vẫn đang diễn biến không như mong muốn của doanh nghiệp. Đây chính là nguyên nhân của hiện tượng mặc dù giá vốn hàng bán giảm mạnh dẫn tới lợi nhuận gộp tăng mạnh nhưng lợi nhuận sau thuế, đích đến cuối cùng, không tăng.

Chi phí sản xuất

Công ty chủ yếu hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ, hoạt động sản xuất cụ thể là lĩnh vực cơ khí chế tạo hiện tại chỉ chiếm 10.7% tổng doanh thu của Công ty do đó chi phí nguyên vật liệu không ảnh hưởng nhiều đến lợi nhuận của Công ty. Minh chứng cho lập luận này của chúng tôi là năm 2008 chi phí nguyên vật liệu tăng rất mạnh đặc biệt là thép phục vụ cho lĩnh vực cơ khí chế tạo song lợi nhuận của Công ty vẫn tăng trưởng hết sức khả quan.

Chi phí sản xuất

Năm 2008, chi phí nhân công của Công ty gia tăng mạnh do 3 yếu tố chính. Một là ảnh hưởng của lạm phát và chính sách nâng lương cơ bản của Chính phủ khiến chi phí tiền lương của Công ty cũng phải gia tăng đáng kể. Bên cạnh đó quy mô hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty phát triển rất nhanh cũng làm gia tăng các chi phí nhân công. Trong 5 năm tiếp theo chúng tôi cho rằng chi phí nhân công của Công ty vẫn sẽ gia tăng song với tốc độ chậm lại do tình hình lạm phát đã lắng dịu và công ty sẽ chuyển sang một mô hình tăng trưởng cân bằng hơn.

Chi phí khấu hao

Hiện tại Công ty đang áp dụng phương thức khấu hao theo đường thẳng dựa theo thời gian hữu dụng ước tính của tài sản. Công ty đang áp dụng khung thời gian khấu hao theo quy định của Bộ Tài Chính thường ở mức trung bình của khung. Điều này đồng nghĩa với việc chi phí khấu hao của Công ty được phân ánh tương đối sát hao mòn của các tài sản tham gia vào quá trình sản xuất. Cách hạch toán chi phí khấu hao của Công ty không gây bất cứ tác động bất thường nào đến lợi nhuận của Công ty. Chi phí khấu hao năm 2008 là 296.5 tỷ VNĐ tăng lên so với mức 258 tỷ của năm 2007. Việc kết chuyển các khoản mục xây dựng cơ bản dở dang sang tài sản cố định hữu hình làm chi phí khấu hao tăng thêm xét về giá trị tuyệt đối. Tuy nhiên xét về tỷ trọng trong chi phí sản xuất, chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng 3.78% trong chi phí sản xuất năm 2008, giảm khá nhiều so với tỷ trọng 4.93% của năm 2007.

Do dự án không lồ đóng mới kho nổi chứa xuất dầu thô FSO 5 đang trong giai đoạn hoàn tất vào quý I năm 2010 do đó một phần lớn khoản mục đầu tư xây dựng cơ bản dở dang của dự án này sẽ được kết chuyển sang tài sản cố định hữu hình như vậy chi phí khấu hao hứa hẹn sẽ tăng rất mạnh trong các năm tới. Giả định về chi

phí khấu hao chúng tôi sẽ trình bày cụ thể ở phần định giá doanh nghiệp.

Giá vốn hàng bán

Bảng 8 – Giá vốn hàng bán

Giá vốn hàng bán										Đơn vị: triệu đồng
Chỉ tiêu				So với năm 2006			Tỷ trọng so với doanh thu			
Q1 09	2008	2007	2006	2008	2007	2006	Q1 2009	2008	2007	2006
1670442	7790277	5230739	4152806	187.60%	126.00%	100.00%	90.40%	89.80%	90.60%	92.30%

Nguồn: BCTC PVS và TSC tổng hợp

Chúng tôi tiến hành phân tích bằng cách quan sát biến động của đại lượng giá vốn hàng bán trong 3 năm qua và tỷ trọng của nó so với doanh thu. Có thể thấy rằng đại lượng này đã gia tăng đáng kể trong ba năm song tỷ trọng so với doanh thu lại có xu hướng giảm nhẹ. Tốc độ gia tăng giá vốn hàng bán có chậm hơn so với tốc độ gia tăng doanh thu song thực sự không nhiều. Điều này giúp biên lợi nhuận gộp của Công ty có sự cải thiện hơn sau 3 năm. Tuy nhiên sự cải thiện này có lẽ không bắt nguồn từ những biện pháp quản lý chi phí sản xuất hiệu quả hơn mà có lẽ bắt nguồn từ việc đa dạng hóa lĩnh vực hoạt động sang những lĩnh vực có biên lợi nhuận cao hơn.

Việc giá nguyên liệu trên thị trường thế giới năm 2009 sẽ giảm đáng kể so với năm 2008, giá vốn hàng bán của PVS trong các năm sau hứa hẹn sẽ ở mức thấp hơn do đó nhiều khả năng Công ty sẽ duy trì được mức độ biên lợi nhuận gộp như hiện nay.

Như vậy, tính đến thời điểm này, các yếu tố chi phí sản xuất được PVS kiểm soát khá tốt và không có một cú sốc nào đối với Công ty trong năm 2008 mặc dù nền kinh tế có nhiều biến động. Điều này giúp lợi nhuận gộp có mức gia tăng còn mạnh hơn cả doanh thu.

Chi phí tài chính

Chi phí tài chính tăng mạnh, đạt tới mức 192 tỷ đồng trong cả năm 2008 (2007 chi phí là 104 tỷ đồng). Trong đó riêng chi phí lãi vay là 92 tỷ đồng, có tăng nhưng không đáng kể so với năm 2007 là 85 tỷ đồng. Trong khi tổng mức dư nợ vay dài hạn của Công ty tại thời điểm cuối năm là trên 2.000 tỷ đồng (dư nợ vay bắt đầu tăng lên kể từ đầu quý 3 năm 2008) so với mức dư nợ vay dài hạn tại thời điểm cuối năm 2007 chỉ ở khoảng gần 800 tỷ đồng. Thực tế này là do khoản vay thêm nhằm mục đích tài trợ cho việc đóng tàu FSO -5 và toàn bộ chi phí lãi vay có liên quan đã được vốn hóa vào trong chi phí đóng tàu do đó giữ cho chi phí lãi vay không tăng mạnh hơn nữa. phần còn lại của chi phí tài chính chủ yếu là khoản lỗ tỷ giá đã thực hiện (82 tỷ đồng).

Bảng 9: Chi phí tài chính

Chỉ tiêu							Đơn vị: triệu VNĐ			
So với mốc 2006							Tỷ trọng so với doanh thu			
Q1 09	2008	2007	2006	2008	2007	2006	Q1 09	2008	2007	2006
32731	192697	104201	56638	340.20%	184.00%	100.00%	1.77%	2.22%	1.80%	1.26%

Nguồn BCTC PVS

Chi phí tài chính của Công ty không nhiều một phần do lãi suất từ các khoản vay dành cho đầu tư xây dựng cơ bản đã được vốn hóa.

Chi phí bán hàng tăng cả về giá trị tuyệt đối lẫn tỷ trọng so với doanh thu thể hiện mức độ cạnh tranh đang lớn dần.

Bảng 10: Chi phí bán hàng

Đơn vị: Triệu VNĐ

Chỉ tiêu				So với mức năm 2006			Tỷ trọng so với doanh thu			
Q1 09	2008	2007	2006	2008	2007	2006	Q1 09	2008	2007	2006
22848	123241	62727	41555	296.60%	151.00%	100.00%	1.24%	1.42%	1.09%	0.92%

Nguồn BCTC PVS

Nếu như chi phí tài chính trong năm 2006 chỉ có 56 tỷ VNĐ thì trong năm 2008, chi phí này đã tăng rất mạnh, lên mức 192 tỷ VNĐ. Xét về giá trị tuyệt đối thì mức độ gia tăng lên đến hơn ba lần sau ba năm là một mức độ gia tăng quá lớn. Nguyên nhân bắt nguồn một phần từ việc nhu cầu vốn lưu động của Công ty ngày một cao như các phân tích ở phần trên và Công ty đã phải dựa nhiều hơn vào vốn vay để tài trợ cho nhu cầu này.

Một nguyên nhân khác không kém phần quan trọng là do sự biến động rất lớn của lãi suất mà PVS đi vay và những căng thẳng trên thị trường ngoại tệ dẫn tới chi phí do chênh lệch tỷ giá lớn. Lãi suất trung bình đi vay VNĐ của Công ty trong năm 2008 đã tăng lên mức 15% từ mức xấp xỉ 10% năm 2007. Tuy nhiên yếu tố này trong năm 2009 có lẽ sẽ không còn căng thẳng như năm 2008 và chúng tôi kỳ vọng chi phí vay VNĐ của PVS sẽ trở lại mức bình thường trong năm 2009 trở đi.

Bên cạnh đó do biến động tỷ giá VNĐ/USD trong năm vừa qua diễn biến theo chiều hướng VNĐ mất giá so với USD cho chi phí tài chính phải hứng chịu thêm khoản lỗ tỷ giá đã thực hiện (82 tỷ đồng). Yếu tố này trong năm 2009 có lẽ vẫn sẽ tiếp diễn do tỷ giá hối đoái trên thị trường tiền tệ vẫn hết sức căng thẳng và nhiều khả năng VNĐ sẽ tiếp tục bị điều chỉnh giảm so với USD trong những năm tiếp theo.

Chi phí lãi vay

Chi phí trả lãi vay của Công ty cũng tăng cao trong ba năm qua song không có đột biến và chỉ tương đương mức tăng trưởng doanh thu. Mặc dù năm 2008 là một năm lãi suất tăng rất mạnh song Công ty không bị ảnh hưởng nhiều do các khoản vay của Công ty chủ yếu là USD có lãi suất thấp hơn. Tuy nhiên chính vì lẽ đó mà công ty phải chịu chi phí tỷ giá rất cao.

Chi phí biến động tỷ giá

Xét về cơ cấu vay nợ PVS chủ yếu vay nợ bằng ngoại tệ với giá trị khoản vay tại thời điểm cuối năm 2008 lên đến 1991 tỷ VNĐ. Đặc thù này bắt nguồn từ việc nhiều nguyên vật liệu sản xuất và trang thiết bị của Công ty phải nhập từ nước ngoài. Trong khi đó giá trị khoản vay bằng nội tệ chỉ khoảng 228 tỷ VNĐ. Mặc dù vay ngoại tệ có chi phí thấp hơn song lại chịu rủi ro tỷ giá rất cao do VNĐ nhiều khả năng sẽ tiếp tục xu hướng mất giá so với USD như các năm trước. Lỗ do chênh lệch tỷ giá trong năm qua lên đến 82 tỷ VNĐ và chúng tôi cho rằng sẽ tiếp tục ở mức cao vào các năm tiếp theo.

Chi phí bán hàng

Chi phí bán hàng của PVS đã gia tăng nhanh hơn mức gia tăng doanh thu đây là một điều khá bất thường. Cụ thể, trong năm 2008, chi phí này đã tăng thêm khoảng 80 tỷ lên mức 123 tỷ đồng so với năm 2006. Như vậy chi phí bán hàng đã tăng gần ba lần sau ba năm. Điều này khá hợp lý khi chi phí vận chuyển đã tăng vọt theo giá xăng dầu trong hai năm qua và chi phí khuyến mại, chiết khấu tăng do mức độ cạnh tranh gay gắt hơn. Tuy nhiên chi phí này không phải là yếu tố chính tác động tới lợi nhuận sau thuế của Công ty do chi phí này chỉ chiếm tỷ lệ rất nhỏ so với doanh thu.

Chi phí quản lý doanh nghiệp tăng bất thường cả về giá trị tuyệt đối lẫn tỷ trọng do việc mở rộng các hoạt động ra nước ngoài.

Bảng 11: Chi phí quản lý doanh nghiệp

Đơn vị: Triệu VNĐ										
Chỉ tiêu				So với năm 2006			Tỷ trọng so với doanh thu			
Q1 09	2008	2007	2006	2008	2007	2006	Q1 09	2008	2007	2006
76316	289518	156937	34719	833.90%	452.00%	100.00%	4.13%	3.34%	2.72%	0.77%

Nguồn BCTC PVS

Sang quý I năm 2009 có vẻ như Công ty đã có sự cải thiện trong việc quản lý chi phí bán hàng khi tỷ trọng chi phí bán hàng so với doanh thu đã giảm xuống mức 1.24% từ mức 1.42% của năm

2008. Có lẽ việc giá xăng dầu giảm cũng đã khiến chi phí vận chuyển giảm song các chi phí khuyến mại, chiết khấu khó lòng giảm theo do xu hướng cạnh tranh trong ngành sẽ ngày càng mạnh. Chúng tôi tin rằng chi phí bán hàng của Công ty sẽ giảm xuống trong năm 2009 và các năm sau. Tỷ trọng chi phí này so với doanh thu sẽ xoay quanh mức của quý I năm 2009.

Chi phí quản lý doanh nghiệp

Chi phí quản lý doanh nghiệp đã tăng một cách bất thường lên đến 289 tỷ VNĐ trong năm 2008 gấp hơn 8 lần năm 2006. Tỷ trọng của nó so với doanh thu từ mức không đáng kể năm 2006 lên mức đáng kể năm 2008 và ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận. Sang đến quý I năm 2009 điều này vẫn không hề được cải thiện mà còn tiếp tục với xu hướng mạnh hơn nhiều. Chi phí quản lý doanh nghiệp trong Quý I năm 2009 đã chiếm đến 4,13% doanh thu trong khi trong năm 2006 tỷ trọng này chỉ là 0,92%.

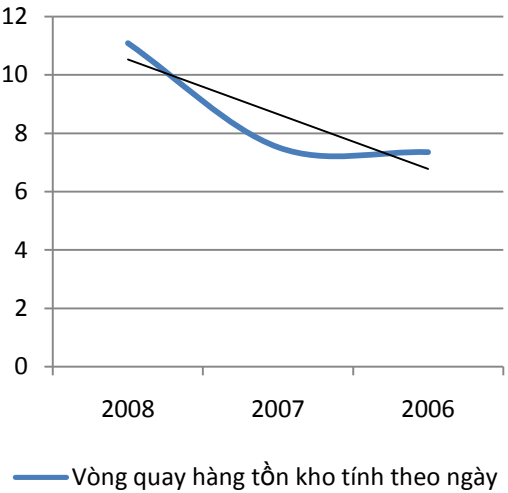
Nguyên nhân xuất phát từ chiến lược tăng trưởng quy mô của doanh nghiệp và mở rộng thị trường ra nước ngoài. Thực hiện chiến lược tăng tốc phát triển đến năm 2015 và định hướng đến năm 2025 đã được Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam phê duyệt. Theo đó, ngoài những lĩnh vực dịch vụ chính có thể mạnh trong nước như: dịch vụ tàu, căn cứ cảng, cơ khí dầu khí, dịch vụ khai thác kho nổi chứa xử lý và xuất dầu thô (FSO/FPSO), dịch vụ O&M...

PVS sẽ tập trung mở rộng và phát triển thị trường dịch vụ ra nước ngoài. Đặc biệt là những thị trường có tiềm năng dầu khí mà Tập đoàn dầu khí Việt Nam đã thiết lập quan hệ và đang triển khai các dự án trong lĩnh vực dầu khí. Từ năm 2006 đến 2008 PVS đã triển khai thành lập chi nhánh tại Malaysia, Venezuela, Cuba. Nhiệm vụ của các chi nhánh này là thu nhập thông tin, phân tích, đánh giá các cơ hội, đồng thời tổ chức triển khai thực hiện việc cung cấp các dịch vụ mà PVS có kinh nghiệm và thế mạnh như: dịch vụ căn cứ, tàu dịch vụ, dịch vụ cung ứng nhân lực, vật tư thiết bị chuyên ngành dầu khí. Chi phí thành lập và duy trì các chi nhánh này đã đẩy chi phí quản lý doanh nghiệp của PVS lên cao bất thường trong năm 2007 và 2008. Có thể nhận thấy, chi phí quản lý đã gia tăng với tốc độ nhanh hơn tốc độ tăng trưởng doanh thu và có khả năng điều này sẽ tiếp tục trong các năm tới bởi chiến lược phát triển thị trường nước ngoài của PVS.

Như vậy có thể bước đầu kết luận, sự biến động theo chiều hướng gia tăng mạnh mẽ của chi phí quản lý doanh nghiệp bắt nguồn từ nguyên nhân do quy mô của doanh nghiệp đã mở rộng quá nhanh trong 3 năm qua khiến tính hiệu quả trong việc quản lý chi phí này không theo kịp mức độ tăng trưởng quy mô. Bởi lẽ chiến lược này vẫn sẽ được PVS tiếp tục thực hiện do đó chúng tôi cho rằng trong các năm tới chi phí quản lý doanh nghiệp của PVS chắc chắn vẫn sẽ đứng ở mức cao như hiện nay.

Công tác quản trị hàng tồn kho của Công ty tương đối lành mạnh. Sự gia tăng về giá trị tuyệt đối của hàng tồn kho bắt nguồn từ việc mở rộng sản xuất kinh doanh bình thường.

Đồ thị 9: Vòng quay hàng tồn kho tính theo ngày



Nguồn: BCTC PVS và TSC tính toán, tổng hợp

Sức khỏe doanh nghiệp

Một trong những vấn đề khiến chúng tôi quan tâm khi nghiên cứu PVS là mức độ hiệu quả của hoạt động sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp. Câu hỏi được đặt ra là liệu mức độ hiệu quả trong hoạt động của doanh nghiệp có gia tăng tương ứng với mức độ tăng trưởng quy mô hay không? Liệu doanh nghiệp có quản lý vốn lưu động hay không? Sự gia tăng doanh thu quá nhanh của doanh nghiệp có đặt áp lực vay nợ lên doanh nghiệp nhằm tài trợ cho vốn lưu động hay không? Để trả lời cho câu hỏi này chúng tôi tiến hành nghiên cứu sâu hơn vào dòng tiền luân chuyển qua các khoản mục thuộc tài sản ngắn hạn là hàng tồn kho, các khoản phải thu và các khoản phải trả. Vì vậy, trong phần này, chúng tôi sẽ chỉ tập trung phân tích 3 yếu tố này.

Hàng tồn kho

Công ty đang áp dụng phương pháp bình quân gia quyền trong việc xác định giá vốn hàng bán và hàng tồn kho, phương pháp được sử dụng rộng rãi nhất tại Việt Nam hiện nay. Hàng tồn kho được xác định trên cơ sở giá thấp hơn giữa giá gốc và giá trị thuần có thể thực hiện được. Giá gốc được xác định dựa trên chi phí nguyên liệu, chi phí lao động và chi phí sản xuất chung (nếu có). Giá trị thuần được xác định dựa trên giá bán ước tính trừ chi phí để hoàn thành, chi phí bán hàng, tiếp thị, phân phối phát sinh.

Như vậy cách hạch toán hàng tồn kho của Công ty tương đối an toàn đảm bảo phản ánh được giá trị thật của hàng tồn kho. Tuy nhiên Đây là một phương pháp tương đối “an toàn” do nó phản ánh giá vốn hàng bán tốt hơn phương pháp Nhập trước xuất trước (FIFO) song phản ánh hàng tồn kho không trung thực bằng. Ngược lại, so với Nhập sau xuất trước (LIFO), hàng tồn kho được phản ánh sát hơn nhưng giá vốn hàng bán lại không sát bằng.

Bảng 12: Các chỉ tiêu liên quan đến quản trị hàng tồn kho

Chỉ tiêu	Đơn vị: triệu đồng		
	2008	2007	2006
Trung bình hàng tồn kho	236671	107749	83619
Vòng quay hàng tồn kho	32.92	48.55	49.66
Vòng quay hàng tồn kho tính theo ngày	11.09	7.52	7.35
Tỷ trọng so với tổng tài sản	2.97%	2.24%	1.79%
So với năm gốc 2006	283.03%	128.86%	100.00%

Nguồn BCTC PVS&TSC tổng hợp

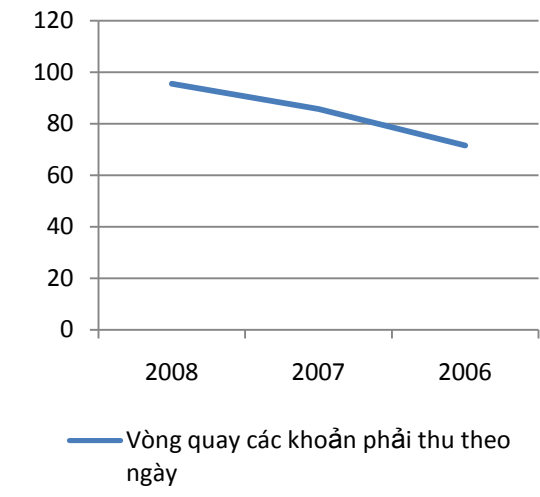
Giá trị hàng tồn kho trung bình của PVS năm 2008 đã tăng lên gấp 2.8 lần so với năm 2006. Nhìn dưới góc độ con số tuyệt đối, trong năm 2008, khoảng 236 tỷ đồng đã bị giữ lại dưới hình thức hàng tồn kho.. Chúng tôi cho rằng đây chỉ là kết quả của việc gia tăng mở rộng sản xuất của Công ty chứ không phải do sản phẩm của Công ty bị tồn đọng. Điều này được xác nhận bởi tỷ trọng của hàng tồn kho so với tổng tài sản là thấp (chiếm 2,97%) như vậy lượng tài sản của Công ty bị giam trong khoản mục hàng tồn kho là không nhiều. Với mức tăng doanh thu và lợi nhuận cao tương ứng với mức tăng hàng tồn kho thì có thể kết luận rằng công tác quản trị hàng tồn kho của Công ty vẫn lành mạnh.

Quan sát kỹ hơn vào cơ cấu của hàng tồn kho năm 2008 có thể thấy nguyên vật liệu và hàng hóa sản xuất dở dang chiếm 80% thì có thể nhận thấy việc hàng tồn kho tăng lên là kết quả của việc tăng cường hoạt động sản xuất kinh doanh bình thường của Công ty.

Mặc dù quan sát chỉ tiêu vòng quay hàng tồn kho có thể thấy mức độ quay vòng hàng tồn kho của PVS đã giảm sút song điều này không đáng lo ngại. Nguyên nhân chính

Công tác quản trị các khoản phải thu tỏ ra yếu kém và lỏng lẻo trong các năm gần đây. Điều này bắt nguồn từ chính sách bán hàng ngày càng lỏng lẻo và chiến lược thúc đẩy tăng trưởng doanh thu của Công ty.

Đồ thị 10: Vòng quay hàng tồn kho tính theo ngày



Nguồn: BCTC PVS và TSC tính toán, tổng hợp

Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh giảm dần là một dấu hiệu đáng lo ngại cho chất lượng lợi nhuận của Công ty.

là do sự giảm sút của vòng quay hàng tồn kho không bắt nguồn từ việc gia tăng hàng hóa tồn đọng không tiêu thụ được.

Các khoản phải thu

Bảng 13: Các chỉ tiêu liên quan đến quản trị các khoản phải thu

Đơn vị: triệu đồng				
Chỉ tiêu	Q1 09	2008	2007	2006
Các khoản phải thu trung bình	2093984	2269957	1357054	880706
Vòng quay các khoản phải thu		3.82	4.26	5.11
Vòng quay các khoản phải thu theo ngày		95.54	85.75	71.48
Tỷ trọng so với tổng tài sản	24.91%	28.44%	28.20%	18.86%
So với mức 2006	137.76%	257.74%	154.09%	100.00%

Nguồn BCTC PVS&TSC tổng hợp

Chúng tôi nhận thấy, các khoản phải thu của PVS đã tăng vọt sau 3 năm, trong đó chiếm tỷ trọng chủ yếu là phần phải thu khách hàng. Xét về giá trị tuyệt đối vào năm 2008 mức gia tăng các khoản phải thu đã ở mức 257,74 % so với năm 2006. Từ mức chỉ chiếm tỷ trọng 18.86 % trên tổng tài sản năm 2006 đến năm 2008 tỷ trọng các khoản phải thu trên tổng tài sản đã ở mức 28.44%. Điều này cho thấy một phần lớn tài sản của Công ty đã bị khách hàng chiếm dụng dưới hình thức các khoản phải thu. Việc thu hồi công nợ của PVS trong 3 năm qua đã không có một sự cải thiện nào. Điều đáng lo ngại là tỷ trọng của các khoản phải thu so với tổng tài sản đã tăng lên mức đáng ngại là 24.91%. Việc tồn đọng một lượng lớn vốn trong các khoản phải thu sẽ làm tăng sức ép tới việc gia tăng các khoản vay ngắn hạn của Công ty do khách hàng đã chiếm dụng một lượng lớn tiền mặt của Công ty. Bóc tách chi tiết cơ cấu các khoản phải thu của Công ty năm 2008 chúng tôi nhận thấy các khoản phải thu khách hàng là chủ yếu chiếm tỷ trọng lên đến 85%. Như vậy rõ ràng việc gia tăng các khoản phải thu không bắt nguồn từ việc gia tăng hoạt động nhập máy móc thiết bị hay nguyên vật liệu phục vụ sản xuất (biểu thị qua khoản mục trả trước cho người bán) mà bắt nguồn từ việc gia tăng cho khách hàng vay nợ. Điều này thể hiện chính sách bán hàng của PVS đã có sự nới lỏng nhất định trong 3 năm qua nhằm phục vụ cho mục đích tăng trưởng doanh thu nhanh chóng. Chỉ tiêu vòng quay các khoản phải thu và vòng quay các khoản phải thu theo ngày của Công ty đã chỉ ra rằng khả năng thu hồi nợ của PVS đã giảm đi một cách đáng báo động và với tốc độ nhanh. Điều này tạo nên nguy cơ gây mất cân bằng trong hoạt động của Công ty làm biến đổi cơ cấu vốn lưu động của Công ty do nó thúc đẩy Công ty gia tăng vay nợ ngắn hạn. Nếu xu hướng này không được khắc phục trong thời gian tới chắc chắn nó sẽ ảnh hưởng tiêu cực đến hiệu quả hoạt động của Công ty.

Dòng tiền và chất lượng lợi nhuận

Một trong những điều khiến chúng tôi quan ngại chính là dòng tiền từ hoạt động kinh doanh của công ty đã liên tiếp sụt giảm trong 3 năm gần đây thậm chí năm 2007 chỉ tiêu này đã tụt xuống mức âm trong khi lợi nhuận sau thuế lại tăng trưởng rất mạnh. Do đó, chúng tôi đã cố gắng tìm kiếm mối liên hệ giữa việc công ty cố gắng tăng doanh thu bằng mọi giá, bằng cách cho khách hàng nợ tràn lan và làm tăng khoản phải thu hay không. Rõ ràng, đồ thị phía trên bên trái cho thấy, có một sự tương quan rõ nét giữa tăng trưởng doanh thu và tăng trưởng khoản phải thu trong 3 năm gần đây.

Bảng 14: Dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh

Đơn vị: triệu đồng

Số liệu			So với mức năm 2006			Tỷ trọng so với tổng tài sản		
2008	2007	2006	2008	2007	2006	2008	2007	2006
1187096	-483747	2163274	54.87%	-22.36%	100.00%	14.87%	-10.05%	46.33%

Nguồn BCTC PVS

Quan sát dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh của PVS chúng ta nhận thấy một xu hướng giảm. Năm 2007 dòng tiền này thậm chí bị âm chứng tỏ Công ty đã tìm cách gia tăng doanh thu bằng cách đẩy mạnh cho khách hàng vay nợ. Điều này được xác nhận bởi các khoản phải thu của Công ty 2008 đã tăng gấp 3 lần so với năm 2006. Điều này làm dấy lên mối lo ngại về chất lượng lợi nhuận của Công ty và khả năng thu hồi các khoản cho vay. Tuy nhiên nguy cơ này đối với Công ty là chưa rõ ràng và tình trạng đã được cải thiện đáng kể vào năm 2008 khi dòng tiền từ hoạt động sản xuất kinh doanh đã trở lại mức dương.

Bảng 15: Chất lượng lợi nhuận

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	2008	2007	2006
Tài sản hoạt động	6930306	3878507	2555846
Nợ hoạt động	3436632	2645127	2729011
Tài sản hoạt động ròng	3493674	1233380	-173165
Accrual Ratio	0.96	2.65	

Trong năm 2008, Công ty đã bắt đầu thực thi chiến lược phát triển an toàn và cân bằng hơn. Chúng tôi dự đoán điều này sẽ tiếp diễn trong tương lai.

Nguồn TSC tính toán

Để đánh giá sâu hơn chất lượng lợi nhuận chúng tôi sử dụng phương pháp chỉ tiêu accrual ratio. Nếu accrual ratio càng nhỏ thì chất lượng lợi nhuận càng cao. Quan sát bảng tính toán cho thấy năm 2008 đã có một sự cải thiện đáng kể so với năm 2007 khi chỉ tiêu accrual ratio đã giảm đi đáng kể. Điều này cho thấy Công ty đã nhận ra được vấn đề của mình và quá trình điều chỉnh để có được một cơ cấu lợi nhuận cân bằng hơn đã bắt đầu được tiến hành.

Các chỉ tiêu tài chính

Nhằm phân tích và có cái nhìn toàn diện hơn về năng lực sản xuất kinh doanh của doanh nghiệp, chúng tôi đã tiến hành tính toán và phân tích các chỉ số quan trọng bao gồm nhóm các hệ số thanh khoản, hệ số đòn bẩy, hệ số sinh lời, cơ cấu tài chính và mô hình Dupont 3 bước.

Hệ số khả năng thanh khoản

Là một thước đo về độ an toàn của doanh nghiệp trước những khoản nợ ngắn hạn – những khoản nợ gây cho công ty nhiều áp lực nhất, do vậy đây là nhóm hệ số cơ bản nhất mà các nhà đầu tư thường quan tâm mỗi khi ra quyết định đầu tư vào một doanh nghiệp. Hệ số này cho biết khả năng ứng phó với các khoản nợ ngắn hạn bằng cách sử dụng các tài sản ngắn hạn của mỗi công ty ra sao.

Bảng 16: Hệ số khả năng thanh khoản

Đơn vị: lần

Chỉ tiêu	Q1 2009	2008	2007	2006	So với mức năm 2006			
					Q1 2009	2008	2007	2006
Hệ số thanh toán hiện thời	1.17	1.17	1	1.11	104.99%	104.99%	90.00%	100%
Hệ số thanh toán nhanh	1.1	1.1	0.96	1.09	101.31%	101.31%	88.08%	100%
Hệ số thanh khoản tiền mặt	0.29	0.29	0.33	0.73	39.71%	39.71%	45.45%	100%

Nguồn: TSC tính toán

Hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh của Công ty khá ổn định, không có nhiều biến động trong 3 năm qua. Hai hệ số này giao động xung quanh mức 1 không phải là một mức cao song cũng đảm bảo giới hạn an toàn về thanh khoản cho Công ty. Hệ số thanh toán hiện thời và hệ số thanh toán nhanh gần sát nhau cho thấy Công ty đảm bảo được tính cân bằng trong quản trị hàng tồn kho, và không để cho sự gia tăng đầu tư vào hàng tồn kho ảnh hưởng đến tính thanh khoản của Công ty. Xét tới tính thanh khoản bằng tiền mặt tức là khả năng trả nợ ngắn hạn bằng tiền và các khoản tương đương tiền thì PVS lại có dấu hiệu suy giảm. Điều này cho thấy có vẻ như chính sách bán hàng của Công ty đã trở nên lỏng lẻo hơn, cho phép khách hàng nợ lâu hơn để tăng doanh thu. Kết luận này cũng hoàn toàn phù hợp với các phân tích các khoản phải thu ở phần trên. Hệ số tiền mặt của Công ty đã suy giảm khá nhiều và chỉ số này trong năm 2008 chỉ bằng 39.71% năm 2006. Có lẽ đây cũng là một tín hiệu cảnh báo đối với PVS trong chính sách bán hàng nhằm gia tăng doanh thu của mình. Mức tăng trưởng doanh thu đem lại cho PVS có lẽ sẽ không đủ bù đắp rủi ro mất khả năng thanh toán do đó chúng tôi cho rằng trong các năm tiếp theo PVS sẽ có những động thái nhằm điều chỉnh lại chính sách này.

Hệ số cơ cấu tài sản

Bảng 17: Hệ số cơ cấu tài sản

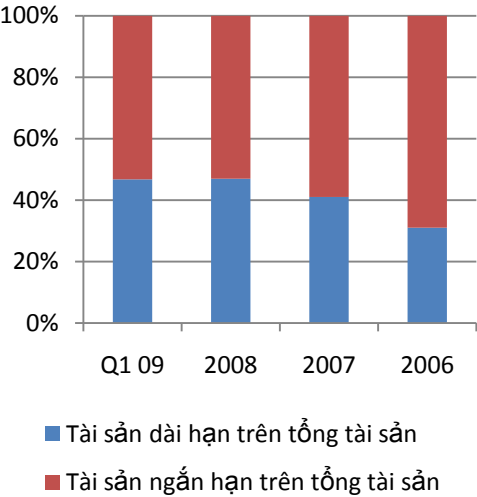
Chỉ tiêu	Số liệu			
	Q1 09	2008	2007	2006
Tài sản dài hạn trên tổng tài sản	0.468	0.47	0.41	0.31
Tài sản ngắn hạn trên tổng tài sản	0.532	0.53	0.59	0.69

Nguồn BCTC PVS & TSC tổng hợp

Cơ cấu tài sản của Công ty đã có một sự dịch chuyển đáng kể từ tài sản ngắn hạn sang tài sản dài hạn và tốc độ dịch chuyển tỏ ra đều đặn và duy trì ổn định qua từng năm. Việc tài sản dài hạn càng ngày càng chiếm tỷ trọng cao trong tổng tài sản xuất phát từ việc Công ty đã đẩy mạnh đầu tư vào tài sản cố định khiến chi phí xây dựng dờ đang lên tới hơn 2000 tỷ VNĐ. Dự án đầu tư tham vọng của PVS đóng mới kho nổi chứa xuất dầu thô số 5 là một dự án lớn được kì vọng đem lại nhiều lợi nhuận cho Công ty. Dự án mới được bắt đầu tháng 5 năm 2007 và hiện tại đã sắp kết thúc hứa hẹn đem lại hiệu quả trong tương lai gần. Có thể nói bước dịch chuyển của cơ cấu tài sản của PVS trong 3 năm vừa qua là đúng đắn bởi việc đầu tư mạnh cho các tài sản cố định sẽ đem lại sự tăng trưởng doanh thu ổn định trong tương lai.

Hệ số tiền mặt của Công ty đang suy giảm là một dấu hiệu cảnh báo.

Cơ cấu tài sản của Công ty đang dịch chuyển thể hiện chiến lược đẩy mạnh đầu tư vào các tài sản cố định của Công ty.
Đồ thị 11: Cơ cấu tài sản



Nguồn: BCTC PVS và TSC tính toán, tổng hợp

Công ty đang chuyển hướng sang một chiến lược phát triển cân bằng và an toàn hơn bằng việc sử dụng ít vốn vay hơn. Điều này hứa hẹn Công ty sẽ tăng vốn điều lệ liên tục trong các năm tới.

Hệ số cơ cấu tài chính

Đòn bẩy tài chính của Công ty có xu hướng giảm trong ba năm qua song vẫn ở mức rất cao là 3,43 lần. Điều này cho thấy công ty đã thay đổi chiến lược tăng trưởng của mình theo cách bền vững và an toàn hơn. Điều này theo tác giả là phù hợp bởi quy mô ngày càng lớn của Công ty sẽ không cho phép sử dụng đòn bẩy tài chính ở mức quá cao bởi điều này dễ dẫn tới sự đổ vỡ. Mặc dù thông số nợ trên tổng tài sản không có sự chuyển biến rõ rệt song chỉ tiêu nợ trên vốn chủ sở hữu đang tăng lên khá nhiều sau 3 năm. Điều này đe dọa sự an toàn trong hoạt động của Công ty.

Bảng 17: Hệ số cơ cấu tài chính

Chi tiêu	Số liệu			So với mốc năm 2006		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006
Đòn bẩy tài chính	3.43	4.08	4.51	76.13%	90.48%	100%
Nợ trên tổng tài sản	0.71	0.75	0.78	91.06%	97.00%	100%
Nợ dài hạn trên vốn chủ sở hữu	0.87	0.7	0.72	122.10%	97.25%	100%

Với những phân tích trên, chúng tôi cho rằng nhiều khả năng trong các năm tới Công ty sẽ sử dụng một cơ cấu vốn cân bằng hơn theo hướng gia tăng vốn chủ sở hữu và giảm vốn vay. Các kế hoạch tăng vốn điều lệ lên 2000 tỷ vào cuối năm 2009 của Công ty đã xác nhận dự đoán của Chúng tôi.

Hệ số sinh lời

Bảng 18: Hệ số sinh lời

Chi tiêu	Số liệu			So sánh với mốc 2006		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006
Hệ số sinh lời trên tổng tài sản	6.57%	6.63%	3.70%	177.52%	179.20%	100%
Hệ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu	22.55%	27.05%	16.68%	135.15%	162.13%	100%
Hệ số lợi nhuận biên gộp	10.16%	9.44%	7.66%	132.65%	123.19%	100%
Hệ số lợi nhuận biên ròng	6.05%	5.53%	3.84%	157.38%	143.79%	100%
Hệ số lợi nhuận biên hoạt động	5.13%	5.39%	5.45%	94.20%	98.87%	100%

Nguồn TSC tổng hợp

Khả năng sinh lời của Công ty đã có những cải thiện đáng kể với xu hướng năm sau tốt hơn năm trước một cách vững chắc. Những dấu hiệu tích cực đến từ sự gia tăng vững chắc của các chỉ số hệ số lợi nhuận biên sau 3 năm. Điều này đến từ hai lý do chính, một là khả năng tiết kiệm và quản lý chi phí của PVS đã có bước cải thiện đáng kể, hai là Công ty đã chuyển đổi và đẩy mạnh hoạt động tại các lĩnh vực đem lại lợi nhuận cao hơn.

Mặc dù hệ số ROE năm 2008 đã suy giảm tương đối so với năm 2007 và sự gia tăng của các chỉ số khác đã chứng lại song đó chỉ là kết quả của việc giảm sử dụng đòn bẩy tài chính của Công ty. Điều này sẽ giúp PVS có một sự phát triển bền vững và cân bằng hơn.

Vòng quay hoạt động vòng quay tiền mặt

Bảng 19: Vòng quay hoạt động

Chỉ tiêu	2008	2007	2006
Vòng quay các khoản phải thu theo ngày	95.54	85.75	71.48
Vòng quay hàng tồn kho theo ngày	11.09	7.52	7.34
Vòng quay hoạt động	106.63	93.27	78.82

Nguồn TSC tổng hợp

Vòng quay hoạt động của PVS đã có xu hướng tăng lên trong ba năm gần đây điều này cho thấy Công ty đã có xu hướng trở nên kém hiệu quả hơn trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Mức độ gia tăng chủ yếu từ vòng quay các khoản phải thu của Công ty tăng cao một cách đáng lo ngại. Việc hiệu quả hoạt động giảm sẽ dẫn tới nhiều hệ lụy cho Công ty. Trước hết điều này là làm tăng nhu cầu vốn lưu động khiến chi phí tăng theo. Tiếp theo là rủi ro thu hồi tiền bán hàng khi cho khách hàng vay nợ nhiều hơn sẽ tăng cao. Mặc dù chưa có căn cứ rõ ràng song chúng tôi cho rằng đã có một sự nổi lòng nhất định trong chính sách bán hàng của Công ty. Vòng quay hoạt động của PVS đã có xu hướng tăng lên trong ba năm gần đây điều này cho thấy Công ty đã có xu hướng trở nên kém hiệu quả hơn trong hoạt động sản xuất kinh doanh của mình. Mức độ gia tăng chủ yếu từ vòng quay các khoản phải thu của Công ty tăng cao một cách đáng lo ngại. Việc hiệu quả hoạt động giảm sẽ dẫn tới nhiều hệ lụy cho Công ty. Trước hết điều này là làm tăng nhu cầu vốn lưu động khiến chi phí tăng theo. Tiếp theo là rủi ro thu hồi tiền bán hàng khi cho khách hàng vay nợ nhiều hơn sẽ tăng cao. Mặc dù chưa có căn cứ rõ ràng song chúng tôi cho rằng đã có một sự nổi lòng nhất định trong chính sách bán hàng của Công ty.

Bảng 20: Vòng quay tiền mặt

Đơn vị: lần

Chỉ tiêu	So sánh với mốc 2006					
	2008	2007	2006			
Vòng quay các khoản phải thu theo ngày	95.54	85.75	71.48	133.67%	119.97%	100%
Vòng quay hàng tồn kho theo ngày	11.09	7.52	7.34	151.08%	102.44%	100%
Vòng quay các khoản phải trả theo ngày	19.32	15.24	10.02	192.72%	152.06%	100%
Vòng quay tiền mặt	87.31	78.03	68.79	126.92%	113.43%	100%

Nguồn TSC tổng hợp

Vòng quay tiền mặt của PVS đang có dấu hiệu xấu đi trong 3 năm qua. Chỉ tiêu vòng quay tiền mặt theo ngày năm 2008 đã tăng thêm 26% so với năm 2006. Điều này thể hiện một điều rằng công ty đã phải tốn nhiều thời gian hơn để tạo ra tiền mặt. Mặc dù vòng quay các khoản phải trả có tăng lên biểu thị Công ty đã chiếm dụng được vốn lâu hơn song điều này không giúp cho Công ty cải thiện được hiệu quả của chu trình tạo tiền một cách cơ bản. Điều này có khả năng sẽ đem lại hai hệ lụy cho Công ty trong tương lai gần. Khả năng thứ nhất là Công ty phải tiếp tục gia tăng vay nợ để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh thường nhật của mình, điều này hứa hẹn sự mất cân bằng và suy giảm khả năng thanh toán của Công ty. Khả năng thứ hai là Công ty phải tiếp tục phát hành cổ phiếu tăng vốn và dùng nguồn tiền huy động được từ cổ đông để tài trợ cho các hoạt động sản xuất kinh doanh của mình, điều này hứa hẹn sự pha loãng cổ phiếu và làm tăng chi phí sử dụng vốn của Công ty do vốn cổ đông đắt hơn vốn vay.

Phân tích ROE theo mô hình Dupont

Để bóc tách chi tiết hơn những yếu tố tác động lên chỉ số lợi nhuận ròng trên vốn chủ sở hữu (ROE) của PVS, chúng tôi tiến hành nghiên cứu theo mô hình Dupont cơ bản ba bước. Với mô hình này, một doanh nghiệp có chỉ số ROE năm sau cao hơn năm trước khi và chỉ khi ít nhất một trong ba nguyên nhân sau xảy ra: hoặc là (1) doanh nghiệp sử dụng nhiều đòn bẩy tài chính hơn hoặc (2) doanh nghiệp sử dụng tài sản hiệu quả hơn thông qua vòng quay tổng tài sản và hoặc là (3) doanh nghiệp có tỷ suất lợi nhuận trên doanh thu lớn hơn.

Bảng 21 – Phân tích ROE PVS 2006 – 2008 theo mô hình Dupont

Chỉ tiêu	Số liệu			So sánh với năm 2006		
	2008	2007	2006	2008	2007	2006
Đòn bẩy tài chính	3.4321	4.0788	4.51	76.13%	90.48%	100%
Hệ số sinh lời trên tổng tài sản	6.57%	6.63%	3.70%	177.52%	179.20%	100%
Hệ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu	22.55%	27.05%	16.68%	135.15%	162.13%	100%
Vòng quay tổng tài sản	1.086	1.2	0.963	112.80%	124.63%	100%
Lợi nhuận ròng biên	6.05%	5.53%	3.84%	157.38%	143.79%	100%

Nguồn TSC tổng hợp

Hệ số ROE của Công ty đã có sự tăng trưởng khá sau 3 năm hoạt động. Hệ số đòn bẩy tài chính của Công ty đã giảm đi trong ba năm với mức giảm đáng kể tuy nhiên điều này không ảnh hưởng nhiều đến khả năng sinh lợi của Công ty với mức tăng hệ số sinh lời trên vốn chủ sở hữu sau ba năm là khá cao. Điều này cho thấy PVS đã kinh doanh hiệu quả hơn trong 3 năm qua thông qua việc sử dụng tài sản sản hiệu quả hơn. Đây là một tín hiệu tốt cho thấy chiến lược mở rộng và cơ cấu lại tỷ trọng trong các lĩnh vực hoạt động của PVS đã thành công bước đầu.

So sánh với các Công ty cùng ngành

Bảng 22: So sánh các chỉ tiêu PVS với các công ty cùng ngành

Chỉ tiêu	P/E	P/B	ROA	ROE	Biên lợi nhuận	Sở hữu nước ngoài	Nợ/VSH
Mức trung bình ngành	11,9	1,1	3,6%	9,3%	2,3%	14,2%	2.4
PVS	11.75	2.65	6.57%	22.55%	6.05%	5.50%	0.87

Nguồn Vndirect

Quan sát các chỉ tiêu cơ bản của PVS với mức bình quân ngành có thể thấy Công ty có khả năng sinh lời vượt trội so với các Công ty khác cùng ngành nghề. Các chỉ tiêu về khả năng sinh lời như ROA, ROE, và biên lợi nhuận ròng đều cao hơn nhiều mức trung bình ngành. Biên lợi nhuận của Công ty cao hơn mức trung bình ngành cho thấy vị thế của Công ty trong ngành cho phép Công ty kinh doanh hiệu quả hơn. Mức ROE vượt trội song không bắt nguồn từ đòn bẩy tài chính cao cho phép Công ty đem lại nhiều quyền lợi cho cổ đông hơn. Mức P/E của PVS hiện đang tương đương với mức bình quân ngành điều này cho thấy thị trường chưa đánh giá đúng các lợi thế vượt trội của Công ty so với các doanh nghiệp cùng ngành nói chung.

Hoạt động đầu tư của doanh nghiệp

Bám sát hoạt động kinh doanh mà Công ty có thể mạnh

Qua quá trình nghiên cứu về PVS, chúng tôi nhận thấy hoạt động đầu tư của Công ty khá lành mạnh. Các dự án đầu tư lớn của Công ty đều hướng vào hoạt động kinh doanh cốt lõi mà Công ty có thể mạnh. Điều này đảm bảo cho Công ty ít phải đối mặt với những rủi ro trong tương lai trong hoạt động đầu tư. Theo ông Nguyễn Hùng Dũng, Phó Tổng Giám Đốc của Công ty, PVS không hề đầu tư cũng như không có kế hoạch đầu tư vào lĩnh vực tài chính chứng khoán, hoặc các ngành nghề không có thể mạnh khác. Trong giai đoạn năm 2007 và 2008, dự án lớn nhất mà PVS triển khai là Dự án đóng mới Kho nổi chứa, xuất dầu thô số 5 (FSO5).

Dự án đóng mới Kho nổi chứa, xuất dầu thô số 5

Ngày 18/12/2006, PVS đã chính thức ký hợp đồng số 069-2006/PTSC-FSO5/MHH với Tập đoàn công nghiệp tàu thủy (Vinashin) đóng mới tàu chứa, xuất dầu thô số 5 (FSO-5). Hợp đồng trị giá khoảng 200 triệu USD sẽ được Vinashin với nòng cốt là Tổng Công ty công nghiệp tàu thủy Nam Triệu (Nasico) thực hiện trong vòng 18 tháng. Đây là một dự án quan trọng đánh dấu dự phát triển không ngừng của PVS trong lĩnh vực tàu xử lý, chứa và xuất dầu thô (FPSO), vốn là một lĩnh vực dịch vụ hoàn toàn mới với các công ty dịch vụ trong nước.

FSO-5 là kho nổi chứa, xuất dầu hiện đại và phức tạp lần đầu tiên được đóng tại Việt Nam. FSO-5 có trọng tải 150.000 tấn với hệ thống phao neo loại thấp nhỏ ngoài, được thiết kế để nhận dầu đã tách khí với sản lượng tối đa 15.000 tấn/ngày đêm, hàm lượng nước đến 10% và xử lý dầu đạt chất lượng dầu thương phẩm (không quá 0,5% nước), đồng thời trữ và xuất cho khách mua dầu thương phẩm với lưu lượng 3.500 - 5.000 m³/giờ. Ngoài ra, FSO-5 còn xử lý nước vía với công suất tối đa 2.400 m³/ngày đêm, thu gom và trung dụng khí tách ra trong quá trình xử lý và trữ dầu với công suất 2.000 m³/giờ.

Đây là một dự án hứa hẹn đem lại hiệu quả kinh tế cao của PVS bởi ngay sau khi hoàn thành, FSO-5 sẽ được Xí nghiệp Liên doanh Dầu khí Việt-Xô (VSP) thuê phục vụ khai thác mỏ Bạch Hổ và mỏ Rồng thuộc bồn trũng Cửu Long ngoài khơi tỉnh Bà Rịa – Vũng Tàu. PVS sẽ trực tiếp quản lý vận hành và bảo dưỡng FSO-5 theo hợp đồng cho thuê tàu với VSP. Dự án đã được chính thức hoàn thành vào đầu năm 2009 và dự kiến sẽ được đưa vào sử dụng từ quý II năm 2009.

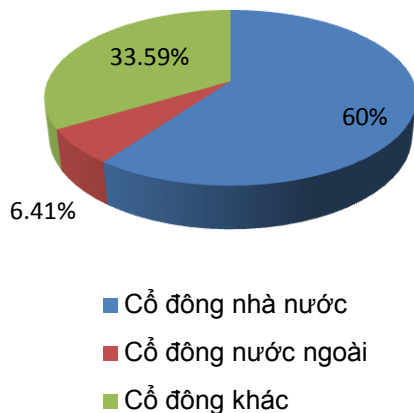
Tác dụng của dự án

Kho nổi chứa xuất dầu thô số 5 (FSO5) được đưa vào sử dụng sẽ giúp Công ty gia tăng đáng kể doanh thu của Công ty từ lĩnh vực Dịch vụ cung cấp, quản lý vận hành và bảo dưỡng tàu xử lý/chứa và xuất dầu thô (FPSO/FSO). Chúng tôi tin rằng, sau khi dự án hoàn thành và đi vào sử dụng sẽ giúp cho doanh thu của PVS tăng lên đáng kể bắt đầu từ quý II năm 2009 trở đi. FSO5 hoàn thành sẽ bổ sung đáng kể vào đội tàu FPSO/FSO hiện có của Công ty bao gồm: FPSO Ruby Princess, sức chứa 1 triệu thùng dầu thô, hiện đang được PVS vận hành phục vụ khai thác mỏ Hồng Ngọc (Ruby) theo hợp đồng cho thuê tàu với công ty Petronas Carigali Vietnam (PCV). FSO MV-12, sức chứa 300.000 thùng dầu thô, hiện đang phục vụ khai thác mỏ Rồng Đôi - Rồng Tây cho Công ty Dầu khí Quốc gia Hàn Quốc (KNOC). FSO-5, sức chứa khoảng 1,1 triệu thùng dầu thô, hiện đang được đóng mới và sẽ được PVS vận hành phục vụ khai thác tại mỏ Bạch Hổ của Liên doanh Dầu khí Việt-Xô (VSP). Theo nguồn tin Chúng tôi thu thập được thì khi kho chứa nổi FSO5 đi vào khai thác có thể đem lại doanh thu khoảng 50 triệu USD cho Công ty.

Tác động của nhà máy lọc dầu Dung Quất đến Công ty

Cuối tháng 2/2009 vừa qua, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đã chính thức đi vào hoạt động và cho ra những dòng sản phẩm đầu tiên. Với công suất thiết kế 6,5 triệu tấn/năm, Nhà máy Lọc dầu Dung Quất sẽ cung cấp các sản phẩm chính như dầu diesel ô tô, xăng A90/92/95, dầu hỏa, nhiên liệu phản lực, các loại khí PP, LPG..., sản phẩm

Đồ thị 11: Cơ cấu tài sản



Nguồn: BCB PVS

Hội đồng quản trị của Công ty nắm quá ít cổ phiếu cũng là một dấu hiệu đáng lo ngại.

của Nhà máy sẽ đáp ứng khoảng 30% nhu cầu sử dụng nhiên liệu trong nước. Khi Nhà máy Lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động sẽ có tác động đến một số dịch vụ chính của PVS.

Dịch vụ tàu chuyên dụng: Đây là dịch vụ mà PVS sẽ được hưởng lợi nhất khi Nhà máy đi vào hoạt động. Công ty đã ký hợp đồng dài hạn cung cấp hai tàu chuyên dụng (phục vụ cho việc lai dắt các tàu chở dầu) cho Nhà máy. Hiện tại chưa có thông tin chính thức về giá trị của hợp đồng này, nhưng chúng tôi dự đoán hoạt động này có thể mang lại thêm cho Công ty mỗi năm từ 150 -200 tỷ đồng doanh thu.

Dịch vụ căn cứ cảng. PVS hiện có cảng Bến số 1 phục vụ cho việc bốc dỡ hàng hoá, máy móc thiết bị từ khi xây dựng Nhà máy. Công ty dự kiến trong năm 2009 cảng này sẽ tiếp tục mang lại từ 10 - 15 tỷ đồng lợi nhuận từ việc tiếp nhận tàu thuyền phục vụ cho việc bảo trì, bảo dưỡng Nhà máy Lọc dầu Dung Quất và các sản phẩm phụ của nhà máy.

Dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (O&M). PVS đã ký hợp đồng cung cấp dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (O&M) cho Nhà máy Lọc dầu Dung Quất, tuy nhiên khả năng mang lại doanh thu từ dịch vụ này trong giai đoạn đầu chưa cao, do Nhà máy mới đi vào hoạt động nên nhu cầu về dịch vụ bảo trì và bảo dưỡng sẽ không lớn. Tuy nhiên, trong những năm sau nhu cầu về dịch vụ này có thể gia tăng mạnh và đem lại lợi nhuận đáng kể cho Công ty.

Quản Trị Doanh Nghiệp

Cơ cấu cổ đông

Xuất phát từ doanh nghiệp nhà nước cổ phần hóa năm từ năm 2006, đến nay sự kiểm soát của nhà nước với doanh nghiệp này vẫn còn khá mạnh. Tỷ lệ sở hữu của cổ đông nhà nước mà đại diện là tập đoàn dầu khí Việt Nam vẫn đang ở mức cao là 60%; tỷ lệ sở hữu của nước ngoài khoảng 6,41%, các cổ đông khác nắm giữ 33,59%. Do vậy, tiếng nói của cổ đông nhà nước mà đại diện là Tập đoàn dầu khí quốc gia Việt Nam trong HĐQT và Ban Điều Hành vẫn mang ý nghĩa quyết định. Tiếng nói của các cổ đông bên ngoài mặc dù đã có trọng lượng hơn trước song hiện tại vẫn ở mức độ thấp.

Tuy nhiên đối với PVS việc cổ đông nhà nước nắm quyền chi phối lại là một lợi thế không nhỏ cho hoạt động của Công ty. Nguyên do bởi tính chất đặc thù của lĩnh vực hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty là cung cấp các dịch vụ trong ngành công nghiệp dầu khí một ngành vẫn được nhà nước Việt Nam nắm giữ chủ yếu.

Các thành viên HĐQT và Ban giám đốc

Phần lớn các thành viên trong HĐQT của PVS đều là những cán bộ đã công tác lâu năm trong Công ty hoặc trong ngành dầu khí. Đây là một lợi thế của PVS bởi HĐQT của Công ty có kinh nghiệm và am hiểu sâu sắc ngành dầu khí nói chung và lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật dầu khí nói riêng.

Trong HĐQT của PVS, những nhân vật giữ vị trí chủ chốt trong HĐQT và BGĐ như Ông Đặng Thế Hường, Ông Thái Quốc Hiệp đều xuất thân là các cán bộ chuyên môn lâu năm của Công ty, do đó các ông có sự am hiểu sâu sắc về hoạt động Công ty. Xét về khía cạnh chuyên môn, hầu hết các thành viên HĐQT và BGĐ của PVS đều có chuyên môn trong lĩnh vực dầu khí điều này giúp cho họ có cái nhìn toàn diện hơn và tránh đưa ra các chiến lược kinh doanh xa rời thực tiễn.

Những vấn đề của HĐQT

Vấn đề Chúng tôi nhận thấy trong quá trình nghiên cứu HĐQT của PVS chính là vấn đề sở hữu doanh nghiệp. Các thành viên trong HĐQT hầu như chỉ đại diện cho phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp, số lượng cổ phiếu mà họ thực sự sở hữu là rất ít. Cụ thể Ông Đặng Thế Hường chủ tịch HĐQT chỉ sở hữu 6000 cổ phiếu. Ông Thái Quốc Hiệp thành viên HĐQT kiêm Tổng Giám Đốc chỉ sở hữu 2100 cổ phiếu. Các thành viên còn lại cũng không có ai sở hữu trên 10.000 cổ phiếu. Chúng tôi lo ngại sự tách rời quyền quản trị của HĐQT và quyền sở hữu có thể khiến cho sự gắn kết của các

thành viên HĐQT với Công ty và sự phát triển của Công ty là không cao. Điều này có thể sẽ là một nguyên nhân tiềm tàng khiến HĐQT không hết mình và tâm huyết với sự phát triển của Công ty.

Chúng tôi còn nhận thấy một vấn đề lớn đối với HĐQT của PVS là một số thành viên HĐQT hiện nay kiêm nhiệm luôn các chức vụ trong ban điều hành. Theo thông lệ Quản trị doanh nghiệp hiện đại, nên có sự tách biệt giữa HĐQT và ban điều hành. Các HĐQT trên thế giới được khuyến khích chỉ nên có tối đa 25% kiêm nhiệm, còn lại 75% nên là những thành viên độc lập. Tại PVS Đông, chúng tôi chưa thấy điều này.

Đánh giá PVS theo mô hình SWOT

Điểm mạnh

- Vị thế đặc biệt của Công ty trong ngành dịch vụ kỹ thuật dầu khí đem lại cho Công ty sự tăng trưởng bền vững. Các dịch vụ chiếm tỷ trọng cao trong doanh thu của Công ty như dịch vụ tàu chuyên dụng, kho chứa nổi, cảng hậu cần công ty vẫn gần như độc quyền khi chiếm hơn 90% thị phần thị trường nội địa.
- Là một đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, PVS luôn nhận được sự quan tâm, và ủng hộ của Tập đoàn trong công tác sản xuất kinh doanh, đặc biệt được có cơ hội tham gia đấu thầu cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí tại Việt Nam.
- Công ty có định hướng chiến lược phát triển đúng đắn trong việc đầu tư bám sát hoạt động kinh doanh cốt lõi như lĩnh vực tàu chuyên dụng và kho chứa nổi. Ngoài ra định hướng chiến lược mở rộng hoạt động ra thị trường nước ngoài cũng sẽ hứa hẹn đem lại cho Công ty những lợi ích không nhỏ trong tương lai.
- Qua hơn 14 năm phát triển, bằng chất lượng và năng lực dịch vụ của mình, PVS đã tạo dựng được một chỗ đứng vững chắc trong thị trường dầu khí tại Việt Nam, đặc biệt đối với các loại hình dịch vụ truyền thống như tàu chuyên ngành, căn cứ cảng, cơ khí chế tạo, khai thác...vv. PVS cũng đã xây dựng được mối quan hệ tốt đẹp với các khách hàng và được khách hàng đánh giá cao về chất lượng và ý thức dịch vụ.

Điểm yếu

- Chính sách bán hàng của Công ty đã và đang trở nên lỏng lẻo hơn trong 3 năm vừa qua do Công ty đã cho khách hàng vay nợ quá nhiều nhằm gia tăng doanh thu. Điều này chưa có tác động tiêu cực đến PVS trong ngắn hạn song trong dài hạn sẽ gây cho Công ty nhiều rủi ro như gia tăng vay nợ ngắn hạn dẫn đến chi phí tài chính tăng lên đồng thời khả năng thanh khoản của Công ty sẽ kém đi.
- Khả năng tài chính của PVS còn hạn hẹp so với các Công ty cùng ngành trên thế giới gây nhiều khó khăn trong việc đầu tư thực hiện những dự án lớn. Trong khi đó nhu cầu đầu tư nhằm mở rộng quy mô hoạt động, chiếm lĩnh thị trường trong và ngoài nước của Công ty là rất cao. Theo công bố chính thức, Công ty có nhu cầu về vốn đầu tư khoảng
- 4,300 tỷ đồng trong năm 2009 và trong năm 2010 là 6.000 tỷ đồng. Hoàn cảnh này khiến cho Công ty sẽ phải tiếp tục huy động vốn từ cổ đông gây ra nguy cơ pha loãng cổ phiếu trong các năm sau.
- Phần lớn các thành viên HĐQT đều chỉ đại diện cho phần vốn nhà nước tại doanh nghiệp, số lượng cổ phiếu các thành viên HĐQT sở hữu là rất ít. Điều này có thể khiến sự gắn bó và tâm huyết của các thành viên HĐQT với doanh nghiệp không cao.

Cơ hội

- Trong 10 năm trở lại đây, Việt Nam luôn là một trong các điểm đến của nhiều tập đoàn dầu lửa lớn trên thế giới, cùng với Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam sẽ phát triển thành tập đoàn đa ngành theo chiến lược phát triển và định hướng của ngành dầu khí Việt Nam, tạo cho PVS có nhiều tiềm năng phát triển thị trường cung cấp dịch vụ ngành dầu khí trong nước.
- Ngành dầu khí luôn được Chính phủ quan tâm và coi là một ngành công nghiệp mũi nhọn do đó mức độ đầu tư của Chính phủ trong ngành này chắc chắn sẽ vẫn mạnh mẽ trong tương lai.
- Trên thị trường thế giới dầu mỏ là nguyên liệu đầu vào của rất nhiều ngành Công nghiệp và nhu cầu về dầu mỏ trong tương lai chắc chắn sẽ ngày một cao,

nguồn cung hạn chế sẽ khiến giá dầu sẽ tăng lên bền vững trong dài hạn. Điều này thúc đẩy nhu cầu thăm dò khai thác, vận chuyển và dự trữ dầu khí sẽ ngày một cao. PVS hoạt động trong lĩnh vực cung cấp các dịch vụ phục vụ cho các công tác trên do đó càng có nhiều triển vọng phát triển mạnh trong tương lai

Thách thức

- Hiện tại PVS đã và đang phải đối mặt với áp lực cạnh tranh ngày càng tăng chủ yếu cũng là các công ty dịch vụ nước ngoài với các tiềm lực tài chính, kỹ thuật mạnh. Bên cạnh đó, thị trường dịch vụ dầu khí có nhiều biến động, nhiều công ty cùng tham gia cung cấp dịch vụ. Sự cạnh tranh giữa các công ty và nhà thầu cung cấp dịch vụ dầu khí ngày càng quyết liệt trong khi nhà nước chưa có cơ chế và chính sách cụ thể để hỗ trợ phát triển dịch vụ trong nước.
- Do nhập nguyên vật liệu và máy móc thiết bị phục vụ sản xuất kinh doanh của Công ty đều phải nhập khẩu là chủ yếu do đó Công ty luôn phải vay nợ ngoại tệ với khối lượng lớn. Do vậy, rủi ro từ tỷ giá hối đoái khiến công ty phải chịu những khoản tăng bất thường trong chi phí tài chính.

PHẦN 2: MÔ HÌNH ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi tiến hành định giá doanh nghiệp theo các kịch bản tốt, trung bình, và xấu. Giá trị cổ phiếu chính là giá trị bình quân gia quyền của ba kịch bản bởi hệ số là xác suất xảy ra của mỗi kịch bản. Tuy nhiên xác suất này chỉ dựa trên nhận định chủ quan của tác giả chứ chưa sử dụng các phương pháp xác suất thống kê.

Chi phí sử dụng vốn của Công ty được tính theo phương pháp bình quân gia quyền của chi phí thành phần bao gồm vốn vay của doanh nghiệp và giá trị thị trường của vốn cổ phần.

Kịch bản 1 - Bức tranh hiện thực

Các giả định của kịch bản 1

Với những hiểu biết có được về doanh nghiệp cho tới thời điểm này, chúng tôi tin rằng, kịch bản này phản ánh bức tranh gần nhất với doanh nghiệp trong vòng 4 năm tới và phương án này có xác suất xảy ra cao nhất, khoảng 65%. Kịch bản trung bình đối với PVS sẽ xảy ra khi nền kinh tế thế giới phục hồi vào đầu năm 2010 và tăng trưởng trở lại vào cuối năm 2010 song mất nhiều thời gian để lấy lại mức tăng trước khủng hoảng. Khi đó nhu cầu dầu mỏ sẽ đi ngang và giá dầu sẽ chỉ giao động ở mức như hiện nay (60-70USD/thùng). Các công ty ở Việt Nam sẽ không đẩy mạnh hoạt động thăm dò khai thác dầu khí mới và do đó PVS sẽ không có sự tăng trưởng đột biến về doanh thu do hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ kỹ thuật phục vụ các công tác này. Nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng trở lại song với tốc độ chậm hơn (giao động trong khoảng 4.5 – 5%) và sẽ mất rất lâu để hồi phục mức độ tăng trưởng như trước. Chính phủ sẽ phải giải quyết tình trạng thâm hụt ngân sách do nguồn thu ngân sách từ thuế và xuất khẩu dầu thô không tăng trong khi gánh nặng từ gói kích cầu sẽ ngày một tăng. Khi điều này xảy ra, đầu tư Công nói chung và đầu tư trong lĩnh vực dầu khí của các công ty thuộc sở hữu nhà nước sẽ chỉ duy trì như mức hiện nay khiến doanh thu của PVS khó tăng đột biến.

Giả định về doanh thu

Trong hoàn cảnh đó dịch vụ cung cấp tàu chuyên dụng của PVS sẽ tiếp tục đem lại doanh thu ổn định cho Công ty do vị thế đặc biệt của Công ty trong ngành song không có tăng trưởng đột biến do nhu cầu chắc chắn sẽ giảm khi đó tốc độ tăng doanh thu của lĩnh vực này sẽ giảm. Tác giả dự kiến tốc độ tăng doanh thu trong sau bốn năm tiếp theo của lĩnh vực này sẽ chỉ đạt 10%/năm. Dịch vụ kinh doanh nhiên liệu PVS không có nhiều lợi thế so với các doanh nghiệp khác hơn nữa lại không phải là lĩnh vực mũi nhọn của Công ty tuy nhiên đây là lĩnh vực có tính ổn định cao do đó có khả năng sẽ giữ mức tăng trưởng ổn định như hiện nay đạt 5 đến 10%/năm. Dịch vụ các dự án chắc chắn sẽ chỉ đạt mức thấp như trong năm 2008 tuy nhiên sẽ tăng trưởng trở lại ở mức 10% vào các năm tiếp theo khi hoạt động đầu tư dự

án nhận nhíp trở .Dịch vụ cơ khí chế tạo đang dần trở thành thế mạnh của Công ty song nhu cầu thăm dò khai thác dầu khí giảm sẽ khiến nó chỉ đạt được mức tăng trưởng doanh thu 20% trong 4 năm tiếp theo. Các dịch vụ khác của PVS chắc chắn sẽ vẫn ổn định do vị thế đặc biệt của Công ty trong ngành và khi Công ty đưa kho nổi FSO 5 vào khai thác. Dự kiến doanh thu lĩnh vực này sẽ tăng mạnh trong năm 2010 ở mức 55.29% (do có thêm kho nổi FSO và nhà máy lọc dầu Dung Quất đi vào hoạt động). Đến các năm sau mức tăng trưởng sẽ giảm xuống mức 5% năm do đặc thù lĩnh vực này không có đột biến. Xác suất xảy ra dự kiến là 65%.

Bảng 21 – Dự báo doanh thu theo kịch bản cơ sở

Chỉ tiêu	Kịch bản hiện thực nhất					Tốc độ gia tăng so với năm trước			
	2008	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
DV tàu chuyên dụng	3868.28	4067.74	4267.74	4694.52	5163.97	5.16%	4.92%	10.00%	10.00%
DV kinh doanh nhiên liệu	927.91	974.31	1023.02	1125.32	1237.86	5.00%	5.00%	10.00%	10.00%
DV các dự án	67.64	67.64	74.41	81.85	90.03	0.00%	10.00%	10.00%	10.00%
DV cơ khí chế tạo	2315.37	2778.53	3334.24	4001.09	4801.30	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
DVkhác	1493.33	1627.73	2527.73	2654.12	2786.82	9.00%	55.29%	5.00%	5.00%
Tổng	8672.53	9515.96	11227.14	12556.89	14079.99	9.73%	17.98%	11.84%	12.13%

Nguồn: TSC dự phóng

Giả định tỷ trọng doanh thu

Xét về cơ cấu doanh thu, chúng tôi cho rằng, với vị thế là dịch vụ chiến lược mũi nhọn của PVS, lĩnh vực cung cấp tàu chuyên dụng của Công ty sẽ tiếp tục chiếm tỷ trọng lớn trong doanh thu của Công ty và giao động trong khoảng 36% trong vòng 4 năm tới. Một lý do nữa để chúng tôi tin vào điều này là kế hoạch gia tăng đội tàu hiện có của PVS từ 16 chiếc hiện nay lên 50 chiếc vào năm 2025. Cụ thể Trong tháng 2/2009, công ty đã mua một tàu dịch vụ dầu khí mới trị giá 26,95 triệu USD từ Singapore, đồng thời hiện đang đóng mới hai tàu khác để tăng năng lực cung cấp dịch vụ của mình.

Đối với dịch vụ kinh doanh nhiên liệu chủ yếu là phân phối xăng dầu mặc dù Công ty đã mở rộng đầu tư rất mạnh trong 3 năm qua song đây không phải là lĩnh vực mà Công ty có thế mạnh vượt trội. Việc tiếp tục đầu tư phát triển lĩnh vực này sẽ khiến Công ty xung đột trực tiếp với các doanh nghiệp phân phối xăng dầu khác trong Tập đoàn dầu khí Việt Nam. Do đó doanh thu chúng tôi cho rằng lĩnh vực này sẽ giữ mức ổn định như hiện nay hoặc chỉ tăng trưởng nhẹ trong 4 năm tiếp theo và tỷ trọng doanh thu sẽ giảm nhẹ về mức 8.89% do doanh thu các lĩnh vực khác tăng mạnh.

Bảng 22 – Dự báo tỷ trọng doanh thu theo từng mặt hàng theo kịch bản cơ sở

Chỉ tiêu	Năm			
	2009	2010	2011	2012
DV tàu chuyên dụng	42.75%	38.01%	37.39%	36.68%
DV kinh doanh nhiên liệu	10.24%	9.11%	8.96%	8.79%
DV các dự án	0.71%	0.66%	0.65%	0.64%
DV cơ khí chế tạo	29.20%	29.70%	31.86%	34.10%
DVkhác	17.11%	22.51%	21.14%	19.79%

Nguồn: TSC dự báo

Lĩnh vực dịch vụ khác sẽ tăng trưởng nhảy vọt vào năm 2010 khi kho chứa xuất dầu thô FSO5 đi vào hoạt động. Chúng tôi dự kiến tỷ trọng doanh thu của lĩnh vực này sẽ tăng lên mức 22,51% vào năm 2010 và sẽ ổn định xoay quanh mức 20% trong các năm tiếp theo. Lĩnh vực cơ khí chế tạo đã và đang dần trở thành lĩnh vực mũi nhọn của Công ty chúng tôi dự báo tỷ trọng của lĩnh vực này sẽ ngày càng tăng lên trong 4 năm tới và sẽ đạt mức 34,1%.

Giả định giá vốn hàng bán

Hiện nay PVS vẫn hạch toán chung phần chi phí sản xuất kinh doanh và chi phí khấu hao tài sản cố định vào khoản mục giá vốn hàng bán. Do dự án đóng mới kho nổi chứa xuất dầu FSO 5 sẽ đi vào hoạt động từ năm 2010 nên chi phí khấu hao tài sản cố định của Công ty dự kiến sẽ tăng lên đáng kể (chúng tôi tính toán khoảng 152 tỷ VND/ năm). Ngoài ra Công ty hiện đã mua thêm một tàu chuyên dụng trị giá 493 tỷ VND và đang thực hiện đóng mới hai tàu chuyên dụng (trị giá ước tính khoảng 300 tỷ VND/ tàu) và dự kiến sẽ song và đưa vào sử dụng trong năm 2010 và 2011. Điều này sẽ khiến cho chi phí khấu hao bị đội thêm khoảng 182 tỷ VNĐ mỗi năm từ 2010 trở đi.

Bang 23: Giả định giá vốn hàng bán

Đơn vị triệu đồng				
Chỉ tiêu	2009F	2010F	2011F	2012F
Giá vốn hàng bán	8568652.92	10229178.72	11408131.51	12727637.47
Khấu hao tài sản cố định	346527.00	528527.00	558527.00	562027.00
Chi phí nguyên vật liệu	8222125.92	9700651.72	10849604.51	12165610.47

Nguồn TSC dự đoán

Về chi phí nguyên vật liệu và hàng hóa đầu vào của Công ty chúng tôi dự kiến sẽ không có đột biến nào do Công ty chủ yếu hoạt động dịch vụ do đó chúng tôi dự đoán chi phí nguyên vật liệu đầu vào sẽ giữ nguyên tỷ trọng so với doanh thu như các năm trước ở mức 86,5% doanh thu.

Giả định tổng tài sản & chi phí khấu hao

Hiện nay, Công ty vừa hoàn tất đầu tư một dự án lớn đóng mới kho chứa, xuất dầu thô FSO 5 với chi phí rất cao lên tới 208 triệu USD. Bên cạnh đó Công ty đã mua một tàu dịch vụ trị giá 26,8 triệu USD trong năm 2009 và còn đang tiến hành đóng mới hai tàu dịch vụ khác sẽ đưa vào sử dụng năm 2010 và 2011. Do đó, chúng tôi nghĩ rằng, tổng tài sản của công ty sẽ tăng mạnh trong vòng 4 năm tới đặc biệt là trong năm 2010.

Bảng 24— Dự báo tài sản cố định

Tài sản cố định	2008	2009F	2010F	2011F	2012F
Nguyên giá đầu năm	2,063,675	2,548,414	3,048,414	7,148,414	7,448,414
Tăng thêm trong năm	484,739	500,000	4,100,000	300,000	35,000
Nguyên giá cuối năm	2,548,414	3,048,414	7,148,414	7,448,414	7,483,414
Giá trị còn lại đầu năm	711,294	1,077,413	1,230,886	3,302,359	2,993,832
Tăng thêm trong năm	484,739	500,000	2,600,000	250,000	35,000
Khấu hao	296,527	346,527	528,527	558,527	562,027
Tăng khác	76,800	0	0	0	0
Thanh lý nhượng bán	254,707	0	0	0	0
Giá trị còn lại cuối năm	1,077,413	1,230,886	3,302,359	2,993,832	2,466,805
Hao mòn lũy kế trong năm	1,352,381	1,471,001	1,817,528	2,346,055	2,904,582

Đơn vị: Triệu VNĐ

Nguồn: TSC dự báo

Nhiều khả năng, tài sản cố định trong năm 2009 sẽ tăng thêm khoảng 500 tỷ VND chủ yếu do kết chuyển một phần chi phí mua mới tàu dịch vụ với giá 26,8 triệu USD (khoảng 493 tỷ VNĐ). Chi phí đóng kho nổi FSO 5 khoảng 3800 tỷ dự kiến sẽ được kết chuyển vào năm 2010. Phần chi phí dùng để đóng mới hai tàu dịch vụ dự kiến sẽ được phân bổ vào năm 2010, và năm 2011. Do chưa có các thông tin về kế hoạch đầu tư lớn của Công ty sau năm 2012 do đó chúng tôi giả định mức độ đầu tư tài sản cố định của Công ty sau năm 2012 sẽ trở về mức thấp như năm 2006.

Trên cơ sở giả định tài sản cố định như trên, chúng tôi tính toán chi phí khấu hao trong kỳ dựa trên giả định công ty tiếp tục áp dụng phương pháp khấu hao theo đường thẳng với thời gian khấu hao là 10 năm cho phương tiện tàu thuyền và 25 năm cho kho nổi FSO 5. Những tính toán của chúng tôi cho thấy, chi phí khấu hao của Công ty sẽ tăng lên đến mức 528 tỷ vào năm 2010.

Giả định về chi phí QLDN

Chi phí Quản lý doanh nghiệp của PVS đã tăng rất mạnh trong năm 2007 và 2008 do Công ty đang tiến hành triển khai bước đầu các chi nhánh ở Malaixia, Venexuela, Cu Ba. Trong các năm tới chiến lược phát triển của Công ty là hướng ra thị trường ngoài nước, thêm vào đó quy mô hoạt động của Công ty cũng sẽ tiếp tục gia tăng trong các năm tiếp theo. Dựa vào lý do này chúng tôi cho rằng chi phí QLDN sẽ tăng thêm 5% trong năm 2009 và tiếp tục giữ ở mức cao như thế trong 3 năm tiếp theo.

Giả định về chi phí bán hàng

Như chúng tôi đã đề cập ở phần trên, trước áp lực cạnh tranh gia tăng từ phía các Công ty cung cấp dịch vụ công nghiệp dầu khí nước ngoài. PVS đã phải tăng các chi phí khuyến mại, chi phí hỗ trợ vận chuyển, chiết khấu cho các đối tác nhằm giữ thị phần. Chi phí bán hàng đã gia tăng đáng kể trong 3 năm qua từ mức chỉ chiếm 0.9% doanh thu lên mức 1,4% doanh thu năm 2008. Trong 4 năm tới xu hướng này vẫn không có triển vọng thay đổi do đó chúng tôi dự đoán chi phí bán hàng vẫn sẽ chiếm khoảng 1,4% doanh thu như năm 2008.

Giả định về các khoản vay

Do PVS sẽ tiếp tục chiến lược đẩy mạnh đầu tư phát triển trong các năm tới do đó nhu cầu vay vốn dài hạn của Công ty để tài trợ cho hoạt động này các dự án này được chúng tôi dự báo sẽ phát sinh nhiều. Đặc biệt hơn các khoản đầu tư của PVS phục vụ cho việc mua sắm máy móc thiết bị, đóng mới tàu dịch vụ đều bằng USD. Do đó các khoản vay bằng ngoại tệ sẽ tiếp tục tăng trong các năm tiếp theo.

Trong các năm tới, nhu cầu vay vốn dài hạn mà chúng tôi nhận thấy trong năm 2009 tới là việc chi thêm khoảng hơn 2843 tỷ trong đó 2100 tỷ cho dự án đóng mới kho nổi chứa, xuất dầu FSO5, 493 tỷ cho việc mua tàu dịch vụ của Singapo và 150 tỷ chi phí ban đầu cho việc đóng mới hai tàu dịch vụ. Sang năm 2010, Công ty phải trả thêm 300 tỷ chi phí đóng mới 2 tàu chuyên dụng sẽ đưa vào sử dụng vào năm 2010 và 2011 (dự kiến chi phí tổng thể là 600 tỷ). Sang năm 2011 Công ty phải trả nốt 150 tỷ chi phí còn lại của việc đóng mới hai tàu dịch vụ. Tổng cộng nhu cầu vốn đầu tư dài hạn của Công ty trong vài năm tới là 3193 tỷ. Tuy nhiên Công ty sẽ không tài trợ các dự án này hoàn toàn bằng vốn vay mà sẽ huy động một phần vốn của cổ đông. Theo kế hoạch trong năm 2009 Công ty sẽ phát hành thêm 25 triệu cổ phiếu. Chúng tôi dự kiến mức giá phát hành có thể là 30.000 VNĐ và do đó công ty sẽ thu được khoảng 750 tỷ đồng. Như vậy nguồn vốn dài hạn Công ty phải vay thêm trong 3 năm tới sẽ vào khoảng 2443 tỷ đồng.

Bảng 25: Dự đoán các khoản vay

Đơn vị: Tỷ đồng

Giả định các khoản vay	2008	2009	2010	2011	2012
Vay ngắn hạn					
VND	216.2	237.90	280.68	313.92	352.00
Vay dài hạn					
USD	1991.2	2791.2	4141.2	4441.2	4441.2

Nguồn: TSC dự báo

Về các khoản vay ngắn hạn để tài trợ cho hoạt động sản xuất kinh doanh bình thường của Công ty, chúng tôi cho rằng sẽ vẫn tăng trong thời gian tới do PVS vẫn đang tiếp tục đẩy mạnh hoạt động sản xuất kinh doanh. Chúng tôi giả định rằng mức tăng tương ứng với mức tăng doanh thu.

Giả định chi phí lãi vay

Mặc dù các khoản vay dài hạn của PVS sẽ tăng rất mạnh trong 3 năm tới song chi phí lãi vay sẽ không tăng nhiều do hai nguyên nhân. Thứ nhất chi phí lãi vay cho các khoản vay dài hạn dùng để đầu tư các dự án đóng kho nổi FSO 5, mua và đóng tàu dịch vụ Công ty đều vốn hoá vào chi phí đầu tư dự án chứ không hạch toán vào khoản mục chi phí lãi vay. Do đó chi phí lãi vay của Công ty vẫn chủ yếu là chi phí lãi vay ngắn hạn và chi phí trả lãi khoản vay dài hạn 796 tỷ trước đây. Bước sang năm 2009 với mặt bằng lãi suất vay ngắn hạn đang giảm mạnh cộng thêm với chính sách kích cầu thông qua hỗ trợ lãi suất. Chúng tôi giả định đối với khoản vay ngắn hạn Công ty có thể vay được lãi suất ưu đãi 6,5% trong 2 năm 2009 và 2010 sau đó sẽ vay với lãi suất bình thường là 10,5%. Đối với các khoản vay dài hạn trị giá 796 tỷ, lãi suất phải trả vẫn bằng lãi suất của năm 2008. Như vậy chi phí trả lãi vay của Công ty trong các năm tới sẽ như sau:

Bảng 26: Dự đoán chi phí lãi vay

Đơn vị: Tỷ đồng

Chỉ tiêu	2008	2009	2010	2011	2012
Vay ngắn hạn	216.2	231.32	250.63	282.69	331.38
Chi phí lãi vay	92.76	71.64	72.9	74.98	78.15

Nguồn TSC dự đoán

Giả định về chênh lệch tỷ giá hối đoái

Trong năm 2008, chi phí do chênh lệch tỷ giá chiếm tới 82 tỷ đồng do sự mất giá của đồng VND trước đồng USD khiến chi phí tài chính của PVS tăng vọt. Để dự báo chi phí lỗ do chênh lệch tỷ giá cho 3 năm tới, chúng tôi tiến hành theo 2 bước. Bước một, chúng tôi đưa ra những giả định về tình hình diễn biến của tỷ giá trong 3 năm tới. Bước hai, chúng tôi dự báo nhu cầu ngoại tệ của PVS theo những hiểu biết tốt nhất của chúng tôi về doanh nghiệp. Bước này có tác dụng khoanh vùng toàn bộ những rủi ro liên quan đến các khoản vay bằng USD của công ty. Kết hợp hai bước trên, chúng tôi đi đến những ước tính về chi phí tỷ giá của doanh nghiệp.

Về diễn biến của tỷ giá, trước tình trạng thâm hụt thương mại của Việt Nam được các chuyên gia dự báo vẫn sẽ tiếp tục diễn ra trong các năm tới và kỳ vọng lạm phát của Việt Nam vẫn cao hơn Hoa Kỳ nhiều, do đó có cơ sở để chúng tôi giả định trong 2 năm 2009 và 2010, mỗi năm đồng Việt Nam sẽ mất giá khoảng 5% so với đồng USD trước khi giảm nhẹ về mức 3% vào năm 2011.

Nếu những diễn biến này là đúng và với sự khan hiếm tiền USD bán ra từ hệ thống ngân hàng, tỷ giá USD mà PVS có thể tiếp cận trên thị trường tự do sẽ ở mức 18,361 VND/USD năm 2009, 19,279 VND/USD năm 2010 và 19,857 VND/USD vào năm 2011. Tuy nhiên, tỷ giá hạch toán các khoản vay này theo công bố của ngân hàng nhà nước sẽ nằm trong khoảng 17,443 VND/USD, 18,315 VND/USD và

18,864 VND/USD.

Bảng 27– Giả định về tỷ giá

Đơn vị: „VND

Theo phương án cơ sở, chúng tôi giả định đồng VND sẽ mất giá khoảng 5% trong 2 năm 2009 và 2010 trước khi giảm nhẹ xuống 3% trong năm 2011.

Tỷ giá VND/USD		2009F	2010F	2011F
Phi chính thức	17,486	18,361	19,279	19,857
+/-		5.00%	5.00%	3.00%
Chính thức	16,977	17,443	18,315	18,864

Nguồn: TSC dự báo

Như đã phân tích trong phần dự báo các khoản vay, năm 2009, PVS cần vay thêm khoảng 800 tỷ VNĐ (khoảng 44 triệu USD) để tài trợ cho các dự án đầu tư của mình. Sang đến năm 2010 các khoản vay này sẽ tăng thêm 1350 tỷ (khoảng 74 triệu USD) và sang năm 2011 sẽ tăng thêm 300 tỷ nữa (khoảng 16.5 triệu USD). Cộng thêm các khoản vay bằng ngoại tệ hiện có của PVS là 1991,26 tỷ (khoảng 117,3 triệu USD) Như vậy, nhu cầu các khoản vay dài hạn bằng USD trong 3 năm tới sẽ biến động ổn định trong khoảng từ 161.3 triệu USD đến 251.8 triệu USD. Đối với các khoản vay ngắn hạn hiện tại công ty không sử dụng các khoản vay bằng ngoại tệ, do đó chúng tôi giả định Công ty vẫn tiếp tục chính sách này trong các năm tới.

Trong điều kiện PVS chỉ hoạt động trong nước do đó doanh thu của Công ty chỉ thu được là VNĐ nên, Công ty không thể có nguồn ngoại tệ nào khác chi trả cho khoản vốn đầu tư bằng USD của mình. Do đó, Công ty sẽ phải chịu toàn bộ chi phí do chênh lệch tỷ giá hối đoái đối với tất cả các khoản vay bằng ngoại tệ.

Bảng 28 – Giả định về chi phí chênh lệch tỷ giá

Đơn vị: VNĐ

Vay USD	2009	2010	2011	2012
Tổng (Triệu USD)	161.30	235.30	251.80	251.80
Chi phí (tỷ VNĐ)	148.07	226.83	250.04	250.04

Nguồn: TSC dự báo

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Với hệ thống các giả định được mô tả chi tiết các phần trên, chúng tôi đi đến bảng giả định kết quả sản xuất kinh doanh sau. Cần chú ý rằng từ năm 2009 trở đi Công ty không còn được hưởng ưu đãi thuế thu nhập doanh nghiệp của nhà nước nữa. Mức thuế thu nhập doanh nghiệp của Công ty sẽ là mức 25%.

Bảng 32 – Dự báo theo phương án cơ sở

Bảng 32 – Dự báo theo phương án cơ sở

Đơn vị: triệu VND

Chỉ tiêu	2009F	2010F	2011F	2012F
Tổng doanh thu hoạt động kinh doanh	9515956.0	11227142.0	12556893.4	14079985.5
Các khoản giảm trừ doanh thu	198.0	198.0	198.0	198.0
Doanh thu thuần	9515758.0	11226944.0	12556695.4	14079787.5
Giá vốn hàng bán	8568652.9	10229178.7	11408131.5	12727637.5
Khấu hao tài sản cố định	346527.0	528527.0	558527.0	562027.0
Chi phí nguyên vật liệu	8222125.9	9700651.7	10849604.5	12165610.5
Lợi nhuận gộp	947105.1	997765.2	1148563.9	1352150.1
Doanh thu hoạt động tài chính	169323.0	169323.0	169323.0	169323.0
Chi phí tài chính	192697.0	192697.0	192697.0	192697.0
Trong đó: Chi phí lãi vay	71644.0	72898.7	86290.8	91402.8
Lỗ do chênh lệch tỷ giá	148073.4	226829.2	250037.4	250037.4
Chi phí bán hàng	133223.4	157180.0	175796.5	197119.8
Chi phí quản lý doanh nghiệp	303993.9	303993.9	303993.9	303993.9
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	486513.8	513217.4	645399.5	827662.4
Thu nhập khác	6500.0	6500.0	6500.0	6500.0
Chi phí khác	5000.0	5000.0	5000.0	5000.0
Lợi nhuận khác	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	488013.8	514717.4	646899.5	829162.4
Chi phí thuế TNDN	122003.4	128679.3	161724.9	207290.6
LN Sau thuế	366010.3	386038.0	485174.6	621871.8

Nguồn: TSC dự báo

Theo phương án này chúng tôi cho rằng lợi nhuận sau thuế của PVS sẽ đạt khoảng 366 tỷ năm 2009 và sẽ đạt 621.8 tỷ năm 2012.

Định giá theo kịch bản cơ sở

Mô tả về mô hình định giá

Chúng tôi đã cân nhắc kết hợp định giá theo 3 phương pháp phổ biến hiện nay là chiết khấu dòng cổ tức, phương pháp so sánh P/E và phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do FCFF.

Chiết khấu dòng cổ tức (DDM) – Không phù hợp

Phương pháp chiết khấu dòng cổ tức tỏ ra không phù hợp khi định giá PVS bởi vì điều kiện quan trọng nhất khi áp dụng phương pháp này không được thỏa mãn, đó là chính sách cổ tức phải nhất quán, ổn định và thể hiện được khả năng sinh lời của doanh nghiệp. Tuy nhiên PVS đang trong một quá trình tăng trưởng mạnh mẽ về quy mô do đó lợi nhuận doanh nghiệp thường được giữ lại phần lớn nhằm tái đầu tư. Công ty thường chi trả cổ tức rất thấp và không ổn định. Điều này cho thấy chính sách cổ tức chưa nhất quán, không gắn liền với kết quả hoạt động kinh doanh, lợi nhuận của doanh nghiệp. Do vậy, chúng tôi quyết định không sử dụng phương pháp định giá này.

Chúng tôi không tìm được doanh nghiệp trong nước nào tương tự và có kết quả kinh doanh ổn định để so sánh P/E

Chúng tôi sử dụng Bloomberg như một công cụ để tìm ra các công ty hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ dầu khí để so sánh.

Các Công ty được lựa chọn là các Công ty cùng ngành nghề với PVS và thuộc thuộc các thị trường chứng khoán tương đồng với Việt Nam nên chỉ số PE trung bình áp dụng được.

Định giá so sánh P/E

Công ty trong nước – Không phù hợp

Đối với trường hợp của PVS, hiện tại ở Việt Nam không có một doanh nghiệp nào có đặc điểm tương đồng về quy mô cũng như lĩnh vực hoạt động. Như đã phân tích ở các phần trên PVS gần như độc quyền tại Việt Nam trong các lĩnh vực kinh doanh chủ chốt của nó. Trên thị trường chứng khoán Việt Nam hiện nay cũng có các Công ty hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí như PVE hay PVD song khi phân tích kỹ chúng tôi thấy các Công ty này hoạt động trong những lĩnh vực chuyên biệt khác hẳn so với PVS. Do đó nếu chúng tôi cố gượng ép lấy PVD và PVE làm thước đo so sánh thì kết quả định giá chắc chắn sẽ bị thiên lệch và không phản ánh đúng giá trị của PVS.

Công ty nước ngoài

Chúng tôi quyết định chọn những công ty cùng hoạt động trong lĩnh vực dịch vụ dầu khí tại các thị trường mới nổi của Châu Á để tính chỉ số P/E trung bình. Kết quả cho thấy, các công ty tương tự đang được giao dịch ở mức PE khá gần nhau. Do đó mức PE trung bình có thể dùng làm tham chiếu định giá PVS.

Bảng 30 – Chỉ số P/E các công ty cùng ngành tại Châu Á

Công ty	Quốc gia	P/E	P/E trung bình
SCRES	Malaixia	14.47	17.87
SINF	Indonexia	14.23	
AGL4	Indonexia	16.51	
KNPL	Indonexia	18.91	
EVEREST	Indonexia	12.61	
DOLIAN	China	11.98	
Shenzhen	China	33.94	
Zhejiang	China	20.3	

Nguồn: Bloomberg

Bảng 31– Định giá theo phương pháp so sánh Chỉ số P/E

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)	
Thu nhập ròng năm 2009E (triệu VND)	366010.35
Chỉ số P/E kì vọng	17.87
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2009E	6540147.36
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân (triệu cổ phiếu)	175.00
Giá	37372.27

Nguồn: TSC dự báo

Chiết khấu dòng tiền - DCF

Phương án chiết khấu dòng tiền có một ưu điểm mà phương án so sánh không có được đó là kết quả định giá chỉ phụ thuộc vào bản chất của doanh nghiệp. Tuy nhiên khi sử dụng phương pháp DCF, giá trị của cổ phiếu tìm được sẽ phụ thuộc rất nhiều vào các giả định của người định giá, do vậy chúng tôi sẽ tiến hành định giá theo 3 phương án bình thường, tốt nhất và xấu nhất.

Đối với phương án bình thường này, chúng tôi sử dụng các giả định được mô tả chi tiết ở trên nhằm tính toán dòng tiền tự do trong 2 giai đoạn, từ 2009 đến 2012 và giai đoạn sau từ năm 2013. Tốc độ tăng trưởng dòng tiền từ năm 2013 được chúng tôi

đư báo là 5%, chúng tôi tin rằng PVS sẽ đạt được do sau giai đoạn này PVS sẽ không còn phải do chi phí đầu tư vào tài sản cố định sẽ giảm.

Để tính chi phí vốn cổ phần, chúng tôi sử dụng những thông số chính như lãi suất trái phiếu chính phủ dài hạn 9.75%, lãi suất trái phiếu công ty dài hạn 11%, mức bù rủi ro 5%, beta của công ty 1.06, thuế suất TNDN 25%. Với những thông số này, chi phí vốn cổ phần được ước tính là 14.85%, chi phí vốn bình quân WACC là 12,72%.

Bảng 32– Cơ cấu vốn

Cơ cấu vốn của PVS	Tỉ trọng	Chi phí vốn thành phần	
Nợ	36.00%		
Vay VND	3.96%	0.04875	0.0019305
Vay USD	32.04%	0.0789	0.02527956
Vốn chủ sở hữu	64.00%	0.156	0.09984
WACC			12.7%

Nguồn: TSC tính toán

Kết quả định giá

Bảng 33: Kết quả định giá theo phương án cơ sở

Định giá theo phương pháp chiết khấu FCFF	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	12.70%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	5%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2012E	1,956,751.35
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2012E	7,974,221.13
Giá trị Công ty	9,930,972.48
Vay nợ cuối năm 2008	2,219,726.00
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	7,711,246.48
Khối lượng CP đang lưu hành bình quân	175.00
Giá	44,064.27

Nguồn: TSC tính toán

Giá bình quân của kịch bản cơ sở: 42.056 đ/cp

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E. Theo cách tính này, giá bình quân cho kịch bản cơ sở là $0.7 \times 44.064 + 0.3 \times 37.372 = 42.056 \text{ đ/Cp}$.

Kịch bản 2 - Bức tranh màu hồng cho kịch bản tốt nhất

Trong phần này, chúng tôi lập ra khả năng tốt nhất mà PVS có thể có trong 4 năm tới. Những giả định này được cân nhắc dựa trên những cơ sở thực tế của doanh nghiệp và khả năng phục hồi của nền kinh tế và giá dầu. Đây là một kịch bản đầy lạc quan và với quan điểm thận trọng của mình, chúng tôi cho rằng xác suất xảy ra phương án này là không nhiều, chỉ vào khoảng 15%.

Các giả định của kịch bản 2

Kịch bản tốt đẹp đối với PVS sẽ xảy ra khi nền kinh tế thế giới phục hồi vào cuối năm 2009 và tăng trưởng mạnh trở lại vào giữa năm 2010. Khi đó nhu cầu dầu mỏ sẽ tăng và giá dầu sẽ tăng cao. Các công ty ở Việt Nam sẽ đẩy mạnh hoạt động thăm dò khai thác dầu khí và do đó PTSC sẽ được hưởng lợi nhờ cung cấp dịch vụ kỹ thuật phục vụ

các công tác này. Nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng mạnh mẽ trở lại. Chính phủ sẽ giải quyết được tình trạng thâm hụt ngân sách do nguồn thu ngân sách từ thuế và xuất khẩu dầu thô tăng. Khi điều này xảy ra, đầu tư Công nói chung và đầu tư trong lĩnh vực dầu khí của các công ty thuộc sở hữu nhà nước sẽ tăng mạnh trở lại tạo điều kiện cho PVS có thêm doanh thu. Xác suất xảy ra dự kiến là 15%.

Giả định về doanh thu

Trong hoàn cảnh đó dịch vụ cung cấp tàu chuyên dụng của PVS sẽ đặc biệt của Công ty trong ngành song chưa thể tăng trưởng mạnh như trong năm 2008 do giá dầu thô đã ở mức thấp hơn nhiều. Tốc độ tăng doanh thu của lĩnh vực này sẽ giảm chỉ còn 6,46% vào năm 2009 và ở mức 4,86% vào năm sau. Mức tăng này chủ yếu dựa vào các hợp đồng với nhà máy lọc dầu Dung Quất. Tốc độ dự kiến tốc độ tăng doanh thu của lĩnh vực sẽ sớm đạt mức cao trở lại vào năm 2012 khi Công ty đã tiến ra được thị trường nước ngoài. Dịch vụ kinh doanh nhiên liệu PVS không có nhiều lợi thế so với các doanh nghiệp khác hơn nữa lại không phải là lĩnh vực mũi nhọn của Công ty tuy nhiên đây là lĩnh vực có tính ổn định cao do đó có khả năng sẽ giữ mức tăng trưởng ổn định như hiện nay đạt 5 đến 10%/năm. Dịch vụ các dự án chắc chắn sẽ chỉ tăng nhẹ so với trong năm 2008 tuy nhiên sẽ tăng trưởng trở lại ở mức 10% vào năm tiếp theo sau đó sẽ tăng mạnh khi hoạt động đầu tư các dự án dầu khí nhộn nhịp trở lại. Dịch vụ cơ khí chế tạo đang dần trở thành thế mạnh của Công ty song nhu cầu thăm dò khai thác dầu khí giảm sẽ khiến nó chỉ đạt được mức tăng trưởng doanh thu như năm 2008 trong 4 năm tiếp theo. Các dịch vụ khác của PVS chắc chắn sẽ tăng mạnh vẫn ổn định do vị thế đặc biệt của Công ty trong ngành và khi Công ty đưa kho nổi FSO5 vào khai thác. Dự kiến doanh thu lĩnh vực này sẽ tăng nhẹ mạnh trong năm 2009 ở mức 10%. Nhưng sẽ tăng rất mạnh vào năm 2010 khi kho nổi FSO5 đi vào hoạt động. Đến các năm sau mức tăng trưởng sẽ giảm xuống mức 6% năm. Xác suất xảy ra dự kiến là 15%.

Bảng 34: Giả định doanh thu phương án 2

Lĩnh vực	2008	2009	2010	2011	2012	Tốc độ gia tăng so với năm trước			
						2009	2010	2011	2012
Dịch vụ tàu chuyên dụng	3868.28	4118.28	4318.28	4750.10	5225.12	6.46%	4.86%	10.00%	10.00%
Dịch vụ kinh doanh nhiên liệu	927.91	974.31	1071.74	1178.91	1296.80	5.00%	10.00%	10.00%	10.00%
Dịch vụ các dự án	67.64	67.64	81.17	105.52	147.73	0.00%	20.00%	30.00%	40.00%
Dịch vụ cơ khí chế tạo	2315.37	2778.45	3334.13	4000.96	4801.15	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
Dịch vụ khác	1493.33	1642.66	2542.66	2695.22	2856.94	10.00%	54.79%	6.00%	6.00%
Tổng	8672.53	9581.34	11347.98	12730.72	14327.74	10.48%	18.44%	12.18%	12.54%

Đơn vị : tỷ VNĐ

Nguồn TSC dự đoán

Giả định về giá vốn hàng bán

Khấu hao tài sản cố định dự kiến sẽ không có gì thay đổi so với phương án cơ sở. Chi phí nguyên liệu đầu vào được dự đoán theo tỷ lệ doanh thu vẫn là 86,5%.

Giả định tài sản & chi phí khấu hao

Tài sản cố định và chi phí khấu hao được giả định như phương án cơ sở.

Giả định về chi phí QLDN

Chúng tôi giả định rằng PVS sẽ quản lý chi phí gián tiếp tốt hơn trong các năm tới và mức chi phí quản lý doanh nghiệp sẽ không tăng trong 4 năm tiếp theo và giữ ở mức như năm 2008.

Giả định về chi phí bán hàng

Chúng tôi giữ nguyên giả định về tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu như trong phương án cơ sở

Giả định về các khoản vay & chi phí lãi vay

Chúng tôi giữ nguyên giả định như phương án cơ sở.

Giả định về chênh lệch tỷ giá hối đoái

Chúng tôi giữ nguyên giả định về chênh lệch tỷ giá và lỗ do chênh lệch tỷ giá như kịch bản cơ sở.

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Bảng 35 – Giả định về lợi nhuận sau thuế

Đơn vị :tỷ VND

Chỉ tiêu	2009F	2010F	2011F	2012F
Tổng doanh thu hoạt động kinh doanh	9581335.5	11347983.7	12730723.1	14327739.1
Các khoản giảm trừ doanh thu	198.0	198.0	198.0	198.0
Doanh thu thuần	9581137.5	11347785.7	12730525.1	14327541.1
Giá vốn hàng bán	8634382.2	10344532.9	11570602.5	12955521.3
Khấu hao tài sản cố định	346527.0	528527.0	558527.0	562027.0
Chi phí nguyên vật liệu	8287855.2	9816005.9	11012075.5	12393494.3
Lợi nhuận gộp	946755.3	1003252.8	1159922.6	1372019.8
Doanh thu hoạt động tài chính	169323.0	169323.0	169323.0	169323.0
Chi phí tài chính	192697.0	192697.0	192697.0	192697.0
Trong đó: Chi phí lãi vay	71644.0	72898.7	86290.8	91402.8
Lỗ do chênh lệch tỷ giá	148073.4	226829.2	250037.4	250037.4
Chi phí bán hàng	134138.7	158871.8	178230.1	200588.3
Chi phí quản lý doanh nghiệp	289518.0	289518.0	289518.0	289518.0
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	499724.6	531489.0	668800.5	858539.4
Thu nhập khác	6500.0	6500.0	6500.0	6500.0
Chi phí khác	5000.0	5000.0	5000.0	5000.0
Lợi nhuận khác	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	501224.6	532989.0	670300.5	860039.4
Chi phí thuế TNDN	125306.1	133247.3	167575.1	215009.9
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	375918.4	399741.8	502725.4	645029.6

Nguồn TSC dự đoán

Định giá theo kịch bản tốt nhất

Mô tả về mô hình

Tương tự như phương án tốt nhất, chúng tôi định giá PVS theo phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do dành cho doanh nghiệp và phương pháp so sánh P/E. Kết quả cụ thể được trình bày bên dưới đây.

Kết quả định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng 36: Kết quả định giá theo phương án 2

Đơn vị: triệu VNĐ

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	12.70%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	5%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2012E	2,179,573.41
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2012E	8,168,267.91
Giá trị Công ty	10,347,841.31
Vay nợ cuối năm 2008	2,219,726.00
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	8,128,115.31
Khối lượng CP đang lưu hành bình quân	175.00
Giá	46,446.37

Nguồn TSC tính toán

Kết quả định giá theo PE so sánh

Tưong t ự nh ư tr ên Ch ứ ng t ôi l ấ y ch ỉ số P/E đ ề so sánh là mức 17.87, mức trung bình của các công ty cùng ngành trong khu vực.

Bảng 37: Kết quả định giá theo PE so sánh của phương án 2

Đơn vị: triệu VNĐ

Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)	
Thu nhập ròng năm 2009E (triệu VNĐ)	375,918.45
Chỉ số P/E kì vọng	17.87
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2009E	6,717,662.69
Hiện giá vốn cổ đông	6,717,662.69
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân	175.00
Giá	38,386.64

Nguồn TSC tính toán

Giá bình quân của kịch bản tốt nhất: 44.028 đ/cp

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E. Theo cách tính này, giá bình quân cho kịch bản tốt nhất là $0.7 \times 46.446 + 0.3 \times 38.386 = 44.028 \text{ đ/Cp}$

Kịch bản 3- Bức tranh màu xám

Trong phần này, chúng tôi đưa ra những kịch bản bi quan nhất về các yếu tố có thể ảnh hưởng tới PVS trong 4 năm tới. Những giả định này tuy nhiên được dựa trên những thực tế khó khăn của nền kinh tế Việt Nam và thế giới, tuy nhiên xác suất xảy ra kịch bản này rất thấp, khoảng 25%.

Các giả định của kịch bản 3

Kịch bản rất xấu đối với PVS sẽ xảy ra khi nền kinh tế thế giới phục hồi chậm và đi ngang trong thời gian dài. Khi đó nhu cầu dầu mỏ sẽ giảm đáng kể và giá dầu sẽ giảm theo. Các công ty ở Việt Nam sẽ ngưng các hoạt động thăm dò khai thác dầu khí và do đó PVS sẽ không được hưởng lợi nhờ cung cấp dịch vụ kĩ thuật phục vụ các công tác này. Nền kinh tế Việt Nam sẽ tăng trưởng chậm chạp và Chính phủ sẽ không giải quyết được tình trạng thâm hụt ngân sách do nguồn thu ngân sách từ thuế và xuất khẩu dầu thô giảm. Khi điều này xảy ra, đầu tư Công nói chung và đầu tư trong lĩnh vực dầu khí của các công ty thuộc sở hữu nhà nước sẽ giảm mạnh trở lại

hiện PVS khó tăng được doanh thu.

Giả định về doanh thu

Trong hoàn cảnh đó dịch vụ cung cấp tàu chuyên dụng của PVS mặc dù sẽ tiếp tục đem lại doanh thu ổn định cho Công ty do vị thế đặc biệt của Công ty trong ngành song chưa thể tăng trưởng mạnh như trong năm 2008 do giá dầu thô đã ở mức thấp hơn nhiều. Tốc độ tăng doanh thu của lĩnh vực này sẽ giảm chỉ còn 2,57% vào năm 2009 và ở mức 2,52% vào năm sau. Mức tăng này chủ yếu dựa vào các hợp đồng với nhà máy lọc dầu Dung Quất. Tác giả dự kiến tốc độ tăng doanh của lĩnh vực sẽ sớm đạt mức cao trở lại vào năm 2012 khi Công ty đã tiến ra được thị trường nước ngoài song không thể bằng mức trước đây. Dịch vụ kinh doanh nhiên liệu PVS không có nhiều lợi thế so với các doanh nghiệp khác hơn nữa lại không phải là lĩnh vực mũi nhọn của Công ty tuy nhiên đây là lĩnh vực có tính ổn định cao do đó có khả năng sẽ giữ mức tăng trưởng ổn định như hiện nay đạt 5 %/năm. Dịch vụ các dự án chắc chắn sẽ tiếp tục suy giảm với tốc độ nhanh như hiện nay tức là mức 50% /năm. Dịch vụ cơ khí chế tạo đang dần trở thành thế mạnh của Công ty song nhu cầu thăm dò khai thác dầu khí giảm trầm trọng sẽ khiến nó chỉ đạt được mức tăng trưởng doanh thu bằng nửa năm 2008 trong 2 năm tiếp theo và sẽ hồi phục vào năm 2011. Các dịch vụ khác của PVS chắc chắn sẽ vẫn ổn định do vị thế đặc biệt của Công ty trong ngành và khi Công ty đưa kho nổi FSO 5 vào khai thác. Dự kiến doanh thu lĩnh vực này sẽ tăng 5% trong hai năm tiếp theo.

Bảng 38: Giả định doanh thu phương án 3

Chỉ tiêu	2008	2009	2010	2011	2012	Tốc độ gia tăng so với năm trước			
						2009	2010	2011	2012
Dịch vụ tàu chuyên dụng	3868.28	3967.7	4067.7	4117.7	4217.7	2.57%	2.52%	1.23%	2.43%
Dịch vụ kinh doanh nhiên liệu	927.91	927.9	974.3	1023.0	1074.2	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%
Dịch vụ các dự án	67.64	33.8	16.9	8.5	4.2	-50.00%	-50.00%	-50.00%	-50.00%
Dịch vụ cơ khí chế tạo	2315.37	2547.0	2801.7	3362.0	3698.2	10.00%	10.00%	20.00%	10.00%
Dịch vụ khác	1493.33	1568.0	1646.4	2546.4	2673.7	5.00%	5.00%	54.66%	5.00%
Tổng	8672.53	9044.5	9507.0	11057.6	11668.1	4.29%	5.11%	16.31%	5.52%

Đơn vị: Tỷ VNĐ

Nguồn TSC giả định

Giả định về giá vốn hàng bán

Theo kịch bản này giá vốn bán hàng vẫn giữ nguyên cơ cấu như phương án cơ sở.

Giả định tài sản & chi phí khấu hao

Các giả định của phần này tương tự như phương án cơ sở.

Giả định về chi phí QLDN

Chúng tôi giả định rằng PVS vẫn tiếp tục mở rộng các chi nhánh tại các nước bạn nhằm thâm nhập thị trường nước ngoài song không có các bước quản lý chi phí phù hợp. Chi phí quản lý doanh nghiệp theo kịch bản này sẽ tiếp tục tăng lên và với tốc độ 10% / năm.

Giả định về chi phí bán hàng

Chi phí này không thay đổi theo kịch bản cơ sở

Giả định về chênh lệch từ tỷ giá hối đoái

Chi phí này không thay đổi so với kịch bản cơ sở

Giả định về lợi nhuận sau thuế

Bảng 39 – Dự báo theo phương án xấu

Đơn vị: Tỷ VNĐ

Chi tiêu	2009F	2010F	2011F	2012F
Tổng doanh thu hoạt động kinh doanh	9044461.8	9507045.4	11057642.8	11668088.5
Các khoản giảm trừ doanh thu	198.0	198.0	198.0	198.0
Doanh thu thuần	9044263.8	9506847.4	11057444.8	11667890.5
Giá vốn hàng bán	8169986.4	8752121.3	10123388.0	10654923.6
Khấu hao tài sản cố định	346527.0	528527.0	558527.0	562027.0
Chi phí nguyên vật liệu	7823459.4	8223594.3	9564861.0	10092896.6
Lợi nhuận gộp	874277.3	754726.1	934056.8	1012966.9
Doanh thu hoạt động tài chính	169323.0	169323.0	169323.0	169323.0
Chi phí tài chính	192697.0	192697.0	192697.0	192697.0
Trong đó: Chi phí lãi vay	71644.0	72898.7	86290.8	91402.8
Lỗ do chênh lệch tỷ giá	148073.4	226829.2	250037.4	250037.4
Chi phí bán hàng	135565.1	149121.6	164033.8	180437.1
Chi phí quản lý doanh nghiệp	318469.8	350316.8	385348.5	423883.3
Lợi nhuận thuần từ hoạt động kinh doanh	396868.4	231913.7	361300.5	385272.5
Thu nhập khác	6500.0	6500.0	6500.0	6500.0
Chi phí khác	5000.0	5000.0	5000.0	5000.0
Lợi nhuận khác	1500.0	1500.0	1500.0	1500.0
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	398368.4	233413.7	362800.5	386772.5
Chi phí thuế TNDN	99592.1	58353.4	90700.1	96693.1
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	298776.3	175060.3	272100.4	290079.4

Nguồn TSC giả định

Định giá theo kịch bản xấu nhất

Mô tả về mô hình

Tương tự như các phương án trước, chúng tôi kết hợp định giá theo 2 phương pháp là DCF và so sánh PE.

Kết quả định giá theo DCF

Bảng 40: Kết quả định giá theo DCF của phương án 3

Đơn vị: Tỷ VNĐ	
Chi phí sử dụng vốn - WACC	12.70%
Tốc độ tăng trưởng dòng tiền sau 2011E	5%
Hiện giá dòng tiền 2009E - 2012E	1,989,004.17
Hiện giá các khoản thu nhập sau năm 2012E	7,538,939.87
Giá trị Công ty	9,527,944.04
Vay nợ cuối năm 2008	2,219,726.00
Giá trị nguồn vốn chủ sở hữu	7,308,218.04
Khối lượng CP đang lưu hành bình quân	175.00
Giá (VN Đ)	41,761.25

Nguồn TSC giả định

Định giá theo phương pháp so sánh PE

Bảng 41: Kết quả định giá theo PE của phương án 3

Đơn vị: triệu VNĐ	
Sử dụng chỉ số P/E (Price/EPS)	
Thu nhập ròng năm 2009E (triệu VNĐ)	298,776.33
Chỉ số P/E kì vọng	17.78
Giá trị thị trường vốn cổ đông năm 2012E	5,312,243.15
Số lượng cổ phiếu lưu hành bình quân	175.00
Giá (VN Đ)	30,355.68

Nguồn TSC giả định

Giá bình quân của kịch bản xấu nhất: 38.339 đ/cp

Chúng tôi tin rằng, giá trị nội tại của doanh nghiệp theo phương pháp DCF nên có tỷ trọng lớn hơn phương pháp định giá so sánh P/E vốn phụ thuộc vào thị trường nhiều hơn. Vì vậy, chúng tôi áp dụng tỷ trọng 70% cho kết quả giá theo DCF và 30% cho kết quả giá theo P/E. Theo cách tính này, giá bình quân cho kịch bản xấu nhất là 0.7 x 41.761 + 0.3* 30.355= **38.339 đ/Cp.**

KẾT QUẢ ĐỊNH GIÁ CUỐI CÙNG

Sau khi tính giá bình quân theo từng kịch bản, chúng tôi đi đến mức giá cuối cùng cho cổ phiếu PVS bằng cách tính tỷ trọng giá mỗi kịch bản là xác suất xảy ra kịch bản có mức giá tương ứng.

Theo cách tính này, chúng tôi xác định được giá mục tiêu 12 tháng cho PVS như sau:

Giá mục tiêu = 25% *Giá kịch bản xấu nhất + 65% *Giá kịch bản cơ sở + 15% *Giá kịch bản tốt nhất

Giá mục tiêu = 0.25*38.399 + 0.65*42.056+ 0.15*44.028= **43.540đ/Cp.**

Kết quả định giá này được tính toán một cách thận trọng dựa trên những hiểu biết tốt nhất mà chúng tôi hiện có tại thời điểm hiện tại. Trong thời gian tới, nếu xuất hiện thêm những thông tin có thể ảnh hưởng tới giá trị cổ phiếu PVS, chúng tôi sẽ trở lại với các báo cáo Update mới nhất.



Khuyến cáo: Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của Phòng Phân Tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Những lập luận thể hiện quan điểm trong báo cáo này cũng có thể thay đổi bất cứ lúc nào mà không cần phải báo trước. Các tác giả đã dựa vào những thông tin từ những nguồn được coi là đáng tin cậy, dù vậy họ cũng không kiểm chứng một cách độc lập các nguồn tin này. Những khuyến nghị trong báo cáo này được hiểu là dành cho những nhà đầu tư quan tâm tới dịch vụ hỗ trợ đầu tư tại Công ty Chứng khoán Thăng Long. Báo cáo này cũng không nên được coi là cơ sở để đưa ra những khuyến nghị mua, bán hoặc đăng ký đầu tư nào. Báo cáo này cũng không nên được phân phát thêm toàn bộ hoặc từng phần dù với mục đích nào. Không có bất cứ những cân nhắc nào được đưa ra liên quan tới mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hay nhu cầu cụ thể nào đó của người nhận.

© Bản quyền. Công ty Chứng khoán Thăng Long 2009, TẤT CẢ QUYỀN ĐƯỢC ĐAM BẢO. Từng phần hoặc toàn bộ báo cáo này không được chế biến lại, lưu giữ hoặc phân phát bằng bất cứ hình thức hay phương tiện gì mà không được phép của Công ty Chứng khoán Thăng Long.

Mức Khuyến Nghị

Mua Mạnh (5 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Mua (4 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 10% - 25% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Giữ (3 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ 0% - 10% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán (2 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể dao động trong khoảng từ (-15%) - 0% so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Bán Mạnh (1 sao): Chúng tôi tin rằng tổng thu nhập mang lại từ việc nắm giữ cổ phiếu trong thời hạn khuyến nghị đầu tư có thể lớn hơn (-15%) so với mức giá tại thời điểm phát hành báo cáo. Ngày phát hành báo cáo được hiểu là ngày trên trang nhất của báo cáo này.

Tác giả

Hoàng Công Tuấn

Email: Tuanhc@thanglongsc.com.vn

Tel: (844) 3726 2600 x 3118

Sân Phầm

Báo cáo này được viết và phân phối bởi Phòng Phân tích, Khối Phân Tích và Tư Vấn Đầu Tư, Công ty Chứng khoán Thăng Long. Chúng tôi hiện đang cung cấp các sản phẩm sau đây:

Thang Long Express

Thang Long Intel

- | | |
|--------------------|------------------------|
| • Technical View | • Economic Insight |
| • Overnight Update | • Portfolio Strategies |
| • Company Reports | • Economic Outlook |
| • Industry Reports | |

Trụ sở chính: Tầng 2, Tòa nhà Toserco, 273 Kim Mã, Ba Đình, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3726 2600 Fax: +84 (4) 3726 2601.

Chi nhánh: Tầng 2, Toà nhà PetroVietNam, 1-5 Lê Duẩn, Q1, HCM
Điện thoại: +84 (8) 3910 6411 Fax: +84 (8) 3910 6153.

Phòng GD:

- 14C Lý Nam Đế, Hoàn Kiếm, Hà nội
Điện thoại: +84 (4) 3733 7671 Fax: +84 (4) 3733 7670.
- 2 Tôn Đức Thắng, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Điện thoại: +84 (8) 3910 2215 Fax: +84 (8) 3910 2216.
- 126 Hoàng Quốc Việt, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Điện thoại: +84 (4) 3755 7668 Fax: +84 (4) 3755 7589

Giám đốc Khối Phân tích và Tư vấn Đầu Tư: TS. Nguyễn Trọng Nghĩa

Hà nội Office: Đỗ Hiệp Hòa, Nguyễn Trà Lân, Lê Việt Dũng, Chu Thế Huynh, Tô Đức Hải, Tống Duy Sơn

Hồ Chí Minh Office: Hồ Ngọc Bạch, Lê Hoàng Tân, Nguyễn Thị Thúy Hằng, Trần Đình Khánh, Phạm Đặng Mạnh Hồng Lân, Nguyễn Nguyễn Có, Nguyễn Hoài An.