

PPS - CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Điện lực Dầu khí Việt Nam



TỔNG QUAN

- Ngành nghề kinh doanh tiềm năng:** Ngành điện là ngành đang phát triển mạnh với tốc độ tăng trưởng hàng năm tới 16-17%. Công ty mẹ của PVPS là Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PVPower) đã, đang và sẽ tiếp tục tiến hành nhiều dự án nguồn và lưới điện, hướng tới cung cấp 25-30% sản lượng điện trong cả nước đến năm 2015. Các dự án PVN đang triển khai với 10 dự án có tổng công suất 10.862 MW với tổng vốn đầu tư 10,826 tỉ USD chính là nguồn khách hàng tiềm năng lớn nhất giúp PVPS tăng tốc và phát triển.
- Lợi thế thương hiệu cũng như tiềm lực vững mạnh của PVN, PV Power:** Với vai trò là công ty duy nhất trong PVN cung cấp các dịch vụ về sửa chữa, bảo dưỡng và dịch vụ kỹ thuật cho các nhà máy điện thì PVPS có lợi thế khá lớn về nguồn khách hàng từ các nhà máy điện do PVN làm chủ đầu tư thông qua PV Power cũng như các điều kiện thuận lợi khác cho phát triển trong tương lai dài hạn.
- Tình hình tài chính lành mạnh:** Mặc dù mới thành lập và đang trong giai đoạn kiện toàn nhưng PVPS đã có những kết quả kinh doanh tốt trong hai năm vừa qua. Hầu hết các chỉ số tài chính của Công ty đều ở mức khá lành mạnh. Vốn chủ sở hữu tương đối lớn và hoạt động kinh doanh chính không sử dụng quá nhiều vốn chủ sở hữu giúp PVPS luôn có nguồn vốn ổn định và dự phòng lớn cho hoạt động kinh doanh chính.
- Cổ phiếu của Công ty được định giá ở mức khoảng 15,300 đồng.** Kết quả này được chúng tôi ước tính dựa trên bình quân gia quyền các mức giá kỳ vọng tới từ phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, FCFE. Mức giá này tương đương với PE kỳ vọng khoảng 9,75 vào cuối 2010.

| | |
|--------------------|--------|
| Giá kỳ vọng: | 15,300 |
| Giá thị trường: | n/a |
| Cao nhất 52 tuần: | n/a |
| Thấp nhất 52 tuần: | n/a |

THÔNG TIN CỔ PHẦN

| | |
|------------------------------|------------|
| Sàn giao dịch: | HNX |
| Mệnh giá: | 10.000 |
| Số lượng CP: | 15.000.000 |
| Giá trị thị trường (tỷ VND): | n/a |
| EPS 2009 (VND) | 1.180 |

THÔNG TIN SỞ HỮU

| | |
|----------------------------|-------|
| PV Power | 51% |
| YTL Power Services Sdn.Bhd | 18% |
| CFTD | 2,2% |
| Khác | 28,8% |

MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH

| Chỉ tiêu | 2008 | 2009 | 9T/2010 | 2010E | 2011F | 2012F |
|----------------------------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 235.4 | 634.9 | 352.2 | 421.2 | 561.0 | 784.2 |
| Vốn cổ phần (tỷ đồng) | 113.2 | 113.8 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| Doanh thu thuần (tỷ đồng) | 124.1 | 1,123.5 | 461.4 | 804.2 | 1,156.0 | 2,022.9 |
| Lợi nhuận gộp (tỷ đồng) | 3.8 | 24.3 | 13.0 | 25.7 | 34.7 | 64.7 |
| LNST (tỷ đồng) | 1.0 | 13.4 | 6.8 | 20.7 | 28.5 | 35.8 |
| EPS (đồng/CP) | 92 | 1,180 | 453 | 1,569 | 1,897 | 2,384 |
| ROA | 0.4% | 2.1% | 1.9% | 3.7% | 3.6% | 4.1% |
| ROE | 0.9% | 10.5% | 4.2% | 12.7% | 17.3% | 21.6% |

Nguồn: PVPS, PSI dự báo

TÓM TẮT THÔNG TIN DOANH NGHIỆP

Công ty Cổ phần Dịch vụ Kỹ thuật Điện lực Dầu khí Việt Nam (PVPS) được thành lập ngày 27/11/2007 với số vốn điều lệ là: 150.000.000.000 đồng.

Đến nay, PVPS đã thành lập và đưa vào hoạt động ổn định 3 chi nhánh tại phía Nam, đảm bảo dịch vụ sửa chữa, bảo trì bảo dưỡng tại nhà máy điện Nhơn Trạch 1 và nhà máy điện Cà Mau 1 & 2.

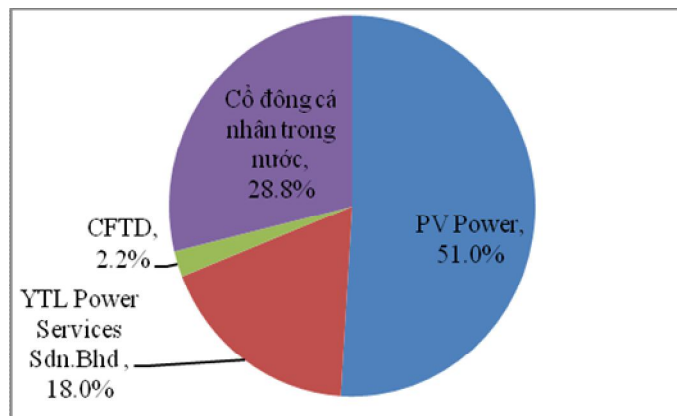
Công ty Cổ phần Dịch vụ kỹ thuật Điện lực Dầu khí Việt Nam hoạt động trên lĩnh vực chính là: cung cấp dịch vụ sửa chữa bảo trì, bảo dưỡng và dịch vụ kỹ thuật cho các nhà máy điện.

Bên cạnh đó, Công ty đã mở rộng sản xuất hoạt động kinh doanh trên cơ sở thế mạnh ngành nghề truyền thống chính, tận dụng năng lực kỹ thuật sẵn có của đội ngũ cán bộ - kỹ sư, trang thiết bị máy móc dụng cụ chuyên dùng thực hiện dịch vụ khác... đa dạng hóa ngành nghề, nâng cao hiệu quả sản xuất kinh doanh. Bao gồm các hoạt động: Tư vấn, xây dựng và quản lý các nhà máy điện, cung cấp nhân sự cho việc bảo dưỡng, bảo trì, vận hành nhà máy điện. Ngoài ra thực hiện đào tạo chuyên sâu, nghiên cứu áp dụng có hiệu quả các công nghệ mới cho nhà máy điện, kinh doanh vật tư thiết bị điện, điện tử viễn thông...

Hiện nay PVPS có hai cổ đông lớn nhất là Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (nắm giữ 51% vốn điều lệ) và Công ty YTL Power Services Sdn.Bhd – Malaysia (nắm giữ 18% vốn điều lệ). Cả hai cổ đông lớn đều có tiềm lực mạnh về tài chính, kỹ thuật, công nghệ cũng như nguồn khách hàng đầu vào hỗ trợ quan trọng cho hoạt động của PVPS hiện tại cũng như tương lai.

Biểu 1: Cơ cấu cổ đông của PVPS

(tại 30/09/2010)



Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

LÝ DO ĐẦU TƯ

Hiện tại sản xuất điện trong nước vẫn chưa đủ để đáp ứng nhu cầu điện phục vụ sản xuất và sinh hoạt. Theo ước tính, nhu cầu điện trong nước sẽ tiếp tục tăng trưởng với tốc độ gấp 2 tới 3 lần tốc độ tăng trưởng GDP trong thập kỷ tới. Với quy mô và tiềm năng phát triển của ngành điện và tốc độ tăng trưởng các công ty trong ngành đặc biệt các công ty sản xuất điện thuộc PVN và PV Power, nhu cầu về dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng các hệ thống điện trong cũng như ngoài PV Power là rất lớn. Riêng trong ngành Dầu khí sẽ có 10 dự án được đưa vào vận hành từ nay đến 2015. Đây là các khách hàng bổ sung tiềm năng nhất của PVPS trong tương lai giúp đơn vị đẩy mạnh doanh thu và lợi nhuận.

Là doanh nghiệp thuộc tập đoàn dầu khí, công ty con của PV-Power, lợi thế về tiềm lực tài chính, thương hiệu và nguồn cung cấp các hợp đồng dịch vụ trong ngành là một thế mạnh lớn của PVPS, đặc biệt trong giai đoạn đầu phát triển, tạo đà để Công ty vươn mạnh hoạt động ra bên ngoài.

Bản thân PVPS cũng đang dần xác lập thương hiệu riêng trong lĩnh vực kinh doanh nhờ kinh nghiệm đang đúc kết, cộng với sự hợp tác với các đối tác nước ngoài, cũng như các chương trình nghiên cứu, đào tạo mà Công ty đang cung cấp.

Mặc dù mới thành lập, PVPS đã được PV Power tin tưởng giao những hợp đồng dịch vụ với quy mô lớn và đặc biệt quan trọng như Công tác bảo trì, bảo dưỡng dài hạn Nhà máy điện Cà Mau 1&2. Hợp đồng dịch vụ với Cà Mau 1 do PV Power Services làm tổng thầu thực hiện với giá trị hợp đồng 320.892.435 EURO và 620.636.921.240 VNĐ, thời gian thực hiện Hợp đồng: 12,25 năm (tương đương 100.000 giờ vận hành); hợp đồng dịch vụ với Nhà máy điện Nhơn Trạch 1 do PVPS làm tổng thầu thực hiện với giá trị hợp đồng: 126,615,071.07 EURO và 558.874.712.609 VNĐ, thời gian thực hiện hợp đồng: 12 năm (tương đương 108.000 giờ vận hành). Có thể nói doanh thu của PVPS đã được đảm bảo ở mức ít nhất 1 năm đạt 800 tỉ đồng và sẽ còn gia tăng trong tương lai khi PVPS nhận được thêm các dự án từ các nhà máy điện IPP và EVN cũng như khi các dự án điện mới của PVN đi vào hoạt động trong tương lai gần như Nhơn Trạch 2 vào năm 2011, Long Phú 1 năm 2015, Vũng Áng 1 vào năm 2013, Thái Bình 2 vào năm 2014, Quảng Trạch 1 vào năm 2014, Sông Hậu 1 năm 2015, ...

Ngoài ra, theo chiến lược phát triển, Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam, Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam đồng ý về nguyên tắc PV Power Services sẽ làm tổng thầu: Công tác bảo trì sửa chữa nhà máy điện chu trình hỗn hợp Nhơn Trạch 2 và tham gia một phần công tác vận hành Nhà máy khi Nhà máy bắt đầu đốt lửa lần đầu tiên vào tháng 12 năm 2010;

RỦI RO ĐẦU TƯ

PVPS đang kinh doanh trong một lĩnh vực có áp lực cạnh tranh tương đối cao. Hiện trên

thị trường các công ty OEM và nhà cung cấp vật tư nước ngoài chiếm lĩnh thị trường do thiết bị, máy móc nhà máy điện đều nhập khẩu từ nước ngoài nên áp lực cạnh tranh lớn từ các công ty nước ngoài chuyên thực hiện bảo trì, bảo dưỡng, sửa chữa lớn nhà máy mà đặc biệt là từ các nhà cung cấp thiết bị đồng bộ cho các nhà máy điện. Ngoài ra còn có sự cạnh tranh của một số đơn vị trong nước tạo áp lực cạnh tranh cho PVPS. Do vậy mặc dù có lợi thế được nhận trực tiếp một số hợp đồng từ công ty mẹ là PV Power, PVPS sẽ đối mặt với sự cạnh tranh lớn hơn một khi lợi thế này không còn nữa.

Do đặc thù về kinh doanh cung cấp dịch vụ sửa chữa bảo trì các nhà máy điện, đòi hỏi thiết bị sửa chữa, bảo dưỡng phải đồng bộ với nhà sản xuất. Vì vậy công tác sửa chữa, bảo trì của Công ty phụ thuộc rất lớn vào những nhà sản xuất các thiết bị cho nhà máy điện. Mặc dù Công ty có thể chủ động ký hợp đồng trước với nhà sản xuất nhưng không tránh khỏi sự biến động giá cả, công nghệ của nhà sản xuất. Hiện nay hầu hết các hạng mục bảo trì, bảo dưỡng, sửa chữa nhà máy PVPS đều phải thuê các nhà thầu bên ngoài (nhà thầu OEM) thực hiện công việc. PVPS chủ yếu cung cấp nhân sự để thực hiện 1 phần nhỏ của tổng giá trị công việc. Điều này tạo ra rủi ro trong việc giá cả từ đơn vị thuê ngoài thay đổi, các chính sách thay đổi ảnh hưởng đến các hợp đồng PVPS đã ký trong cả giai đoạn bảo trì, bảo dưỡng kéo dài trung bình 12 năm hiện nay.

Hoạt động trong lĩnh vực đòi hỏi trình độ khoa học và công nghệ cao nên PVPS luôn đứng trước nguy cơ tiềm ẩn là tụt hậu về công nghệ và giảm khả năng cạnh tranh. Áp lực này đòi hỏi Công ty phải bỏ chi phí đáng kể trong công tác đào tạo nhân viên trong nước, hợp tác, thuê các chuyên gia nước ngoài trong công tác bảo trì, bảo dưỡng nhà máy điện nhằm đẩy mạnh trình độ của cán bộ công nhân viên, đáp ứng kịp trình độ công nghệ của các nhà máy.

Các yếu tố đầu vào của công ty phần lớn là nhập khẩu từ các nhà sản xuất nước ngoài, hầu hết các hợp đồng nhập khẩu của Công ty được xác định giá trị theo các đồng ngoại tệ. Do đó, sự biến động tỷ giá hối đoái có tác động trực tiếp đến hoạt động kinh doanh của Công ty.

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CỦA PVPS

Hiện nay, PVPS đang hoạt động trên 2 lĩnh vực kinh doanh chính gồm dịch vụ cung cấp cho các nhà máy điện và các dịch vụ kỹ thuật khác. Trong đó dịch vụ cung cấp cho các nhà máy điện chiếm tỷ trọng chính trong cơ cấu doanh thu, lợi nhuận của Công ty thời gian vừa qua cũng như định hướng trong tương lai.

Dịch vụ cung cấp cho các nhà máy điện

Công ty cung cấp dịch vụ bảo trì, bảo dưỡng cho các nhà máy điện định kỳ hàng tháng, hàng quý và hàng năm cũng như thực hiện sửa chữa khi các nhà máy điện có phát sinh sự cố với đầy đủ đội ngũ thiết kế, công nghệ, xây lắp và triển khai tích hợp

dự án. Các hoạt động chính bao gồm: Bảo trì, bảo dưỡng các tổ máy của các nhà máy điện. Bảo trì các bộ phận của nhà máy điện: Động cơ tua bin khí, tua bin hơi, máy phát điện, hệ thống kiểm soát các thiết bị liên quan đến các nhà máy điện.

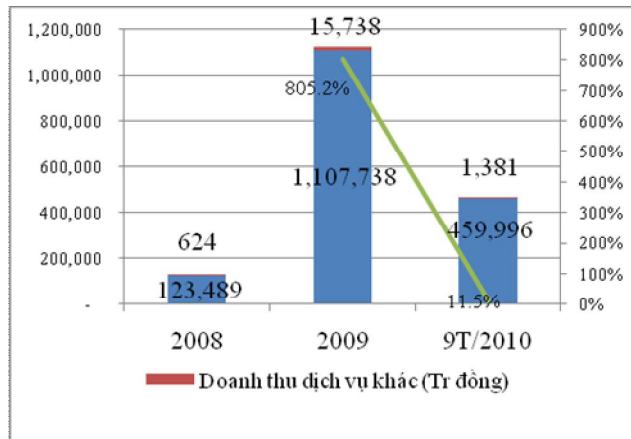
Hoạt động kinh doanh này đã đóng góp tới 98,6% doanh thu của PVPS trong năm 2009 và đóng góp 99,7% doanh thu trong 9 tháng đầu năm 2010. Dịch vụ này cũng đóng góp chính vào lợi nhuận của PVPS trong các năm vừa qua. Tốc độ tăng trưởng doanh thu của PVPS trong năm 2009 rất cao nguyên nhân chủ yếu năm 2007 PVPS mới thành lập và năm 2008 đang trong quá trình hoàn thiện cơ cấu bộ máy hoạt động nên doanh thu còn thấp và chi phí vận hành cao. Doanh thu năm 2008 chủ yếu đến từ hoạt động sửa chữa thường xuyên nhà máy điện Cà Mau 1. Năm 2009 các hợp đồng vận hành, sửa chữa nhà máy đều đi vào hoạt động trên quy mô lớn nên doanh thu tăng mạnh lên hơn 1.123 tỉ đồng tăng trưởng 805,1% so với năm 2008. Các hoạt động bảo trì, bảo dưỡng dài hạn nhà máy điện Cà Mau 1 và Cà Mau 2 với Tổng công ty Điện lực Dầu khí (PV Power) với giá trị hợp đồng bình quân hàng năm trên 800 tỉ đồng và tiếp tới là nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1 thực hiện một số hạng mục dịch vụ kỹ thuật và được ghi nhận doanh thu từ năm 2009 và sắp tới là nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2, Vũng Áng 1, Thái Bình 2,...

Trong 9 tháng đầu năm 2010 doanh thu chỉ tăng 11,5% so với cùng kỳ năm 2009 do việc ghi nhận doanh thu tại nhà máy điện Cà Mau bị chậm trễ và dự kiến đến quý 4/2010 mới ghi nhận đầy đủ doanh thu đã thực hiện trong 9 tháng năm 2010. Cũng trong năm 2010, PVPS đã ký được hợp đồng bảo trì dài hạn nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 1 và dự kiến doanh thu có thể vượt từ 10% - 20% so với kế hoạch đề ra ban đầu. Ước tính cả năm 2010 doanh thu của PVPS đạt 804,15 tỉ đồng giảm -28,4% so với cả năm 2009 do năm 2009 có thu nhập từ sửa chữa lớn. Lợi nhuận sau thuế năm 2010 ước đạt 20,7 tỉ đồng tăng trưởng gần 58% so với năm 2009.

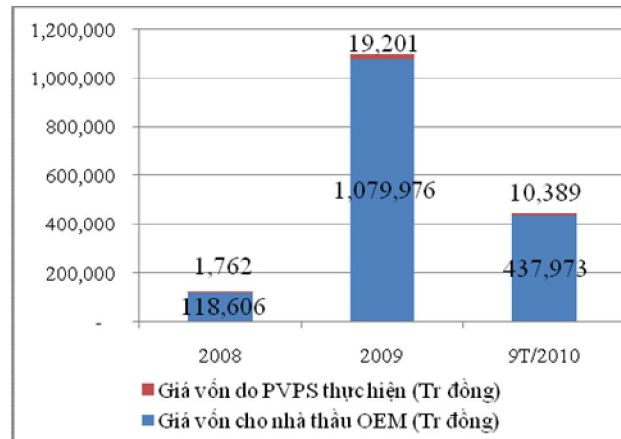
Tuy nhiên, doanh thu của PVPS chủ yếu tập trung từ nhà thầu phụ là OEM (Original Equipment Manufacturer) và giá vốn hàng bán thường xuyên rất cao ở mức 95% - 97% do chủ yếu PVPS phải thuê thầu phụ thực hiện các hợp đồng tổng thầu mà PVPS ký. Vì vậy, doanh thu thực tế tuy cao nhưng chủ yếu do OEM thu được và phần thặng dư mà PVPS thu được tương đối thấp. Trong năm 2010, PVPS đã tiến hành nội địa hóa dần các hạng mục thầu của mình và giảm dần các hạng mục mà OEM thực hiện. Dự kiến tỷ lệ nội địa hóa này sẽ tiếp tục được thực hiện trong các năm tới và hứa hẹn chi phí giá vốn sẽ giảm đi đáng kể khi công ty có thể tự đảm đương được các công việc bảo dưỡng, sửa chữa chính tại các nhà máy nhiệt điện. Chi phí của OEM chiếm trung bình 98,2% trong tổng chi phí giá vốn của PVPS. Trong đó năm 2009 chiếm 98,3% và 9 tháng đầu năm 2010 giảm còn 97,7% trên tổng giá vốn của PVPS. Trong năm 2010, PVPS đã tự thực hiện được 118 tỉ đồng doanh thu trên tổng số 804,15 tỉ đồng doanh

thu toàn Công ty. Tỷ lệ nội địa hóa các công việc trong năm 2010 đã đạt 14,65% và tỷ lệ này tiếp tục tăng lên và hứa hẹn chi phí giá vốn của PVPS sẽ ngày càng giảm đi khi các công việc được PVPS chủ động thực hiện ngày càng nhiều lên.

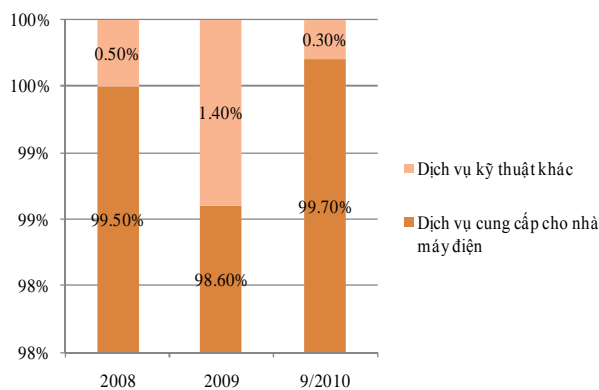
Thêm vào đó nguyên liệu đầu vào cho hoạt động bảo dưỡng, sửa chữa định kỳ nhà máy phần lớn phải nhập khẩu từ các nhà cung cấp thiết bị cho nhà máy điện nên chi phí giá vốn cho thiết bị rất cao và mức lợi nhuận từ hoạt động nhập khẩu này không đáng kể trong hoạt động bảo trì, bảo dưỡng nhà máy.

Biểu 2: Tổng doanh thu của PVPS


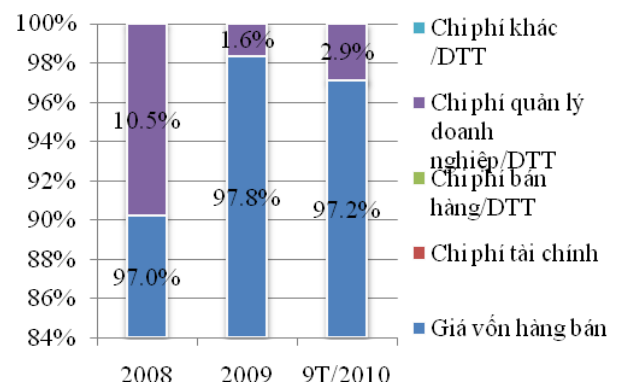
Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

Biểu 3: Tổng chi phí của PVPS


Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

Biểu 4: Cơ cấu doanh thu của PVPS


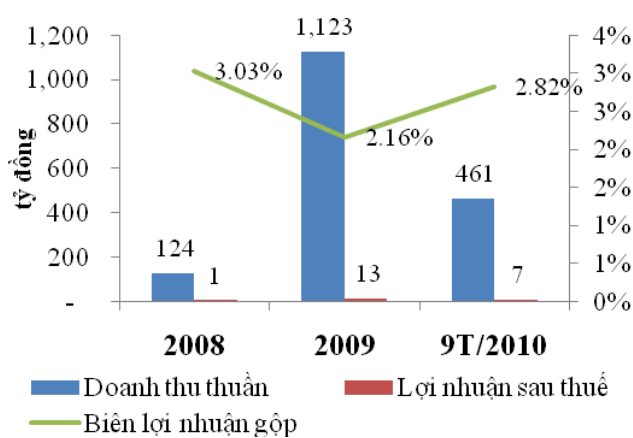
Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

Biểu 5: Cơ cấu chi phí của PVPS


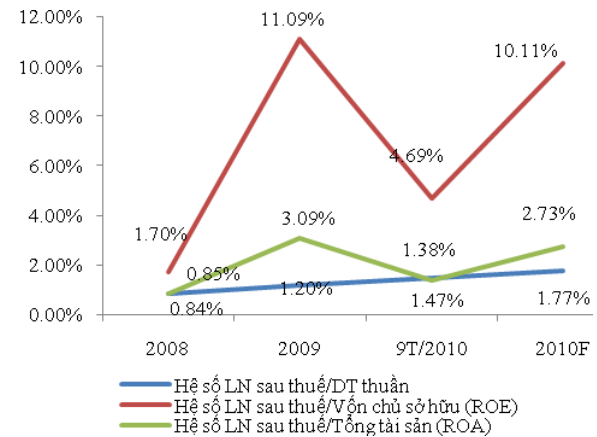
Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

Tổng chi phí giá vốn của PVPS chiếm 89,22% trong năm 2008 và tăng mạnh lên 96,93% trong năm 2009 và 95,22% trong 9 tháng đầu năm 2010. Chi phí quản lý doanh nghiệp giảm mạnh so với giai đoạn mới thành lập. Năm 2008 chi phí quản lý doanh nghiệp chiếm 9,7% tổng cơ cấu chi phí, năm 2009 giảm còn 1,63% và trong 9 tháng đầu năm 2010 chiếm 2,81%.

Biểu 6: Doanh thu, lợi nhuận, biên lợi nhuận gộp của PVPS (tỷ đồng)



Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp



Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

Một số công trình đã thực hiện: Cung cấp nhân sự đại tu nhà máy Điện Phú Mỹ 3 (108,35 triệu USD), Cung cấp nhân sự thanh tra A lần đầu tiên tổ máy GT11 của nhà máy Nhiệt điện Nhơn Trạch 1 (64,29 triệu Euro và 323,18 tỷ đồng VNĐ), Thanh tra A cho tổ máy GT12 (64,07 triệu Euro),...

Các dự án lớn đang thực hiện: Công tác bảo dưỡng sửa chữa dài hạn Nhà máy Điện Cà Mau 1&2 (320,89 triệu Euro và 620,64 tỷ đồng, thực hiện 12,25 năm tương đương với 100.000 giờ vận hành tương đương); Công tác bảo dưỡng sửa chữa dài hạn Nhà máy Điện Nhơn Trạch 1 (126,62 triệu Euro và 558,87 tỷ đồng, thực hiện trong 12 năm tương đương 108.000 giờ vận hành tương đương). Hiện nay, PVPS đang trong quá trình đàm phán hợp đồng thực hiện công tác bảo dưỡng sửa chữa dài hạn Nhà máy Điện Nhơn Trạch 2 (Nhà máy Điện Nhơn Trạch 2 sẽ vận hành thử nghiệm tổ máy số 1 ngày 31/12/2010). Doanh thu từ các hợp đồng hiện tại dự kiến đạt trên 800 tỷ đồng/năm.

Trong tương lai khi các nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 (vận hành thử nghiệm từ cuối tháng 12/2010, công suất tổ máy thứ nhất 250 MW và khi vận hành đầy đủ là 750 MW), nhiệt điện Vũng Áng 1 (vận hành năm 2011, công suất 1.200 MW), nhiệt điện Thái Bình 2, Long Phú 1, Sông Hậu 1,... đi vào hoạt động PVPS sẽ tiếp tục có được các hợp đồng lớn về bảo trì, bảo dưỡng và sửa chữa nhà máy.

Bảng 1: Một số dự án PVPS đã triển khai trong thời gian vừa qua

| TT | Các hợp đồng đã thực hiện | Giá trị hợp đồng | Thời hạn thực hiện | | Đơn vị |
|----|--|-------------------|--------------------|-----------|---------------------------------|
| | | | Bắt đầu | Kết thúc | Ký kết hợp đồng |
| 1 | Cung cấp nhân sự cho Siemens trong việc thực hiện công việc bảo dưỡng NMĐ Cà Mau 1 | 3,518.9 USD | 15/8/2008 | 23/8/2008 | Siemens AG |
| 2 | Cung cấp vật tư và dịch vụ bảo dưỡng cho công tác tiêu tu lần đầu nhà máy | 2,760,712.25 Euro | 15/8/008 | 23/8/2008 | Công ty Điện lực Dầu Khí Cà Mau |

| | | | | | |
|----|--|---|------------|----------------|---|
| | điện Cà Mau 1 | 349.176.960 VND | | | |
| 3 | Cung cấp dịch vụ bảo dưỡng động cơ và bơm hệ thống nước cấp lò hơi và hệ thống chân không bình ngưng | 18,800.00 USD | 13/9/2008 | 1/10/2008 | Phú Mỹ 3 |
| 4 | Cung cấp nhân công cho công tác tiêu tu Nhà máy điện Phú Mỹ 3 | 4,239.00 USD | 13/9/2008 | 23/9/2008 | Siemens Limited Việt Nam |
| 5 | Cung cấp nhân công bảo dưỡng đường khí nóng GT – Nhà máy Điện Phú Mỹ 3 | 11,674.80 USD | 8/11/2008 | 17/11/2008 | Siemens Limited Việt Nam |
| 6 | Thực hiện công tác sơn ký hiệu hệ thống đường ống Lò thu hồi nhiệt Nhà máy Điện Cà Mau 1&2 | 34,200.00 USD | 14/4/2009 | 14/7/2009 | Doosan Heavy Industries & Construction Co., Ltd |
| 7 | Cung cấp Dịch vụ thanh tra A lần đầu tiên tổ máy GT11 của Nhà máy Điện Nhơn Trạch 1 | 64.296,47 Euro 323.182.179 VND | 9/7/2009 | 14/7/2009 | Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam |
| 8 | Cung cấp nhân sự thực hiện công tác Đại tu Nhà máy Điện Phú Mỹ 3 | 108,346.00 USD | 18/8/2009 | 2/10/2009 | Siemens Limited VietNam |
| 9 | Cung cấp dịch vụ thanh tra A cho tổ máy GT12 của Nhà máy Điện Nhơn Trạch 1 | 64.067,30 Euro | 11/10/2009 | 16/10/2009 | Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam |
| 10 | Cung cấp nhân sự thực hiện phần cách nhiệt và phần cơ cho Tuabin khí Nhà máy Điện Cà Mau 1&2 | 25,000.00 USD | 10/10/2009 | 18/11/2009 | Siemens AG |
| 11 | Cung cấp nhân sự thực hiện công tác hàn và gá lắp cho Nhà máy Điện Cà Mau 1&2 | 14,400.00 USD | 10/11/2009 | 20/11/2009 | Siemens AG |
| | Các hợp đồng đang thực hiện | | | | |
| 1 | Công tác bảo dưỡng sửa chữa Nhà máy Điện Cà Mau 1&2 | 320.892.435 Euro 620.636.921.240 VND | 28/11/2008 | Đang thực hiện | Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam |
| 2 | Nhơn Trạch 1 | 126,615,071 Euro 558.874.712.609 VND | 4/8/2010 | Đang thực hiện | Tổng Công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam |

Nguồn: PVPS, PSI tổng hợp

Hiện nay PVN thông qua Tổng công ty Điện lực Dầu khí Việt Nam (PV Power) triển khai hàng loạt dự án điện với quy mô lớn chạy bằng nhiên liệu khí và than tại nhiều địa phương trên cả nước trong đó tập trung chủ yếu tại khu vực phía Nam. Đây chính là những đối tượng khách hàng tiềm năng lớn nhất mà PVPS đang nhắm tới.

Bảng 2: Các dự án điện PVN đã và đang triển khai

| STT | Dự án | Công suất (MW) | Tổng VĐT (tr USD) | Thời gian |
|-----|---------------------------------|----------------|-------------------|-------------------------|
| 1 | Nhà máy nhiệt điện Nhơn Trạch 2 | 750 | 700 | Triển khai từ 2009-2011 |

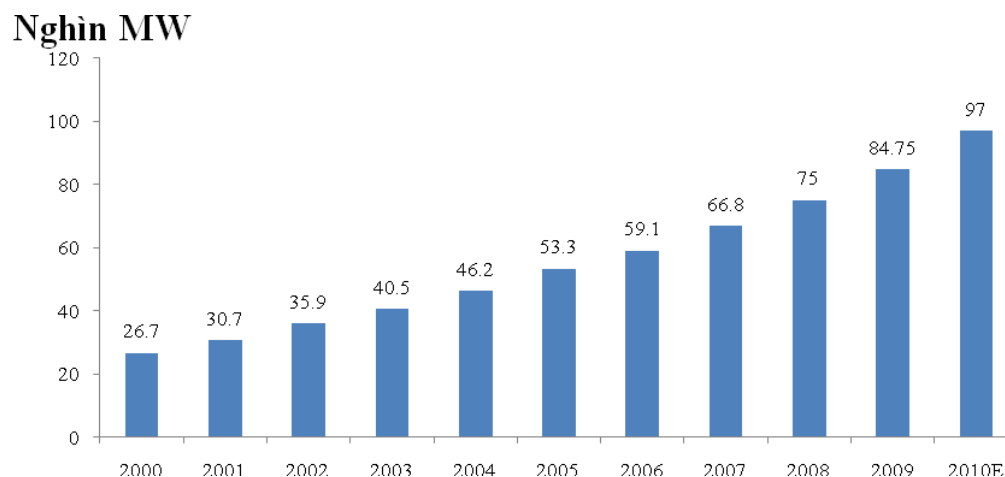
| | | | | |
|-------------|---|---------------|---------------|--------------------|
| 2 | Nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 | 1.200 | 1.588 | 6/2009 – 2013 |
| 3 | Nhà máy nhiệt điện Quảng Trạch 1 – Quảng Bình | 3.600 | 3.000 | 2011 – 2014 |
| 4 | Nhà máy thủy điện Luang Prabang | 1.401 | 1.800 | Khởi công năm 2011 |
| 5 | Nhà máy nhiệt điện Thái Bình 2 | 1.200 | 1.669 | 2010 – 2014 |
| 6 | Nhà máy nhiệt điện Long Phú 1 – Sóc Trăng | 1.200 | 1.463 | 2010 – 2015 |
| 7 | Nhà máy nhiệt điện Sông Hậu 1 | 1.200 | 1.708 | 2011 – 2015 |
| 8 | Nhà máy thủy điện Hòa Na | 180 | 230 | 3/2008 – 2012 |
| 9 | Nhà máy thủy điện Đakdring | 125 | 150 | 2010 – 2012 |
| 10 | Nhà máy phong điện Phú Quý | 6 | 18 | Khởi công năm 2010 |
| Tổng | | 10.862 | 10.826 | |

Nguồn: PSI tổng hợp

TIỀM NĂNG NGÀNH TƯ VẤN ĐIỆN

Theo dự báo tại Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ điện hàng năm tăng khoảng 16% - 17%/năm. Hiện tại, điện đang là lĩnh vực cung không đáp ứng đủ cầu, dư địa phát triển còn rất lớn, thu hút mối quan tâm của rất nhiều nhà đầu tư. EVN hiện vẫn là nhà cung cấp điện lớn nhất trong nền kinh tế, tuy nhiên cơ hội còn rất lớn cho những nhà sản xuất ngoài EVN. Dự kiến đến năm 2010, các nguồn điện ngoài EVN sẽ cung cấp tới 30% sản lượng điện toàn quốc. Sản lượng điện tiêu thụ trung bình hiện nay đạt 202 triệu KWh/ngày và công suất cực đại là 11.950MW.

Biểu 8: Sản lượng điện sản xuất từ năm 2000 (nghìn MW)

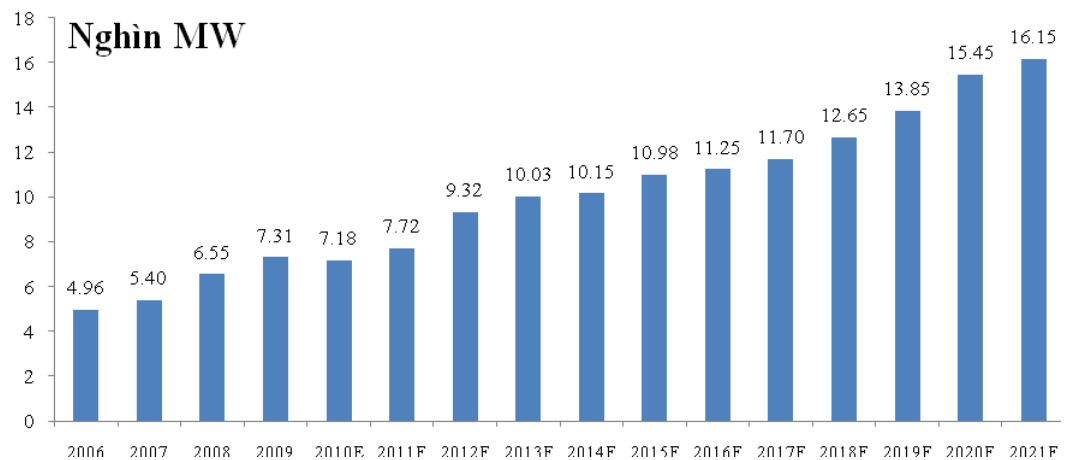


Nguồn: EVN, PSI tổng hợp

Trong năm 2009, Tập đoàn điện lực Việt Nam (EVN) đã và đang đầu tư 40 dự án nguồn và lưới điện với tổng công suất 27.654 MW. Theo tiến độ dự kiến, trong năm 2010 sẽ có 14 nhà máy điện được đưa vào vận hành với tổng công suất lắp đặt 3.335MW. Thêm vào đó, các dự án thủy điện vừa và nhỏ cũng ước tính sẽ cung cấp khoảng 300MW bổ sung cho lưới điện Quốc gia. Theo quy hoạch điện VI, trong năm 2010 EVN và các đơn vị khác sẽ đưa vào vận hành 18 nhà máy điện, với tổng công suất 4.960 MW.

Biểu 9: Tổng công suất các nhà máy điện vào vận hành từ 2010-2025

(Quy hoạch điện VI)



Nguồn: EVN, PSI tổng hợp

Với tốc độ công nghiệp hóa đang được đẩy mạnh tại Việt Nam, nhu cầu cung cấp đủ điện cho các nhà máy, cơ sở sản xuất công nghiệp đang được đặt ra bức thiết. Thời gian gần đây, đã xuất hiện hàng loạt các siêu dự án khu liên hợp sản xuất thép như dự án thép trị giá 7,9 tỷ USD ở Hà Tĩnh của tập đoàn công nghiệp nặng Formosa (Đài Loan, Trung Quốc), dự án khu liên hợp sản xuất thép trị giá gần 10 tỷ USD tại Ninh Thuận... Tính đến nay, tổng công suất của các dự án thép được cấp giấy phép chứng nhận đầu tư lên đến 40 triệu tấn/năm. Với một ngành tiêu thụ nhiều điện năng như thép đang phát triển mạnh thì gánh nặng ngành điện phải đối mặt sẽ rất lớn. Bên cạnh đó, các dự án sản xuất hóa chất, xi măng cũng đang tiến hành xin cấp giấy phép cũng gây áp lực về nhu cầu sử dụng điện. Thách thức lớn nhất cho ngành điện hiện nay là vấn đề về vốn. Để đáp ứng được các nhu cầu trên, vốn đầu tư cho ngành điện phải ở mức 3 tỷ USD/năm, với khoảng 70% cho phát triển nguồn điện, còn lại là cho lưới điện.

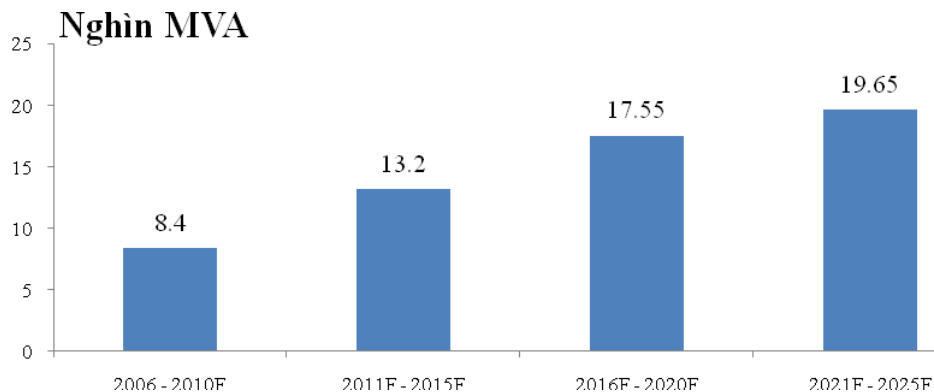
Hiện nay, Chính phủ vẫn giao EVN chịu trách nhiệm chính trong việc bảo đảm điện. Theo quy hoạch điện lần VI được Thủ tướng Chính phủ phê duyệt, EVN đảm nhận đầu tư khoảng 50% công suất phát điện mới và toàn bộ lưới điện đồng bộ, tổng vốn đầu tư cần thiết cho nguồn và lưới điện giai đoạn 2007-2015 ước tính 700.000 tỷ đồng. Khoảng 50% tổng công suất còn lại hoàn toàn phụ thuộc vào các nhà đầu tư bên ngoài như: Tập đoàn

Dầu khí Việt Nam, Tập đoàn Công nghiệp Than - Khoáng sản Việt Nam v.v...

Theo quyết định số 110/2007/QĐ-TTg phê duyệt quy hoạch phát triển điện lực quốc gia giai đoạn 2006-2015 có xét đến năm 2025, chiến lược phát triển của PVPower đến năm 2015 và định hướng năm 2025 đã được Tập đoàn dầu khí Quốc gia Việt Nam phê duyệt và thông qua trong đó xác định rõ phát triển điện lực nhằm đáp ứng nhu cầu phát triển kinh tế - xã hội của cả nước.

Tốc độ tăng trưởng nhanh của ngành điện kéo theo cùng với nó nhu cầu lớn về các dịch vụ tư vấn khảo sát, thiết kế, cũng như bảo trì và sửa chữa nhà máy điện, hệ thống lưới điện. Với hàng loạt các dự án nguồn điện, bao gồm các nhà máy thủy điện, nhiệt điện, phong điện... và các dự án lưới điện đang và sắp sửa xây dựng, lĩnh vực tư vấn bảo trì, sửa chữa, đào tạo nhân lực ngành điện được đánh giá có nhiều tiềm năng. PVPS sẽ là đơn vị đảm bảo cung cấp các dịch vụ sửa chữa, bảo dưỡng bảo trì cho các nhà máy điện. Phát triển các loại hình dịch vụ phục vụ hoạt động sản xuất và kinh doanh điện năng trong và ngoài Tổng Công ty.

Biểu 10: Tổng công suất các trạm 500 KV xây dựng giai đoạn 2006-2025
(Quy hoạch điện VI)



Nguồn: EVN, PSI tổng hợp

Tốc độ tăng trưởng nhanh của ngành điện kéo theo cùng với nó nhu cầu lớn về các dịch vụ tư vấn khảo sát, thiết kế, cũng như bảo trì và sửa chữa điện. Với hàng loạt các dự án nguồn điện, bao gồm các nhà máy thủy điện, nhiệt điện, phong điện... và các dự án lưới điện đang và sắp sửa xây dựng, lĩnh vực tư vấn thiết kế điện là lĩnh vực được đánh giá có nhiều tiềm năng.

PHÂN TÍCH HOẠT ĐỘNG TÀI CHÍNH

Chỉ số tài chính

Chúng tôi đánh giá khả năng thanh toán của Công ty ở mức an toàn trong những năm gần đây. Điều này cho thấy Công ty sẽ không gặp bất lợi gì trong thời gian tới về việc thanh toán các khoản

nợ ngắn hạn.

Phần lớn tài sản của PVPS là tài sản ngắn hạn, chiếm tới 97-98% trong cơ cấu tổng tài sản. Trong cơ cấu nợ của Công ty, nợ ngắn hạn mà chủ yếu là tiền ứng trước của khách hàng chiếm trên 63% vào cuối năm 2009, vay nợ dài hạn chiếm tỷ trọng không đáng kể, chúng tôi cho rằng Công ty sẽ không gặp nhiều áp lực trả lãi vay.

Với khoản tiền ứng trước của khách hàng tương đối lớn đủ để trang trải toàn bộ chi phí hoạt động, chi phí giá vốn khi thực hiện bảo trì, bảo dưỡng nhà máy nên PVPS không gặp áp lực về nguồn vốn trong hoạt động cũng như có thể tận dụng nguồn vốn ứng trước nhằm thu được lợi nhuận từ hoạt động tài chính.

Về cơ cấu vốn, hiện hệ số nợ của Công ty ở mức trung bình so với mặt bằng chung (60 – 70%). Tuy nhiên các chỉ số về khả năng sinh lời của Công ty (ROE, ROA) vẫn ở mức thấp, điều này được giải thích bởi PVPS là một Công ty mới thành lập, hiệu quả hoạt động vẫn chưa đạt mức tối ưu. Chúng tôi kỳ vọng trong thời gian tới, các hệ số về doanh thu, lợi nhuận sẽ được cải thiện hơn.

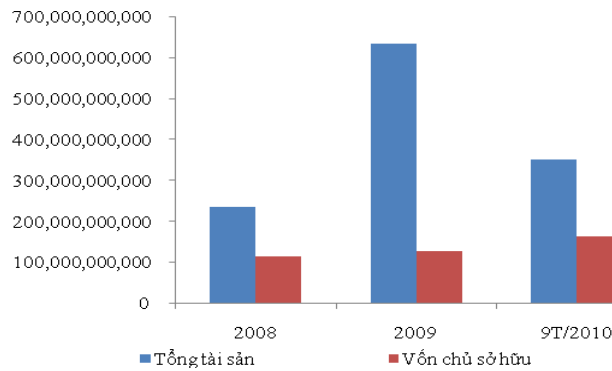
Bảng 3: Các chỉ số tài chính của PVPS

| | 2007 | 2008 | 2009 | 9T/2010 |
|--|-------|--------|--------|---------|
| Chỉ tiêu về khả năng thanh toán | | | | |
| Hệ số thanh toán ngắn hạn | 15.13 | 1.88 | 1.23 | 1.66 |
| Hệ số thanh toán nhanh | 15.13 | 1.88 | 1.16 | 1.45 |
| Chỉ tiêu về cơ cấu vốn | | | | |
| Hệ số nợ/Tổng tài sản | 5% | 52% | 80% | 54% |
| Hệ số nợ/Vốn chủ sở hữu | 6% | 106% | 396% | 117% |
| Chỉ tiêu về năng lực hoạt động | | | | |
| Vòng quay tổng tài sản | - | 1.02 | 2.58 | 0.93 |
| Vòng quay các khoản phải thu | - | 2.45 | 4.00 | 1.91 |
| Vòng quay các khoản phải trả | - | 2.04 | 3.58 | 1.32 |
| Vòng quay hàng tồn kho | - | 922.19 | 64.49 | 12.36 |
| Chỉ tiêu về khả năng sinh lời | | | | |
| Hệ số LN sau thuế/DT thuần | - | 0.84% | 1.20% | 1.47% |
| Hệ số LN sau thuế/Vốn chủ sở hữu (ROE) | - | 1.70% | 11.09% | 4.69% |
| Hệ số LN sau thuế/Tổng tài sản (ROA) | - | 0.85% | 3.09% | 1.38% |
| Hệ số LN từ hoạt động SXKD/DT thuần | - | 1.17% | 1.45% | 1.93% |
| Chỉ tiêu liên quan đến cổ phần | | | | |
| Thu nhập trên mỗi cổ phần | - | 92 | 1,180 | 453 |
| Giá trị sổ sách của cổ phần | 9,843 | 10,081 | 11,253 | 10,768 |

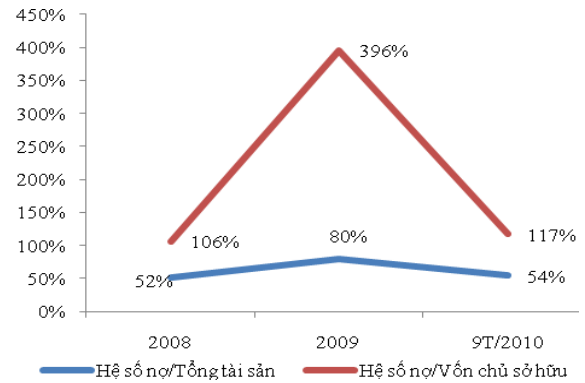
Nguồn: PVPE, PSI tổng hợp

Biểu 11: Cơ cấu vốn

Biểu 12: Các hệ số nợ



Nguồn: PVPE, PSI tổng hợp



Nguồn: PVPE, PSI tổng hợp

Do đặc thù mới thành lập, các chỉ tiêu về năng lực hoạt động của Công ty chưa đạt được sự ổn định qua các năm, và nhìn chung đều ở mức thấp. Một điểm đáng chú ý là vòng quay các khoản phải thu thường xuyên thấp hơn vòng quay các khoản phải trả. Điều này cho thấy chính sách với đối tác nhà cung cấp và chính sách bán hàng của PVPS còn chưa hợp lý, sự chênh lệch này có thể gây một số khó khăn cho Công ty trong việc cân đối vốn lưu động.

ĐỊNH GIÁ

Căn cứ vào tình hình chung của ngành Điện, định hướng phát triển của PV Power và PVPS cùng với những nhận định mang tính thận trọng về tình hình hoạt động trong thời gian tới, chúng tôi đưa ra các giả định chi tiết như sau:

- Tốc độ tăng trưởng doanh thu được ước tính dựa trên nhận định về tốc độ tăng trưởng GDP, tốc độ tăng trưởng ngành Điện, thị phần của PV Power và vị thế của PVPS trong ngành cũng như tình hình thực tế và tiềm năng các dự án của PVPS đang và sẽ triển khai.
- Tỷ lệ Giá vốn hàng bán/Doanh thu của PVPS có xu hướng giảm dần do Công ty tiến hành nội địa hóa dần dần dịch vụ dẫn tới giảm thiểu chi phí giá vốn dịch vụ.
- Chi phí quản lý doanh nghiệp/Doanh thu giảm dần do tốc độ tăng trưởng doanh thu sẽ tương đối nhanh và cao hơn so với tốc độ tăng trưởng chi phí quản lý của PVPS.
- Nhằm đáp ứng nhu cầu mở rộng quy mô hoạt động kinh doanh của Công ty, vốn chủ sở hữu sẽ tăng lên 250 tỷ đồng trong năm 2016, sau đó sẽ giữ ổn định trong giai đoạn 2009 – 2015 ở mức 150 tỉ đồng.
- Hệ số nợ trên tổng tài sản của công ty được giữ mức ổn định 60%.

Bảng 3: Dự báo kết quả kinh doanh của PVPS

| Chỉ tiêu | 2010E | 2011F | 2012F | 2013F | 2014F | 2015F |
|-------------------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Tổng tài sản (tỷ đồng) | 421.2 | 561.0 | 784.2 | 880.0 | 970.7 | 1,057.4 |
| Vốn chủ sở hữu (tỷ đồng) | 162.6 | 165.2 | 168.4 | 171.8 | 175.8 | 180.1 |
| Vốn cổ phần (tỷ đồng) | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 | 150.0 |
| Doanh thu thuần (tỷ đồng) | 804.2 | 1,156.0 | 2,022.9 | 2,225.2 | 2,447.8 | 2,692.5 |
| Giá vốn (tỷ đồng) | 778.4 | 1,121.3 | 1,958.2 | 2,151.8 | 2,362.1 | 2,595.6 |
| Lợi nhuận gộp (tỷ đồng) | 25.7 | 34.7 | 64.7 | 73.4 | 85.7 | 96.9 |
| Lợi nhuận sau thuế (tỷ đồng) | 20.7 | 28.5 | 35.8 | 37.9 | 43.8 | 47.8 |
| EPS (đồng/CP) | 1,569 | 1,897 | 2,384 | 2,525 | 2,918 | 3,187 |
| ROA | 3.7% | 3.6% | 4.1% | 3.9% | 4.1% | 4.1% |
| ROE | 12.7% | 17.3% | 21.6% | 22.6% | 25.8% | 17.6% |

Nguồn: PVPE, PSI dự báo

Do những đặc thù và vị thế khá đặc biệt của PVPS, chúng tôi cho rằng định giá theo các phương pháp dùng hệ số so sánh như P/E và P/B sẽ không phản ánh đúng giá trị của Công ty. Do đó chúng tôi áp dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF, FCFE để xác định mức giá kỳ vọng cho PVPS. Với các phương pháp này, cổ phiếu của Công ty được định giá trong khoảng **15.300** đồng, tương đương với mức PE khoảng 9,75 vào cuối 2010.

| Mô hình định giá | Giá |
|------------------|--------|
| FCFE | 19,935 |
| FCFF | 10,716 |

PHỤ LỤC

Đv: Triệu đồng

| <i>Chỉ tiêu</i> | <i>2008</i> | <i>2009</i> | <i>2010E</i> | <i>2011F</i> | <i>2012F</i> |
|-------------------------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| Doanh thu thuần bán hàng và | 124,123 | 1,123,476 | 804,150 | 1,155,966 | 2,022,940 |
| Giá vốn hàng bán | 120,368 | 1,099,177 | 778,417 | 1,121,287 | 1,958,206 |
| Lợi nhuận gộp bán hàng và c | 3,755 | 24,299 | 25,733 | 34,679 | 64,734 |
| Doanh thu hoạt động tài chính | 10,783 | 10,504 | 17,176 | 30,394 | 30,461 |
| Chi phí tài chính | - | 0 | 100 | 144 | 252 |
| Chi phí bán hàng | - | - | - | - | - |
| Chi phí quản lý doanh nghiệp | 13,079 | 18,492 | 15,225 | 27,012 | 47,270 |
| Lợi nhuận từ hoạt động kinh | 1,458 | 16,311 | 27,584 | 37,918 | 47,673 |
| Thu nhập khác | - | 16 | 16 | 16 | 16 |
| Chi phí khác | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Lợi nhuận khác | (0) | 16 | 16 | 16 | 16 |
| Tổng lợi nhuận kế toán trước | 1,458 | 16,327 | 27,600 | 37,933 | 47,688 |
| Chi phí thuế thu nhập doanh ngh | 422 | 2,892 | 6,900 | 9,483 | 11,922 |
| Chi phí thuế thu nhập doanh ngh | - | - | - | - | - |
| Lợi nhuận sau thuế thu nhập | 1,036 | 13,435 | 20,700 | 28,450 | 35,766 |

| <i>Chỉ tiêu</i> | <i>2008</i> | <i>2,009.00 €</i> | <i>2010E</i> | <i>2011F</i> | <i>2012F</i> |
|----------------------------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|
| Tài sản ngắn hạn | 228,484 | 623,385 | 405,730 | 543,768 | 764,726 |
| Tiền và các khoản tương đương | 125,382 | 7,244 | 9,055 | 11,319 | 14,148 |
| Các khoản đầu tư tài chính ngắn | - | 120,900 | 185,804 | 185,804 | 185,804 |
| Các khoản phải thu ngắn hạn | 101,262 | 460,724 | 166,033 | 288,399 | 489,108 |
| Hàng tồn kho | 261 | 33,826 | 43,974 | 57,166 | 74,316 |
| Tài sản ngắn hạn khác | 1,579 | 691 | 864 | 1,080 | 1,350 |
| Tài sản dài hạn | 2,539 | 11,502 | 15,436 | 17,239 | 19,508 |
| Các khoản phải thu dài hạn | - | - | - | - | - |
| Tài sản cố định hữu hình | - | 5,365 | 8,782 | 9,345 | 9,901 |
| Tài sản cố định vô hình | 68 | 50 | 49 | 7 | - |
| Chi phí xây dựng cơ bản dở dang | - | - | - | - | - |
| Bất động sản đầu tư | - | - | - | - | - |
| Các khoản đầu tư tài chính dài l | - | 5,040 | 5,040 | 5,544 | 6,098 |
| Tài sản dài hạn khác | 2,471 | 1,047 | 1,565 | 2,342 | 3,508 |
| TỔNG TÀI SẢN | 231,023 | 634,886 | 421,166 | 561,007 | 784,234 |
| Nợ phải trả | 121,266 | 506,802 | 258,542 | 395,822 | 615,831 |
| Nợ ngắn hạn | 121,219 | 506,720 | 172,502 | 238,324 | 395,872 |
| Nợ dài hạn | 47 | 81 | 86,040 | 157,499 | 219,958 |
| Vốn chủ sở hữu | 114,094 | 128,085 | 162,624 | 165,185 | 168,404 |
| Vốn chủ sở hữu | 114,094 | 128,085 | 161,589 | 162,727 | 164,158 |
| Nguồn kinh phí và quỹ khác | - | - | 1,035 | 2,458 | 4,246 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số | - | - | - | - | - |
| TỔNG NGUỒN VỐN | 235,361 | 634,886 | 421,166 | 561,007 | 784,234 |

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

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

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

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

**CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ****BAN PHÂN TÍCH****Giám đốc Ban**

Phạm Thái Bình - binhpt@psi.vn

Chuyên viên Phân tích: Ninh Quang Hải – hainq@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh – hanhnm@psi.vn

**Nghiên cứu thị trường và
KT vĩ mô**

Phân tích ngành, công ty

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhth@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanha1@psi.vn

