



Capital Insight
Client Innovation

Công ty cổ phần Khoan và Dịch vụ khoan Dầu khí

06/01/2009

Tăng trưởng bền vững, giá hấp dẫn: Khuyến nghị MUA

Chúng tôi khuyến nghị nhà đầu tư nên cân nhắc mua cổ phiếu PVD. Đây là một cơ hội đầu tư hấp dẫn đối với cổ phiếu thuộc ngành dầu khí còn rất nhiều tiềm năng của Việt Nam. Chúng tôi nghĩ rằng PVD đã chuẩn bị sẵn sàng để cùng song hành với sự phát triển tất yếu của ngành dầu khí trong thập niên tới. Cổ phiếu PVD hiện đang được giao dịch với giá hấp dẫn, PE 2009 10x và PEG dưới 1.

Tỷ lệ tăng trưởng lợi nhuận + mức sinh lợi cổ tức ổn định

Chúng tôi ước tính doanh thu và lợi nhuận của PVD sẽ tăng khoảng 22%/năm cho đến hết năm 2012. Đó là nhờ sự đóng góp của mảng cung cấp dịch vụ và doanh thu từ việc cho thuê giàn khoan kể từ năm 2010 khi các giàn khoan mới được đưa vào hoạt động. Theo chúng tôi, với mức tăng trưởng hấp dẫn và bền vững trong vài năm tới, PVD là một trong những cơ hội đầu tư hấp dẫn cho các NĐT tại Việt Nam. Ngoài ra, PVD còn là một trong những công ty có mức sinh lợi cổ tức cao trong số các cổ phiếu blue chip vẫn còn tỷ lệ sở hữu dành cho NĐT nước ngoài.

Các dự án đầu tư sẽ hỗ trợ sự tăng trưởng về lâu dài

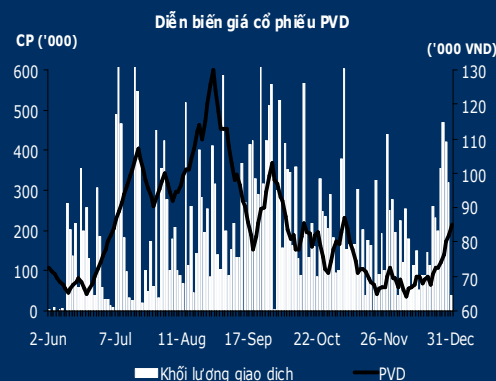
Ngoài doanh thu từ các dịch vụ khoan, PVD còn có kế hoạch mở rộng hoạt động kinh doanh giàn khoan bằng cách đầu tư vào hai giàn khoan biển tự nâng, PVD-II và PVD-III, với tổng chi phí đầu tư cho mỗi giàn khoan là 190 triệu USD (3.135 tỷ đồng) và 206 triệu USD (3.399 tỷ đồng). Dự kiến hai giàn khoan này sẽ được bàn giao vào quý 04/2009 và sẽ giúp nâng thị phần cung cấp dịch vụ khoan biển tại Việt Nam của PVD từ 10% lên 30%. Nhờ đó, lợi nhuận của PVD sẽ tăng đáng kể, trên 30%/năm trong năm 2010 và 2011.

Sáp nhập sẽ làm tăng lợi nhuận và nâng cao hiệu quả

Việc sáp nhập PVD với PVD Invest, một công ty con của PVD, sẽ kết hợp thương hiệu, thế mạnh tài chính, các mối quan hệ chiến lược và thị phần rộng lớn của PVD với khả năng huy động vốn của PVDI trong tương lai. Chúng tôi tin rằng việc sáp nhập này cũng sẽ giúp nâng cao hiệu quả hoạt động và là động lực giúp làm tăng doanh thu và lợi nhuận của công ty. Chúng tôi nghĩ rằng việc đơn giản hóa cơ cấu hoạt động theo mô hình tập đoàn và cải thiện tính minh bạch sẽ giúp thu hút thêm sự quan tâm của các NĐT tổ chức trong 12 tháng tới.



www.pvdrilling.com.vn



Mã CK/Sàn giao dịch	PVD/HOSE
Giá trị vốn hóa	582 triệu USD
Giá trị gđịch bq quân ngày	998.000 USD
2009 EPS	6.548đ
2008 PE	10.3x
2008 PB	3.9x
Hệ số sinh lợi cổ tức	3.2%
CAGR EPS 3 năm ('06-'08)	163%
ROE bình quân 3 năm ('06-'08)	47%
Giá gần đây nhất (05/01/09)	77.000 đ/4,4 USD
Giá cao/thấp 52 tuần	132.000đ/64.500đ
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	29%

Chuyên viên phân tích: *Nauvễn Duy Quang*

CÁC SỐ LIỆU TÀI CHÍNH NỔI BẬT

Báo cáo KQH ĐKD (Tỷ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Tổng doanh thu	1,072	1,349	2,739	3,460	4,003	5,495	6,803	7,433
Giá vốn hàng bán	976	1,153	2,032	2,318	2,677	3,572	4,422	4,831
Chi phí quản lý và bán hàng	30	40	111	173	200	220	272	297
Lợi nhuận trước thuế, lãi vay và KH	105	173	770	1,160	1,378	2,439	2,903	3,145
Khấu hao	32	11	145	165	197	588	604	620
Thu nhập trước thuế và lãi vay	73	162	624	996	1,181	1,851	2,299	2,525
Chi phí lãi vay	0	0	77	73	80	364	309	247
Lợi nhuận trước thuế	73	162	547	923	1,102	1,487	1,990	2,277
Thuế	21	45	3	8	138	186	249	285
Lợi nhuận sau thuế	53	116	516	904	947	1,282	1,719	1,967
Thuế suất	28.1%	28.0%	0.6%	0.9%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
Số cổ phần lưu hành (triệu CP)	0	68	110	132	145	170	182	182
Bảng cân đối tài sản (Tỷ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Tiền mặt	137	153	522	879	739	834	804	519
Các khoản phải thu	257	431	1,052	1,138	1,097	1,204	1,491	1,629
Hàng tồn kho	17	65	46	52	60	80	99	109
Tài sản ngắn hạn khác	8	32	51	62	62	65	65	65
Tổng tài sản ngắn hạn	419	680	1,671	2,130	1,957	2,184	2,459	2,322
Tài sản cố định hữu hình	34	54	2,087	1,924	5,597	9,258	9,211	9,162
Tài sản cố định vô hình	29	27	31	29	27	26	24	22
Tổng tài sản	1,185	2,174	4,330	7,633	10,840	11,765	11,999	11,819
Dòng tiền (Tỷ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Lợi nhuận sau thuế	53	116	516	904	947	1,282	1,719	1,967
Khấu hao	14	30	145	165	197	588	604	620
Chi phí lãi vay sau thuế	0	0	76	72	70	318	270	216
Thay đổi vốn lưu động	(15)	(80)	(671)	2	212	124	(82)	(40)
Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh	52	66	66	1,143	1,426	2,312	2,511	2,765
Chi phí đầu tư thuần	(3)	(38)	(2,176)	0	(3,868)	(4,248)	(555)	(570)
Dòng tiền tạo ra cho công ty (FCFF)	49	28	(2,111)	1,143	(2,442)	(1,936)	1,956	2,195
Các hệ số	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Tăng trưởng doanh thu	62%	26%	103%	26%	16%	37%	24%	9%
Ttưởng thu nhập trước thuế, lãi vay & KH	70%	65%	345%	51%	19%	77%	19%	8%
Ttưởng thu nhập trước thuế, lãi vay	79%	120%	286%	59%	19%	57%	24%	10%
Tăng trưởng thu nhập trước thuế	80%	121%	239%	69%	19%	35%	34%	14%
Tỷ suất LN trước thuế, lãi vay và KH	10%	13%	28%	34%	34%	44%	43%	42%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	80%	122%	343%	75%	5%	35%	34%	14%
Lợi nhuận trên vốn chủ sở hữu	13%	15%	39%	41%	31%	32%	36%	37%
Lợi nhuận trên tổng tài sản	4%	5%	13%	13%	9%	11%	14%	17%
Thu nhập trên một cổ phiếu	410	906	5,160	7,460	6,548	7,555	9,432	10,794
Giá trị sổ sách/cổ phần (tỷ đồng)		11,641	16,926	19,534	24,458	26,364	27,310	30,617
Dòng tiền/cổ phần (tỷ đồng)		2,244	4,739	6,649	5,105	4,913	4,409	2,846

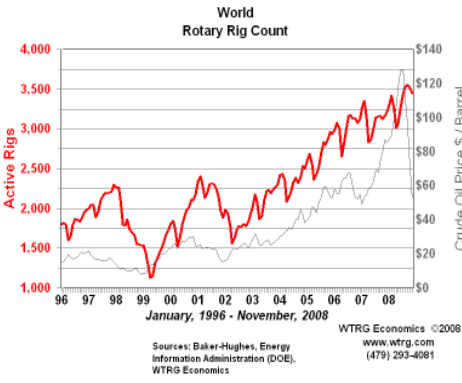
Các mỏ dầu tại Việt Nam



GIỚI THIỆU CÔNG TY:

CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (PV Drilling), một chi nhánh của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam), được thành lập vào tháng 11 năm 2001 để cung cấp các dịch vụ kỹ thuật và lao động cho các nhà thầu khoan nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam. Năm 2006, PetroVietnam bán đấu giá 49% cổ phần của PV Drilling cho các NĐT trong và ngoài nước, và hiện nay PV Drilling là một trong 10 công ty niêm yết lớn nhất tại Việt Nam, chiếm 6% tổng giá trị vốn hóa thị trường. (Vui lòng xem thêm phụ lục 1 “Cơ cấu công ty PV Drilling”).

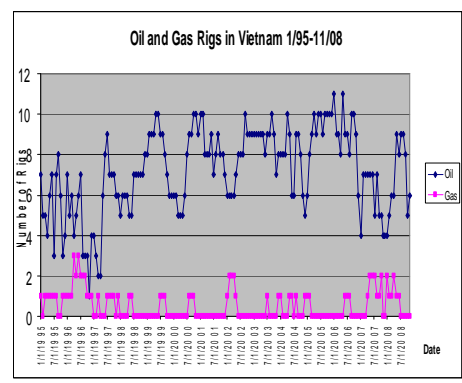
Trong giai đoạn đầu sau khi thành lập, PVD chỉ cung cấp các dịch vụ phụ có giá trị thấp như cho thuê dụng cụ khoan, ứng cứu sự cố tràn dầu và kiểm tra chất lượng các thiết bị khoan, sửa chữa tân trang và bảo trì. Sau đó, PVD đã nhanh chóng mở rộng dịch vụ bằng cách đầu tư vào các dự án trị giá hàng trăm triệu USD như giàn khoan tự nâng và trang thiết bị công nghệ hiện đại nhằm đáp ứng nhu cầu ngày càng có nhiều thay đổi của khách hàng, và trở thành công ty khoan và cung cấp dịch vụ khoan nổi tiếng toàn cầu.



DẦU KHÍ – NGÀNH CÔNG NGHIỆP CHIẾN LƯỢC HÀNG ĐẦU CỦA VIỆT NAM

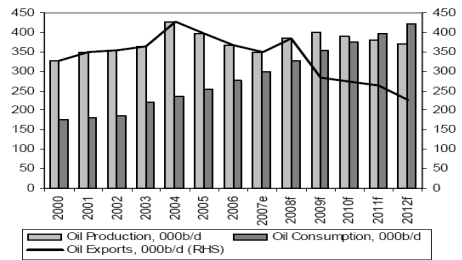
Nhờ có trữ lượng dầu khí lớn và nền kinh tế ngày càng mở cửa, Việt Nam thu hút ngày càng nhiều các công ty thăm dò và khai thác dầu khí lớn nhất thế giới. Theo ước tính, năm 2008 Việt Nam có trữ lượng dầu 3.200 triệu thùng và trữ lượng khí 430 tỷ m³, đứng hàng thứ 30 trên thế giới về trữ lượng dầu và thứ 46 về trữ lượng khí. (Tuy nhiên, hiện tại Việt Nam vẫn chưa có khả năng lọc dầu nên phải nhập khẩu xăng dầu.)

Mặc dù có trữ lượng lớn nhưng các mỏ dầu của Việt Nam vẫn chưa được khai thác nhiều. Tỷ lệ tổng trữ lượng dầu/khí so với dầu/khí đã được khai thác được xếp vào hàng cao nhất trong khu vực châu Á-Thái Bình Dương. PetroVietnam, công ty dầu khí độc quyền của nhà nước, nắm quyền kiểm soát tất cả các mỏ dầu tại Việt Nam. PetroVietnam đã cấp khoảng 44 giấy phép thăm dò dầu khí kể từ khi ngành công nghiệp dầu khí mở cửa đón các đối tác nước ngoài vào năm 1988. Hiện có trên 30 công ty của Mỹ, Châu Âu, Hàn Quốc và Nhật đang hoạt động trên vùng biển Việt Nam. PetroVietnam là cổ đông sở hữu đa số cổ phần của từng công ty điều hành chung, liên doanh với nước ngoài thông qua các hợp đồng phân chia sản lượng dầu khai thác.



Sự gia tăng hoạt động thăm dò và khai thác dầu khí tại Việt Nam sẽ là động lực thúc đẩy sự tăng trưởng của PV Drilling trong tương lai. PetroVietnam đã dành khoản ngân sách đầu tư 6,7 tỷ USD cho giai đoạn 2006-2010 và 9,7 tỷ USD cho giai đoạn 2011-2015 vào hoạt động thăm dò dầu khí trong và ngoài thềm lục địa Việt Nam. Theo ước tính của PV Drilling, mỗi năm có khoảng 50-60 giếng được khoan tại các mỏ dầu của Việt Nam. Cũng theo PV Drilling, từ nay đến năm 2025, Việt Nam cần khoảng 8-10 giàn khoan tự nâng mỗi năm để đáp ứng nhu cầu hoạt động của PetroVietnam và các công ty dầu khí quốc tế.

Sản lượng, mức tiêu thụ và xuất khẩu dầu thô của Việt Nam (2000-2012)



f = BMI forecast; Source: Historic data - BP Statistical Review of World Energy June 2007, Energy Information Administration; Forecasts - BMI Research

Tuy nhiên, mức tăng trưởng thực sự của hoạt động khoan tại các mỏ dầu của Việt Nam, đặc biệt là hoạt động khoan của các công ty dầu khí quốc tế, có thể sẽ giảm nếu giá dầu tiếp tục giảm hoặc vẫn đứng ở mức hiện tại trong một thời gian dài. Trong lịch sử, giá dầu giảm sẽ dẫn đến giảm chi tiêu cho hoạt động thăm dò và khai thác, và do đó nhu cầu về giàn khoan cũng sẽ giảm (xem biểu đồ). Nhu cầu về giàn khoan giảm sẽ làm giảm giá thuê giàn khoan, dẫn đến sự sụt giảm doanh thu của PVD. Tuy nhiên, điều đáng mừng là giá thuê giàn khoan tính theo ngày trên thế giới vẫn chưa có nhiều biến động (xem phụ lục 2). Ngoài ra, thị trường Việt Nam vẫn chưa bị ảnh hưởng đáng kể trước những biến động này do PetroVietnam, công ty dầu khí lớn nhất của Việt Nam, là một doanh nghiệp nhà nước và ngành công nghiệp dầu khí là ngành đem lại ngoại tệ cho Việt Nam.

PV DRILLING: HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Tóm tắt các hoạt động kinh doanh của công ty:

PVD cung cấp dịch vụ khoan và bảo dưỡng giếng khoan cho các công ty dầu khí hoạt động trên vùng biển Đông và nước ngoài. Ngoài ra, công ty còn cung ứng lao động cho các giàn khoan biển, cho thuê các thiết bị chuyên dùng, ứng cứu sự cố tràn dầu và các dịch vụ liên quan khác cho các công ty nước ngoài. Trong năm 2007, công ty đã thành lập 6 chi nhánh chuyên cung cấp các dịch vụ kỹ thuật giếng khoan, đo carôta khí, đào tạo nhân lực và tham gia đầu tư.

PV Drilling hiện đang sở hữu một giàn khoan tự nâng dùng cho hoạt động khoan thăm dò tại vùng biển Đông. PVD đã cho Công ty Hoàn Vũ JOC, liên doanh giữa PetroVietnam và hai công ty nước ngoài, thuê giàn khoan này. Hiện tại, doanh thu từ giàn khoan này chiếm gần phân nửa doanh thu công ty. PV Drilling cũng đã đầu tư vào thêm hai giàn khoan nữa, dự kiến sẽ được đưa vào hoạt động trong vòng 10-18 tháng tới.

Các công ty thăm dò và khai thác dầu khí chủ chốt tại Việt Nam

Công ty	Sản lượng dầu (*000 thùng/ngày)	Thị phần (%)	Sản lượng khí (tỷ m ³)	Thị phần (%)
PetroVietnam	75	19%	1.25	30%
ConocoPhillips	29	8%	0.2	
Vietsopetro	280	71%		
BP			3.00	70%

Khách hàng của PVD là các nhà thầu lớn trên thị trường như Vietsopetro, Conoco Phillips, BP Exploration, Petronas, Chevron, Premier Oil, JVPC (Công ty dầu khí Việt - Nhật), và KNOC (Korea National Oil Corporation). PVD cũng cung cấp dịch vụ cho các nhà thầu trong nước như Cửu Long, Hoàn Vũ, Hoàng Long, Thăng Long, Côn Sơn, Lam Sơn, Trường Sơn ...

Ngành nghề kinh doanh:

1. Dịch vụ khoan (chiếm 45% tổng doanh thu và 10% thị phần):

Hoạt động khoan chiếm gần 75% tổng lợi nhuận ròng. Phần lớn doanh thu của hoạt động này là từ giàn khoan biển tự nâng có vốn đầu tư 115 triệu USD (1.955 tỷ đồng). Tháng 04/2007, PVD đã cho Công ty liên doanh điều hành chung Hoàn Vũ (Hoàn Vũ JOC) thuê giàn khoan này theo hợp đồng thời hạn 2 năm với giá thuê 75 triệu USD (1.225 tỷ đồng)/năm. Trong năm 2008, giàn khoan này hoạt động với hiệu quả đạt gần 100%. PVD cũng đã ký hợp đồng cho thuê giàn khoan với Vietgazprom (công ty liên doanh giữa PetroVietnam và công ty của Nga), thời hạn từ tháng 05/2009 đến hết tháng 07/2009 với giá thuê 225.000 USD/ngày, cao hơn 4,7% so với giá cho thuê hiện tại 215.000 USD/ngày. Sau đó, PVD có thể sẽ ký tiếp hợp đồng với Hoàn Vũ JOC. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn chưa nhận được thông tin chi tiết về kết quả đàm phán liên quan đến hợp đồng này.

PVD - thông qua chi nhánh liên doanh PVD Invest – cũng đã ký hợp đồng với công ty Keppel Fels của Singapore để đóng thêm hai giàn khoan biển tự nâng, PVD-II và PVD-III, với tổng vốn đầu tư cho mỗi giàn khoan là 190 triệu USD (3.135 tỷ đồng) và 206 triệu USD (3.399 tỷ đồng). Thời gian khấu hao của mỗi giàn khoan là 15 năm.

Để tài trợ vốn cho dự án PVD-II, PVD và PVD Invest đã vay ngân hàng 155 triệu USD (2.558 tỷ đồng) với lãi suất SIBOR + 1,8% vào năm 2007. Khoản vay này sẽ được trả dần, bắt đầu từ tháng 06/2010 và kết thúc vào tháng 12/2018. PVD cũng đã vay của các ngân hàng ANZ, HSBC, DBS (Singapore) và BIDV (Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam) 150 triệu USD (2.475 tỷ đồng) với lãi suất 6,5%/năm để tài trợ vốn cho dự án PVD-III. Dự kiến, hai giàn khoan tự nâng này sẽ được bàn giao vào tháng 09/2009 và tháng 12/2009. Tại thời điểm cuối tháng 10/2008, hai dự án này đã gần hoàn tất, với tiến độ thi công đạt khoảng 60% và 50%.

Khi được đưa vào hoạt động, ước tính hai giàn khoan này sẽ tạo thêm 180.000 USD - 200.000 USD doanh thu mỗi ngày, tương đương 70 triệu USD (1.155 tỷ đồng)/năm/giàn khoan. Hiện tại, công ty đang đàm phán với một nhà thầu dầu khí để cho thuê giàn khoan PVD-II với thời hạn 3 tháng, bắt đầu từ tháng 10/2009 với giá thuê 180.000 USD/ngày.

Ngoài ba giàn khoan kể trên, PVD còn sở hữu một giàn khoan đất liền trong năm 2007 với tổng vốn đầu tư 21 triệu USD (347 tỷ đồng). Tháng 05/2007, giàn khoan này được chuyển sang Algeria để hỗ trợ hoạt động thăm dò của PIDC (một nhà thầu dầu khí do PetroVietnam sở hữu 100% vốn) theo hợp đồng cho thuê trị giá 13 triệu USD/năm. Tuy nhiên, do khả năng sinh lợi từ giàn khoan này thấp nên PVD đã chấm dứt hợp đồng và bán giàn khoan này vào tháng 09/2008. Do đó, PVD sẽ mất khoản thu nhập 31.000 USD/ngày từ cho thuê giàn khoan. Tuy nhiên, khoản thu nhập này chỉ chiếm 6% tổng doanh thu năm 2008.

2. Dịch vụ kỹ thuật giếng khoan (chiếm 29% doanh thu, 50% thị phần, tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm):

PVD đã xây dựng thành công hình ảnh của một nhà cung cấp dịch vụ then chốt trong ngành dầu khí của Việt Nam, và là công ty trong nước duy nhất cung cấp các dịch vụ giếng khoan, thiết bị khoan, ứng cứu sự cố tràn dầu và hỗ trợ hoạt động khoan. Sau 7 năm hoạt động trong ngành, PVD đã xây dựng được mối quan hệ thân thiết với rất nhiều nhà thầu quốc tế như Cửu Long JOC (một liên doanh giữa PetroVietnam và công ty CONOCO của Anh), KNOC và SK (Hàn Quốc), GEOPETRO (một liên doanh giữa PetroVietnam và Pháp) .v.v. Hiện tại, PVD đang cung cấp lao động cho các giàn khoan tại Brunei, Malaysia, và Myanmar và đang có kế hoạch cung cấp thêm các dịch vụ khác của công ty sang các quốc gia này trong tương lai.

- Dịch vụ cho thuê thiết bị khoan: là dịch vụ cung cấp các thiết bị khoan chuyên ngành cho các công ty dầu khí và các nhà thầu khoan. Các thiết bị khoan của PVD được kiểm tra và bảo dưỡng theo tiêu chuẩn quốc tế cao nhất. Hiện nay, Công ty có thể cung cấp hầu hết các thiết bị khoan theo yêu cầu của khách hàng.
- Dịch vụ kéo thả ống chống: là dịch vụ cung cấp thiết bị và nhân sự vận hành để kiểm soát hoạt động kéo thả ống chống. Nhờ có trang thiết bị và công nghệ hiện đại cũng như các chuyên gia lành nghề, PVD có thể cung cấp dịch vụ này cho hầu hết các công ty dầu khí đang hoạt động tại Việt Nam.
- Dịch vụ cứu kẹt sự cố giếng khoan và hủy giếng: là dịch vụ cung cấp thiết bị cứu kẹt sự cố giếng khoan và chuyên gia cứu kẹt để vận hành và kiểm soát hoạt động này. (Hủy giếng khoan (P&A) nghĩa là bít và hủy giếng sau khi thăm dò và khai thác). Dịch vụ này chủ yếu xử lý các vấn đề phát sinh trong quá trình khoan giếng và bít các giếng đã khai thác. PVD và Baker Oil Tools hiện đang cung cấp dịch vụ này cho hầu hết các công ty dầu khí tại Việt Nam.
- Dịch vụ khoan định hướng và đo trong khi khoan: là dịch vụ cung cấp các thiết bị khoan định hướng và đo trong khi khoan và chuyên gia vận hành phục vụ công tác khoan của các công ty dầu khí. PVD ứng dụng công nghệ hiện đại nhất của Baker Hughes Inteq, gồm Mud Motor, High Torque/High WOB Drilling Mud Motor và thiết bị GMWD.
- Dịch vụ bơm trám xi măng và kích thích vỉa: là dịch vụ hỗ trợ các hoạt động khoan và gia tăng khả năng khai thác dầu. PVD dẫn đầu thị trường trong nước về lĩnh vực này, chiếm 80% thị phần.
- Dịch vụ đo carota khí, đo địa vật lý giếng khoan và thử vỉa.

3. Dịch vụ thu mua và cung ứng vật tư, thiết bị (chiếm 16% doanh thu, 3% thị phần, tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm)

PVD bán các loại vật tư và thiết bị hiện đại cho các công ty dầu khí và khách hàng trong các ngành công nghiệp khác. Mảng hoạt động này chiếm 16% tổng doanh thu của PVD, 3% thị phần trong nước, và có tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm.

4. Dịch vụ cung ứng lao động chuyên ngành (chiếm 6% doanh thu, 90% thị phần, tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm)

PVD cung ứng đội ngũ công nhân kỹ thuật khoan lành nghề, nhiều kinh nghiệm cho các công ty dầu khí. Đồng thời, công ty cũng cung ứng chuyên gia, nhân lực trong các lĩnh vực dịch vụ địa chất. Mảng hoạt động này chiếm 6% tổng doanh thu của PVD với mức tăng trưởng dự đoán 15%/năm. PVD hiện đang cung cấp trên 90% nhân lực cho các giàn khoan tại Việt Nam, châu Á và Trung Đông.

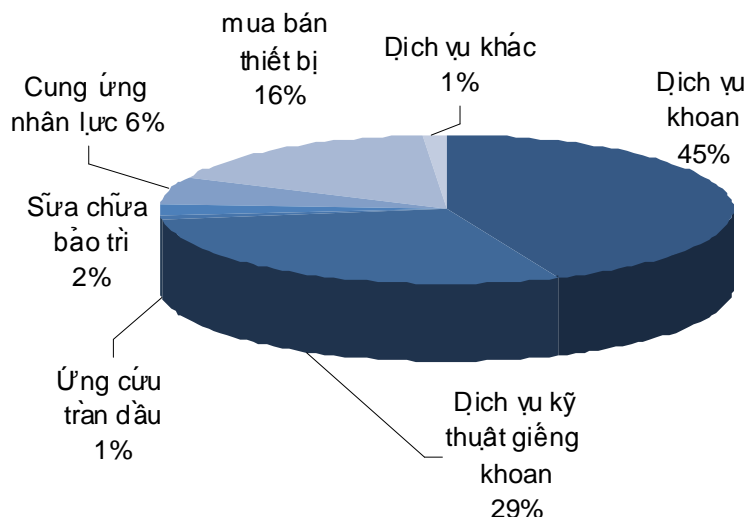
5. Dịch vụ cơ khí sửa chữa (chiếm 2% doanh thu, 70% thị phần, tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm)

PVD cung cấp các dịch vụ về kiểm định, bảo dưỡng và sửa chữa cho các giàn khoan, thiết bị, vật tư dùng trong quá trình khoan. Mảng hoạt động này chiếm 2% tổng doanh thu của PVD, 70% thị phần trong nước, và có tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm.

6. Dịch vụ ứng cứu sự cố tràn dầu (chiếm 1% doanh thu, 90% thị phần, tỷ lệ tăng trưởng 15%/năm)

PVD cung cấp các thiết bị và nhân sự chuyên ngành để ứng cứu các sự cố tràn dầu có nguy cơ xảy ra từ các hoạt động khoan, thăm dò, vận chuyển và trữ dầu của các công ty dầu khí. Mảng hoạt động này chiếm 1% tổng doanh thu của PVD với tỷ lệ tăng trưởng dự đoán 15%/năm. PVD hiện là công ty dẫn đầu thị trường trong nước về mảng hoạt động kinh doanh này, chiếm 90% thị phần.

CƠ CẤU DOANH THU NĂM 2008



ĐỐI THỦ CẠNH TRANH

PV Drilling cạnh tranh với các công ty cung cấp dịch vụ và cho thuê giàn khoan của nước ngoài tại Việt Nam. Sau khi Việt Nam gia nhập WTO, quá trình cạnh tranh diễn ra càng gay gắt hơn đối với tất cả các mảng kinh doanh của công ty do ngày càng có nhiều công ty quốc tế đã hoạt động thành công và có danh tiếng tại Việt Nam. Bảng dưới đây nêu tóm tắt các đối thủ cạnh tranh với PVD theo từng mảng hoạt động kinh doanh:

STT	Mô tả	Thị phần	Đối thủ cạnh tranh
1.	Cung cấp giàn khoan	10%	GSF, TSF, Diamond Offshore, Atwood Oceanic, Ensco, Seadrill
2.	Dịch vụ giếng khoan (ngoại trừ dịch vụ trám xi măng và kích thích vỉa)	50%	Schlumberger, Halliburton, Weatherford, Geoservices, ILO, ITS, Frank Casing
3.	Dịch vụ trám xi măng và kích thích vỉa (do Liên doanh Khoan BJ-PV cung cấp)	80%	Schlumberger, Halliburton
4.	Dịch vụ ứng cứu sự cố tràn dầu	90%	Một số đơn vị cung cấp nhỏ trong nước
5.	Kiểm tra, làm mới và bảo trì OCTG, dụng cụ và trang thiết bị khoan	70%	ICO Asia Pacific, South Sea Inspection Vina Offshore, Vietubes, Tuboscope
6.	Cung cấp lao động cho giàn khoan	90%	Bayong Services Accent Logistics, Alpha services
7.	Thu mua và cung cấp các trang thiết bị và/hoặc vật liệu	3%	Các đơn vị cung cấp trong và ngoài nước

SÁP NHẬP PV DRILLING VỚI CTCP ĐẦU TƯ KHOAN DẦU KHÍ VIỆT NAM (PVD INVEST)

PVD đang trong quá trình sáp nhập với PVD Invest (PVDI), một liên doanh giữa PVD, CTCP Chứng khoán Sài Gòn (SSI), Quỹ đầu tư VietCap và VietsoPetro.² PVD và các đối tác liên doanh đã thành lập công ty PVD Invest vào năm 2007 nhằm rút ngắn thời gian đàm phán mua giàn khoan mới từ vài năm xuống còn 6 tháng. (Lưu ý: Hiện nay, PVD đã hạch toán 2 giàn khoan đang được đóng mới này vào bảng cân đối kế toán, mục “chi phí xây dựng cơ bản dở dang”). Một khi hoàn tất, việc sáp nhập này sẽ kết hợp thương hiệu, thế mạnh tài chính, các mối quan hệ chiến lược và thị phần rộng lớn của PVD với khả năng huy động vốn của PVDI trong tương lai. Việc sáp nhập này cũng sẽ giúp làm giảm chi phí quản lý, nhân sự, lương và hành chính.

PHÂN TÍCH BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

B/c KQHĐKD (Tỉ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Doanh thu	1,072	1,349	2,739	3,460	4,003	5,495	6,803	7,433
% Tăng trưởng	62%	26%	103%	26%	16%	37%	24%	9%
LN trước thuế, lãi vay & KH	105	173	770	1,160	1,378	2,439	2,903	3,145
Khấu hao	32	11	145	165	197	588	604	620
TN trước thuế & lãi vay	73	162	624	996	1,181	1,851	2,299	2,525
% Tăng trưởng	79%	120%	286%	59%	19%	57%	24%	10%
Chi phí lãi vay	0	-	77	73	80	364	309	247
Lợi nhuận trước thuế	73	162	547	923	1,102	1,487	1,990	2,277
% Tăng trưởng	80%	121%	239%	69%	19%	35%	34%	14%
Thuế	21	45	3	8	138	186	249	285
Lợi nhuận sau thuế	53	116	516	904	947	1,282	1,719	1,967
% Tăng trưởng	80%	122%	343%	75%	5%	35%	34%	14%
Số lượng CP lưu hành	-	68.0	110.1	132.2	144.7	169.7	182.3	182.3
EPS	410	906	5,160	7,460	6,548	7,555	9,432	10,794
% Tăng trưởng	80%	121%	470%	45%	-12%	15%	25%	14%

² (PVD hiện đang nắm giữ 51% cổ phiếu của PVDI, cán bộ công nhân viên PVD nắm giữ 20%, SSI và Vietcap cùng nắm giữ 9%, và các cổ đông khác nắm giữ 20%.)

Doanh thu, chi phí, lợi nhuận và các tỷ suất lợi nhuận đều có triển vọng tốt

Hoạt động khoan sẽ là động lực chính thúc đẩy sự phát triển của công ty trong tương lai, ước tính sẽ đóng góp 45% và 75% vào doanh thu và lợi nhuận ròng năm 2008. Về lâu dài, doanh thu và lợi nhuận của công ty cũng có triển vọng tốt, chủ yếu là nhờ hai giàn khoan mới sẽ được đưa vào hoạt động vào cuối năm 2009 và đầu năm 2010, và nhờ tỷ lệ tăng trưởng 15% của các dịch vụ dầu khí khác của công ty. Ước tính, hai giàn khoan mới PVD-II và PVD-III sẽ đem lại doanh thu 70 triệu USD (1.155 tỷ đồng)/năm/giàn khoan kể từ năm 2010.

Dựa trên kết quả phân tích của chúng tôi, tỷ suất lợi nhuận gộp và lợi nhuận từ hoạt động năm 2008 có thể sẽ đạt 33% và 25%, tăng đáng kể so với mức 26% và 20% trong năm 2007, chủ yếu là nhờ lợi nhuận từ giàn khoan tự nâng PVD-I.

Chúng tôi dự đoán rằng các tỷ suất lợi nhuận này thậm chí có thể sẽ tăng cao hơn kể từ năm 2010, đạt khoảng 35% và 28%, nhờ doanh thu từ giàn khoan PVD-I và hai giàn khoan tự nâng được đầu tư thêm. Tuy nhiên, do công ty sẽ phát hành thêm cổ phiếu và chịu thuế suất mới nên chúng tôi dự đoán rằng EPS sẽ không thay đổi đáng kể hoặc giảm 15% vào năm 2009. Dự kiến, trong năm 2009 và 2010, mỗi năm công ty sẽ phát hành thêm khoảng 25 triệu cổ phần bên cạnh 132 triệu cổ phần đang lưu hành hiện nay. Mặc dù vậy, kể từ sau năm 2009, chúng tôi ước tính rằng PVD sẽ đạt mức tăng trưởng doanh thu bình quân 22%, lợi nhuận 22% và lợi nhuận trên mỗi cổ phần (EPS) 11%/năm cho đến hết năm 2012.

	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Cổ phần lưu hành (đơn vị: triệu CP)	68	110	132	145	170	182	182

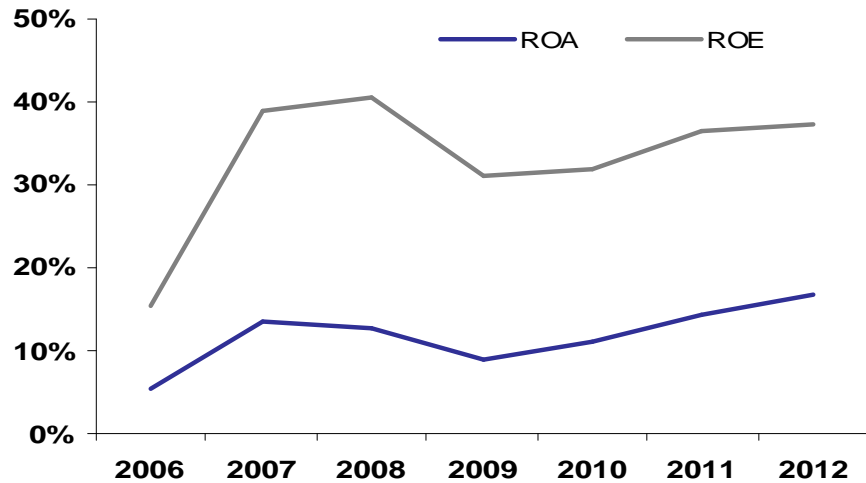
Các mảng hoạt động kinh doanh khác hỗ trợ sự tăng trưởng vững mạnh của công ty gồm dịch vụ kỹ thuật giếng khoan, mua bán trang thiết bị và vật liệu dùng cho các mỏ dầu, và cung cấp nhân lực với tỷ lệ đóng góp vào doanh thu năm 2008 lần lượt là 29%, 16% và 6% và tỷ lệ tăng trưởng bình quân 15%/năm.

Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng đầu năm 2008 gây ấn tượng mạnh

Trong 9 tháng đầu năm 2008, PVD đạt 2.631 tỷ đồng doanh thu (155 triệu USD) và 759 tỷ đồng (45 triệu USD) lợi nhuận, vượt kế hoạch 43% và 88%. Kết quả hoạt động kinh doanh vượt trội này có được là nhờ công ty nâng cao hiệu quả sử dụng giàn khoan biển PV Drilling I từ 95% lên 100%, sự đóng góp ngày càng nhiều của các dịch vụ công nghệ cao có tỷ suất lợi nhuận cao, và các phương pháp kiểm soát chi phí hiệu quả của công ty.

ROE và ROA sẽ vẫn ở mức cao trong những năm tới

Chúng tôi dự đoán ROE sẽ giảm trong hai năm tới, từ mức khá cao 41% hiện nay xuống còn 31% trong năm 2009 và 32% vào năm 2010. Như đã giải thích ở phần trên, các nguyên nhân chính dẫn đến sự sụt giảm này là do công ty phát hành thêm cổ phiếu và chịu thuế suất mới cao hơn. Chúng tôi dự đoán ROA sẽ giảm từ mức 13% hiện nay xuống còn 9% trong năm 2009 và sẽ tăng nhẹ lên 11% trong năm 2010. Nguyên nhân chính là do việc gia tăng đầu tư và thuế suất tăng vào năm 2009.



SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH (2008)

Hệ số	Apexindo Pratama Duta - Indonesia	China Oilfield Services Ltd	PVDrilling
Tỷ suất LN gộp	38%	34%	33%
Tỷ suất LN ròng	17%	24%	26%
ROA	15%	12%	13%
ROE	7%	17%	41%
Giá trị vốn hóa (Tr USD)	530	2,059	524

PHÂN TÍCH BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

Bảng cân đối kế toán (Tỉ đồng)	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Tiền mặt	137	153	522	879	739	834	804	519
Các khoản phải thu	257	431	1,052	1,138	1,097	1,204	1,491	1,629
Hàng tồn kho	17	65	46	52	60	80	99	109
Tài sản ngắn hạn khác	8	32	51	62	62	65	65	65
Tổng tài sản ngắn hạn	419	680	1,671	2,130	1,957	2,184	2,459	2,322
Tài sản cố định hữu hình	34	54	2,087	1,924	5,597	9,258	9,211	9,162
Tài sản cố định vô hình	29	27	31	29	27	26	24	22
Tổng tài sản	1,185	2,174	4,330	7,633	10,840	11,765	11,999	11,819

Phân tích tính thanh khoản

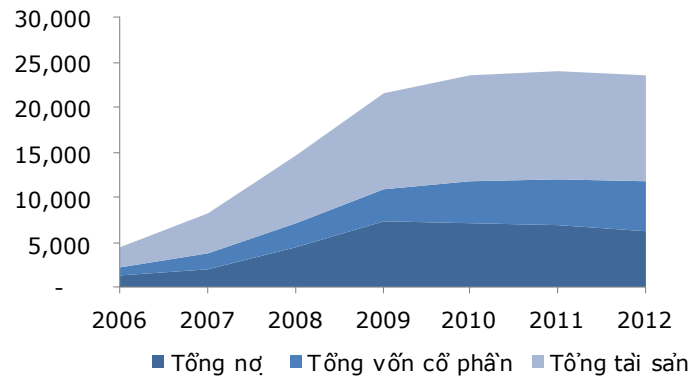
Hệ số khả năng thanh toán hiện thời (tức hệ số giữa tài sản lưu động và nợ ngắn hạn) năm 2007 đạt 2,5. Tuy nhiên, chúng tôi dự đoán rằng hệ số này sẽ giảm mạnh kể từ năm 2008 trở đi do công ty vay nợ để tài trợ cho dự án đầu tư vào hai giàn khoan biển tự nâng. Tuy nhiên, tất cả các hệ số khả năng thanh toán đều nằm trong giới hạn an toàn và PVD cũng không gặp bất kỳ khó khăn nào về tính thanh khoản trong 5 năm tới, với hệ số khả năng thanh toán hiện thời đạt bình quân 1,6 trong giai đoạn 2008 - 2012.

Phân tích cơ cấu vốn

Để tài trợ vốn cho giàn khoan biển tự nâng PVD-II, PVD và PVD Invest đã vay khoản nợ dài hạn 155 triệu USD (2.558 tỷ đồng) với lãi suất SIBOR +1,8% vào năm 2007. Khoản vay này sẽ được trả dần, bắt đầu từ tháng 06/2010 và kết thúc vào tháng 12/2018. PVD và PVD Invest cũng đã vay của các ngân hàng ANZ, HSBC, DBS (Singapore) và BIDV (Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam) 150 triệu USD (2.475 tỷ đồng) với lãi suất 6,5%/năm để tài trợ vốn cho dự án PVD-III. Mặc

dù nợ phải trả sẽ tăng đáng kể nhưng ban lãnh đạo công ty cho biết công ty có kế hoạch duy trì hệ số tổng nợ trên tổng tài sản ở mức 70%, và tổng vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản ở mức 30% cho đến năm 2012 (hệ số tổng nợ trên vốn chủ sở hữu là 2.3).

CƠ CẤU VỐN



ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi dự đoán lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA) sẽ tăng đều đặn trong 5 năm tới. Lợi nhuận sau thuế, lãi vay và khấu hao sẽ trở nên nổi bật hơn kể từ năm 2010 và có thể sẽ tạo ra một đợt tăng giá cổ phiếu PVD trong vòng 12-18 tháng tới.

Phân tích EBITDA

Việc tăng nhanh tài sản để tài trợ vốn cho sự tăng trưởng sẽ làm chi phí khấu hao tài sản (không tác động đến dòng tiền) và chi phí lãi vay tăng đáng kể. Ngoài ra, vào năm 2009, công ty cũng sẽ đóng thuế nhiều hơn. Tuy nhiên, lợi nhuận trước thuế, lãi vay và khấu hao (EBITDA) được dự đoán sẽ tăng đều đặn ở mức bình quân 31%/năm trong giai đoạn 2009-2012. (Xem thêm phần “Các số liệu tài chính nổi bật”)

Hệ số giá cổ phiếu hôm nay (77.000 đồng) so với EBITDA trên mỗi cổ phần năm 2008 (8.778 đồng) là 8,8 lần. Dựa trên kết quả tính toán hệ số tương tự đối với EBITDA năm 2009, giá cổ phiếu là 83.500 đồng và đối với EBITDA năm 2010, giá cổ phiếu sẽ tăng đáng kể, lên đến 126.000 đồng.

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
Giá/EBITDA	17.6x	8.8x	8.8x	8.8x	8.8x	8.8x
EBITDA/CP	6,987	8,778	9,525	14,369	15,928	17,255
Giá CP		77,000	83,551	126,041	139,710	151,355

Định giá cổ phiếu theo phương pháp P/E

Cổ phiếu PVD hiện đang được giao dịch tại SGDCK TPHCM với PE 2008 10,3 lần. Dựa trên kết quả ước tính EPS 2010, giá cổ phiếu PVD là 67.500 đồng. Tuy nhiên, như chúng tôi đã phân tích ở trên, việc định giá theo phương pháp PE có thể sẽ không chính xác do xu hướng tạo ra giá trị nội tại của công ty, dẫn đến việc PVD có giá trị thấp hơn thực tế. Điều này được minh chứng qua việc chúng tôi dự đoán EPS năm 2011 tăng 25%, dẫn đến mức giá 97.000 đồng của cổ phiếu PVD.

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
P/E	24.0x	10.3x	10.3x	10.3x	10.3x	10.3x
EPS	5,160	7,460	6,548	7,555	9,432	10,794
PEG	0.05	0.23	(0.84)	0.67	0.42	0.71
Giá CP		77,000	67,582	77,980	97,354	111,414

Kết quả phân tích EBITDA cho thấy giá hợp lý của cổ phiếu PVD là 83.500 đồng

Định giá cổ phiếu theo phương pháp P/B

Do công ty sẽ phát hành thêm cổ phiếu nên chỉ số PB 3,9 của ngày hôm nay sẽ dẫn đến mức giá 96.500 đồng trong năm 2009.

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E
P/B	9.0x	3.9x	3.9x	3.9x	3.9x	3.9x
Giá trị sổ sách	16,926	19,534	24,458	26,364	27,310	30,617
Giá cổ phiếu		77,000	96,409	103,922	107,651	120,687

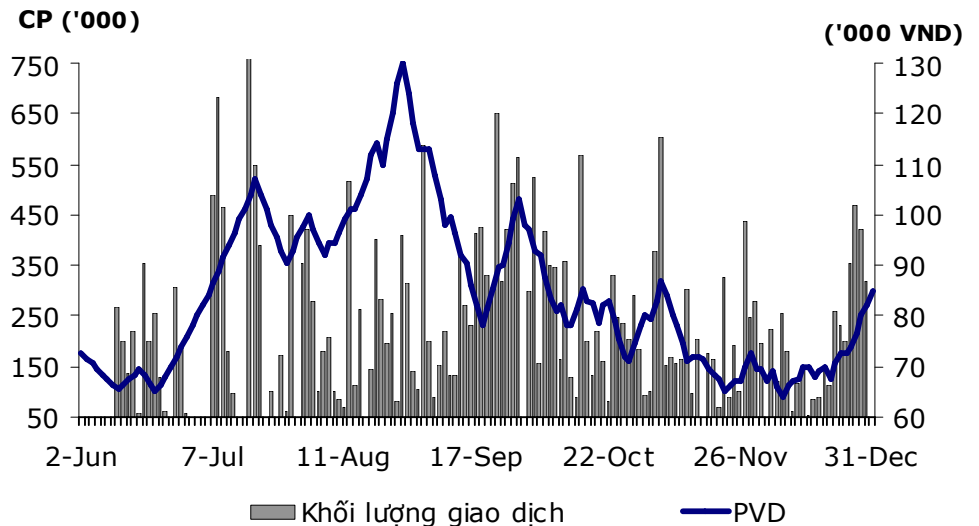
SO SÁNH VỚI CÁC CÔNG TY TRONG NGÀNH

Hệ số	Apexindo Pratama Duta - Indonesia	China Oilfield Services Ltd	PVDrilling	
PE		14.31	14.85	10.30
PB		2.26	2.83	3.90
Gtri vốn hóa(tr. USD)		530	2,059	524

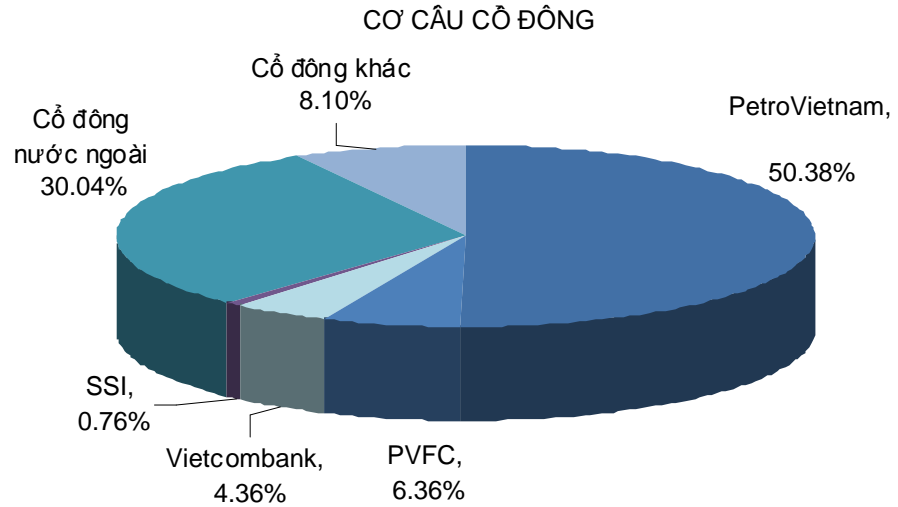
Khối lượng giao dịch ngày đang có xu hướng tăng, đạt khoảng 250.000 cổ phần/ngày. PVD là một trong những cổ phiếu được giao dịch sôi động nhất với giá trị giao dịch bình quân ngày trong tháng qua đạt 17 tỷ đồng (1 triệu USD), chiếm khoảng 5,4% tổng giá trị giao dịch bình quân ngày trên thị trường.

DIỄN BIẾN GIÁ CỔ PHIẾU VÀ TÍNH THANH KHOẢN

Diễn biến giá cổ phiếu PVD và tính thanh khoản



CƠ CẤU CỔ ĐÔNG



PetroVietnam là cổ đông lớn nhất của PVD, nắm giữ 50,38% cổ phiếu. NĐT nước ngoài gồm các quỹ đầu tư như Citigroup Global Markets, Amersham Industries, HSBC, Duetsche Bank.v.v, sở hữu 30,04% cổ phiếu.

RỦI RO

Thứ nhất, cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu sắp xảy ra có thể sẽ làm giảm nhu cầu về thăm dò dầu khí, dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận của PVD. Thứ hai, PVD sẽ phải cạnh tranh khốc liệt với các đối thủ nước ngoài có nguồn lực dồi dào và nhiều kinh nghiệm có thể sẽ thâm nhập vào thị trường Việt Nam sau khi Việt Nam gia nhập WTO. Thứ ba, phần lớn các khoản thu nhập và thanh toán của PVD đều bằng USD trong khi tỷ giá USD/VND có thể sẽ tiếp tục biến động mạnh. Thứ tư, tình hình kinh tế vĩ mô với nhiều biến động sẽ tiếp tục tạo ra một môi trường không mấy thuận lợi cho PVD và các cổ phiếu có tính chu kỳ khác.

Rủi ro cạnh tranh

Việc Việt Nam gia nhập WTO vào đầu năm 2007 sẽ làm cạnh tranh trong ngành dầu khí trở nên gay gắt hơn. Các công ty dầu khí quốc tế có tiềm lực mạnh, công nghệ cao và nhiều kinh nghiệm sẽ thâm nhập vào thị trường Việt Nam.

Rủi ro từ cuộc khủng hoảng kinh tế toàn cầu

Nền kinh tế toàn cầu có thể sẽ tăng trưởng chậm lại trong những năm tới, dẫn đến nhu cầu tiêu thụ dầu và giá dầu giảm. Vì vậy, các công ty dầu khí có thể sẽ giảm bớt hoạt động thăm dò, khiến nhu cầu về các dịch vụ kỹ thuật dầu khí giảm, dẫn đến sự sụt giảm lợi nhuận của PVD.

Rủi ro từ cuộc khủng hoảng tín dụng toàn cầu

Rất nhiều dự án đóng mới giàn khoan đã bị hoãn lại do các ngân hàng cắt giảm cho vay trong những tháng gần đây. Tuy nhiên, đối với trường hợp của PVD, chúng tôi cảm thấy rằng do công ty đã thực hiện đầy đủ cam kết với các ngân hàng nên rủi ro này là rất thấp.

Rủi ro từ sự mất cân đối của nền kinh tế vĩ mô trong nước

Năm 2008, Việt Nam phải đối đầu với rất nhiều vấn đề vĩ mô gồm lạm phát tăng cao, sự biến động của tỷ giá hối đoái, tăng trưởng kinh tế chậm lại, thị trường chứng khoán ảm đạm và thâm hụt mậu dịch ngày càng tăng. Mặc dù đã phần nào được kiềm chế nhưng sự mất cân đối này vẫn có thể ảnh hưởng bất lợi đến hiệu quả hoạt động của PVD xét về khả năng tạo ra lợi nhuận và huy động vốn, nhất là khi công ty đang cần các nguồn vốn để tài trợ cho các dự án đầy tham vọng đang tiến triển.

Rủi ro tiền tệ

Do 85% doanh thu của công ty là USD nên việc đồng USD mất giá so với đồng Việt Nam có thể sẽ ảnh hưởng xấu đến khả năng sinh lợi của công ty. Tuy nhiên, do 60% chi phí đầu tư của PVD cũng bằng USD nên những ảnh hưởng bất lợi do sự biến động tỷ giá cũng phần nào được trung hòa. Vì vậy, rủi ro tiền tệ hiện không phải là một mối quan tâm lớn nhưng điều đó không có nghĩa là PVD hoàn toàn không chịu sự ảnh hưởng từ rủi ro này.

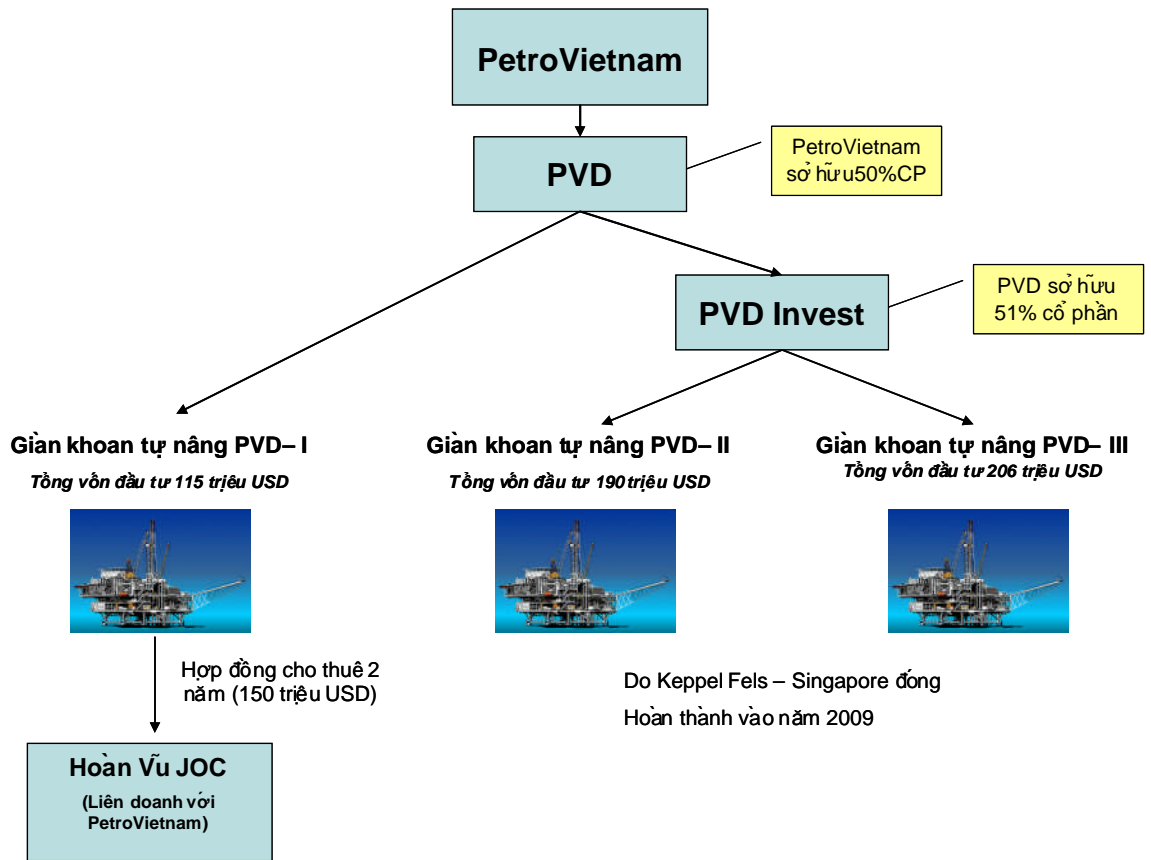
Rủi ro từ chi phí đầu tư quá cao

Với chi phí đầu tư quá cao vào các dự án mua mới giàn khoan biển, PVD sẽ phải chịu sức ép về việc tăng hiệu quả sử dụng các giàn khoan để rút ngắn thời gian hoàn vốn nhằm tránh các vấn đề về dòng tiền.

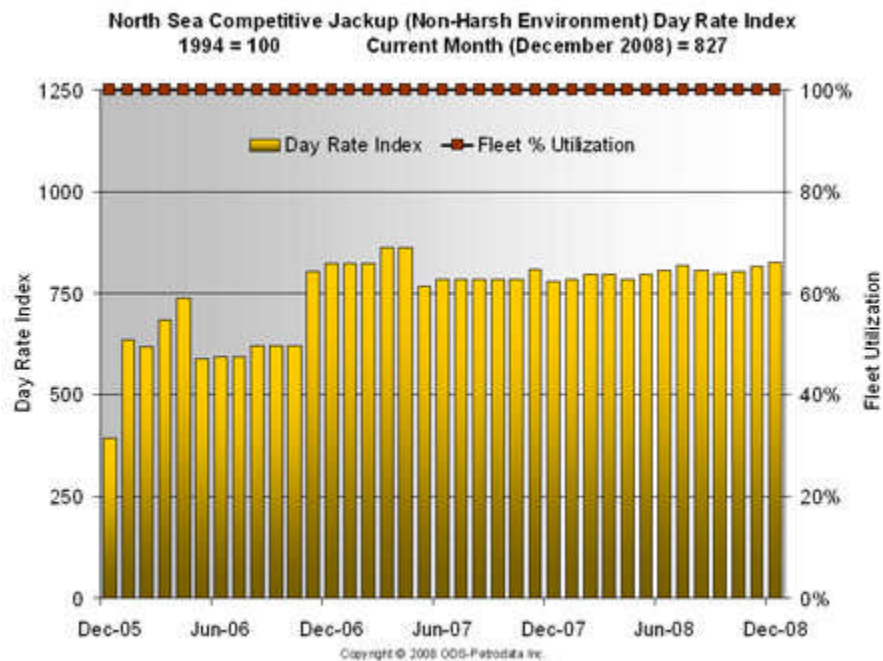
Thiếu hụt lao động

PVD hiện vẫn đang thiếu hụt nhân viên kỹ thuật thạo nghề người Việt Nam và buộc phải thuê các chuyên gia nước ngoài vận hành giàn khoan. Vướng mắc về nguồn nhân lực này có thể làm hạn chế khả năng cung cấp các dịch vụ công nghệ cao và làm giảm lợi thế cạnh tranh của công ty so với các đối thủ trong ngành.

Phụ lục 1: Cơ cấu công ty PV Drilling



Phụ lục 2: Giá thuê giàn khoan tự nâng tính theo ngày



Phụ lục 3: Số liệu về ngành công nghiệp dầu khí của Việt Nam

Nguồn: Business Monitor International

Table: Vietnam Oil & Gas – Historical Data & Forecasts

	2005	2006	2007e	2008f	2009f	2010f	2011f	2012f
Proved Oil Reserves, mn barrels	3119	3250	3250	3200	3200	3000	2900	2850
Oil Production, 000b/d	398	367	350	385	400	390	380	370
Oil Consumption, 000b/d	253	276	298	328	354	375	398	422
Oil Refinery Capacity, 000b/d	0	0	0	0	130	130	130	160
Crude Oil Exports, 000b/d	398	367	350	385	283	273	263	226
Oil Price, US\$/bbl, OPEC Basket	50.6	61.1	69.0	74.0	71.0	70.0	70.0	70.0
Value of Crude Oil Exports, US\$m (BMI base case)	7356	8188	8819	10399	7334	6975	6720	5774
Value of Petroleum Exports, US\$m (BMI base case)	7356	8188	8819	10399	7334	6975	6720	5774
Value of Crude Oil Exports, constant US\$50/bbl – US\$m	7264	6698	6388	7026	5165	4982	4800	4125
Value of Crude Oil Exports, constant US\$100/bbl – US\$m	14527	13396	12775	14053	10330	9965	9600	8249
Value of Petroleum Exports, constant US\$50/bbl – US\$m	7264	6698	6388	7026	5165	4982	4,800	4,125
Value of Petroleum Exports, constant US\$100/bbl – US\$m	14527	13396	12775	14053	10330	9965	9,600	8,249
Refined Petroleum Products Imports, 000b/d	253	276	298	328	237	258	281	278
Proved Gas Reserves, bcm	365	400	400	430	430	450	470	480
Gas Production, bcm	6.9	7.0	8.0	12.0	15.0	17.0	20.0	25.0
Gas Consumption, bcm	6.9	7.0	8.0	12.0	15.0	17.0	20.0	25.0
Gas Import, bcm	na	na	na	na	na	na	na	na
Value of Gas Imports, US\$m (BMI base case)	na	na	na	na	na	na	na	na
Value of Gas Imports, constant US\$50/bbl – US\$m	na	na	na	na	na	na	na	na
Value of Gas Imports, constant US\$100/bbl – US\$m	na	na	na	na	na	na	na	na

e/f = BMI estimate/forecast; na = not available/applicable. Source: Historic, BP Statistical Review of World Energy, June 2007; Forecast, BMI Research.

BỘ PHẬN NGHIÊN CỨU VÀ PHÂN TÍCH TVS**Hà Nội:**

Lầu 10, Tòa nhà Tung Shing, 2 Ngô Quyền, Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 3926 4116 – Fax: (84) (4) 2220 3227

535 Kim Mã, Q. Ba Đình, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84) (4) 2220 3228 – Fax: (84) (4) 2220 3227

Tp. Hồ Chí Minh:

Lầu 9, Tòa nhà Vitek, 63 Võ Văn Tần, Q. 3, Tp. Hồ Chí Minh, Việt Nam
ĐT: (84) (8) 62299 2099 – Fax: (84) (8) 6299 2088

Thông tin liên lạc:

Bộ phận phục vụ khách hàng tổ chức	Chức vụ	Thông tin liên lạc
Christian Leitzinger	Giám đốc phụ trách khối khách hàng tổ chức	M: + 84 0902 250 393 Email: chris@tvs.vn
Ian Nguyễn	Chuyên viên tư vấn cao cấp	M: +84 093 416 4716 Email: ian@tvs.vn
Trương Lê Minh	Chuyên viên giao dịch	M: + 84 0982 707 742 Email: minhlt@tvs.vn
Tat Sun Ho	Chuyên viên phân tích	M: + 84 0979 995 720 Email: tat@tvs.vn
Lisa Nguyễn	Chuyên viên phân tích	M: + 84 983 001 682 Email: lentp@tvs.vn

Bộ phận nghiên cứu và phân tích	Chức vụ	Thông tin liên lạc
Nguyễn Thanh Thảo	Trưởng bộ phận	M: + 84 903308310 Email: thaont@tvs.vn
Nguyễn Duy Quang	Chuyên viên phân tích cao cấp	M: + 84 908452046 Email: quangnd@tvs.vn
Nguyễn Trọng Khiêm	Chuyên viên phân tích	M: + 84 904821889 Email: khiemnt@tvs.vn
Trần Thị Hồng Nhung	Chuyên viên phân tích	M: + 84 983601070 Email: nhungth@tvs.vn
Trần Hữu Chung Tú	Chuyên viên phân tích	M: + 84 949886886 Email: tuthe@tvs.vn
Nguyễn Trương Hồng Lĩnh	Biên tập/biên dịch viên	M: + 84 908147760 Email: linhnh@tvs.vn

©2008. Bản quyền thuộc về Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt. Mọi quyền lợi được bảo vệ. Toàn bộ hay một phần của ấn phẩm này không được phép phân phối lại hay tiết lộ dưới bất kỳ hình thức nào mà không được sự đồng ý bằng văn bản trước đó của Công ty cổ phần Chứng khoán Thiên Việt (TVS). Các thông tin có trong ấn phẩm này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và TVS không đảm bảo tính chính xác của các thông tin này. Các thông tin và ý kiến được nêu trong ấn phẩm này không phải là sự tư vấn về mua hoặc bán bất kỳ loại chứng khoán nào hoặc bất kỳ hình thức đầu tư nào. TVS không chịu trách nhiệm về bất kỳ quyết định nào của nhà đầu tư.