

**Ngành: Dầu khí / Thiết bị và dịch vụ dầu khí**



## **Tổng công ty cổ phần Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí (HNX: PVC)**

### **TIÊU ĐIỂM**

- **DMC là doanh nghiệp duy nhất cung cấp các sản phẩm về dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí cho các đơn vị trong Tập đoàn.** Doanh thu năm 2010 tăng trưởng hơn 215%, lợi nhuận sau thuế tăng 142.8%, chủ yếu đến từ Công ty liên doanh MI – Việt Nam (trung bình khoảng 3,5 triệu USD/năm).
- **Là một trong hai doanh nghiệp độc quyền phân phối nhựa PP.** Dự kiến, hoạt động này hàng năm sẽ mang lại cho DMC từ 55 – 82,5 triệu USD doanh thu. Năm 2010, DMC đã thành công trong việc tiêu thụ 24.580 tấn hạt nhựa PP (50% sản lượng của nhà máy polypropylene Dung Quất).
- Từ tháng 7 năm 2011, Liên doanh MI – Việt Nam sẽ chuyển đổi mô hình từ công ty liên doanh sang công ty TNHH 2 thành viên, DMC nắm giữ 51% vốn điều lệ, khi đó doanh thu từ MI – Việt Nam sẽ được hợp nhất vào công ty mẹ PVC. Với doanh thu và lợi nhuận tương ứng trên 1.000 tỷ và trên 159 tỷ, việc hợp nhất này sẽ gia tăng đáng kể doanh thu và lợi nhuận cho Tổng Công ty DMC.
- Tuy sản phẩm và dịch vụ mang tính chất đặc thù của ngành Dầu khí, trên sàn giao dịch hiện tại không có doanh nghiệp nào có nét tương đồng về hoạt động với PVC, nhưng giá cổ phiếu PVC trong thời gian vừa qua cũng bị tác động chung của các điều kiện thị trường. Vì thế chúng tôi chỉ sử dụng mức PE và PB chung của thị trường để tính giá cổ phiếu PVC. Đồng thời chúng tôi cũng sử dụng phương pháp chiết khấu theo dòng tiền DCF để xác định mức giá kỳ vọng của cổ phiếu này. **Giá của cổ phiếu PVC được kỳ vọng ở mức 22.315 đồng/cổ phiếu.**

### **KHUYẾN NGHỊ**

Giá kỳ vọng	<b>22.315</b>
Giá thị trường	17.500
Cao nhất 52 tuần	29.900
Thấp nhất 52 tuần	13.200

### **THÔNG TIN CỔ PHẦN**

Sàn giao dịch	HNX
Mệnh giá	10.000
Số lượng CP	35.000.000
Vốn hóa (tỷ VND)	598
EPS 2010 (VND)	3.483

### **THÔNG TIN SỞ HỮU**

PVN	33.36%
DPM	8.06%
CĐ phổ thông	58.58%

	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
EPS (VNĐ)	3,143	3,483	3,077	2,562	3,135	3,849	4,725
Tốc độ tăng trưởng EPS	-39.7%	10.8%	-11.6%	-16.8%	22.4%	22.8%	22.8%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	17,157	16,297	15,017	16,379	18,313	20,962	24,487
P/E (lần)	4.8	4.3	4.9	5.9	4.8	3.9	3.2
P/B (lần)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
ROA	21.2%	15.1%	9.9%	7.9%	8.5%	9. %	9.4%
ROE	36.6%	28.9%	19.9%	16.3%	18.1%	19.6%	20.8%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	33.6%	26.6%	16.8%	15.4%	13.8%	12.1%	10.3%

*Nguồn: PVC, PSI dự báo*

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng Công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí tiền thân là Công ty Cổ phần Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí được thành lập ngày 8/3/1990 và được chuyển đổi hoạt động theo mô hình công ty cổ phần chính thức từ ngày 18/10/2005 trên cơ sở cổ phần hóa Công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí, là doanh nghiệp Nhà nước, đơn vị thành viên hạch toán độc lập thuộc Tập đoàn Dầu khí Việt Nam. Tổng Công ty đã thực hiện niêm yết và giao dịch cổ phiếu tại Trung tâm Giao dịch Chứng khoán Hà Nội với mã chứng khoán là PVC, ngày giao dịch đầu tiên 15/11/2007.

- Kinh doanh các loại phân bón sản xuất trong và ngoài nước;
- Kinh doanh hóa chất, hóa phẩm, nguyên vật liệu và các thiết bị tìm kiếm, thăm dò, khai thác, vận chuyển, tồn chứa, chế biến dầu khí và các ngành kinh tế;
- Xuất nhập khẩu hóa chất, hóa phẩm, thiết bị, nguyên liệu, vật tư phục vụ cho ngành công nghiệp dầu khí, phục vụ xử lý, chống ô nhiễm môi trường và các ngành công nghiệp khác;
- Nghiên cứu chuyển giao công nghệ, cung cấp dịch vụ dung dịch khoan, dịch vụ hoàn thiện và sửa chữa giếng khoan dầu khí, xử lý vùng cận đáy giếng, tăng cường thu hồi dầu và các dịch vụ kỹ thuật dầu khí khác;
- Xử lý môi trường và chuyển giao công nghệ xử lý môi trường; Thu gom, xử lý, tái chế các loại phế liệu và chất thải của ngành dầu khí
- Khai thác mỏ và sản xuất, mua bán khoáng sản trong và ngoài nước; kinh doanh thiết bị, máy móc phục vụ cho ngành khai thác khoáng sản và các ngành công nghiệp khác;
- Kinh doanh phụ gia cho dung dịch khoan.

## LÝ DO ĐẦU TƯ

***DMC hiện nay là doanh nghiệp duy nhất cung cấp các sản phẩm về dung dịch khoan và hóa phẩm dầu khí cho các đơn vị trong Tập đoàn như Tổng công ty Thăm dò và Khai thác Dầu khí (PVEP), Tổng công ty cổ phần Dịch vụ kỹ thuật Dầu khí (PTSC), Tổng công ty cổ phần Phân đạm và Hóa chất Dầu khí (PVFC Co), Liên doanh dầu khí Vietsovpetro và các nhà thầu dầu khí nước ngoài đang hoạt động tại Việt Nam ... Điều này cho thấy thị trường đầu ra của DMC luôn được đảm bảo, góp phần ổn định hoạt động của công ty. DMC còn nhận được sự hỗ trợ của PVN trong việc đầu tư và hợp tác với các tỉnh, địa phương trong nước (Bắc Cạn, Phú Thọ, Quảng Ngãi ...) và nước ngoài (CHDCND Lào) để thăm dò, tìm kiếm nguồn nguyên liệu nên chủ động hơn trong việc tìm kiếm nguyên liệu đầu vào phục vụ hoạt động sản xuất, kinh doanh.***

Công ty liên doanh MI – Việt Nam giữa DMC và Tập đoàn Dầu khí M – I SWACO (Mỹ) hoạt động hiệu quả, doanh số và lợi nhuận hàng năm chia cho DMC lên tới hàng triệu USD. Đây là nguồn lợi nhuận chính của DMC trong những năm trở lại đây. Trung bình trong giai đoạn 2007 – 2009, lợi nhuận từ MI – Việt Nam đem về cho DMC khoảng hơn 83 tỷ đồng, tương đương với 4,4 triệu USD (ứng với số vốn góp của DMC là 50% vốn điều lệ). Năm 2010, doanh thu và lợi nhuận thuần của MI – Việt Nam tương ứng là 1.000 tỷ và 159 tỷ đồng. Theo kế hoạch, ***DMC sẽ tiến hành tăng số vốn góp của mình tại công ty MI – Việt Nam lên tới 51% vào năm 2011.*** Do đó kết quả hoạt động kinh doanh của MI – Việt Nam sẽ được hợp nhất trong báo cáo tài chính của DMC. Điều này sẽ góp phần gia tăng đáng kể doanh thu của Tổng công ty DMC kể từ năm 2011.

***Là một trong hai doanh nghiệp độc quyền phân phối nhựa PP của Nhà máy Polypropylene.*** Hạt nhựa PP được sử dụng rộng rãi trong ngành công nghiệp ô tô, xây dựng, điện, chế biến bao bì, sợi và các vật dụng phục vụ đời sống con người. Đây là nguyên liệu mà Việt Nam phải nhập khẩu 100% từ nước ngoài. Năm 2010, DMC đã tiêu thụ được 188.676 tấn PP, đạt 125% kế hoạch đặt ra và tăng trưởng 40% so với năm 2009. Trong đó phân phối 24.580 tấn sản phẩm PP của Nhà máy

Polypropylene Dung Quất (PP BSR). Doanh thu từ hoạt động kinh doanh PP năm 2010 đã đem lại 660 tỷ cho DMC. ***Dự kiến, hoạt động này hàng năm sẽ mang lại cho DMC từ 55 – 82,5 triệu USD doanh thu.***

***Cải thiện trong hoạt động kinh doanh:*** Trước đây PVC thường xuyên kinh doanh thua lỗ ở hoạt động kinh doanh chính với mức lỗ bình quân -21,5 tỷ/năm và mức biên lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh/doanh thu thuần là -4,79%. Tuy nhiên, từ năm 2010 đã chứng kiến sự thay đổi của PVC. Trong năm 2010, PVC đạt lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh chính là 23,4 tỷ đồng, với mức biên lợi nhuận là 1,34% đã thể hiện sự cải thiện đáng kể trong hiệu quả của PVC. Với việc tiếp tục cải cách mạnh mẽ trong hoạt động kinh doanh theo chỉ đạo của PVN về sắp xếp và tái cấu trúc các Tổng công ty thì PVC sẽ tiếp tục cải thiện được tình hình kinh doanh, lợi nhuận của mình trong thời gian tới.

## RỦI RO ĐẦU TƯ

***Nguyên liệu đầu vào cho các sản phẩm sản xuất truyền thống chưa ổn định.*** Sản phẩm quan trọng và là sản phẩm truyền thống của DMC trong nhiều năm qua là Barite API và Bentonite API, được sản xuất từ quặng Barite ( $\text{BaSO}_4$ ) và khoáng sét Montmorillonit (sét Bentonite). Nguồn nguyên liệu này chủ yếu do công ty khai thác tại các mỏ quặng thuộc các tỉnh phía Bắc như: Tuyên Quang, Cao Bằng ... Do hiện nay trữ lượng giảm, DMC phải tiến hành tìm kiếm nguồn nguyên liệu mới tại Lào và Đèo Hùng – Phú Thọ (quặng Barite); tại Tuy Phong – Bình Thuận và Cổ Định, Nông Cống – Thanh Hóa (sét Bentonite). Theo kế hoạch 5 năm giai đoạn 2011 – 2015 thì ***phần lớn các dự án xây dựng nhà máy, dây chuyền sản xuất sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động vào khoảng giữa năm 2012 và 2013.***

***Rủi ro cạnh tranh lớn trong lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật dầu khí.*** Hướng đi mới của DMC kể từ năm 2009 là chuyển từ sản xuất sản phẩm giản đơn sang sản xuất các sản phẩm có giá trị thương mại cao (PPD, Demulsifier, ...) và tập trung phát triển cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (như dịch vụ cung cấp dung dịch khoan, dịch vụ làm sạch và xử lý môi trường). Đây là dịch vụ còn khá mới mẻ, hầu hết đều do các công ty nước ngoài với nhiều kinh nghiệm và trình độ công nghệ hiện đại đảm nhiệm, chưa có bất kỳ doanh nghiệp nào trong nước tham gia. Vì vậy, mở rộng hoạt động sang lĩnh vực này, DMC sẽ phải đối mặt với rủi ro cạnh tranh khá cao, đòi hỏi công ty phải nâng cao chất lượng nguồn nhân lực cũng như đầu tư máy móc kỹ thuật công nghệ hiện đại.

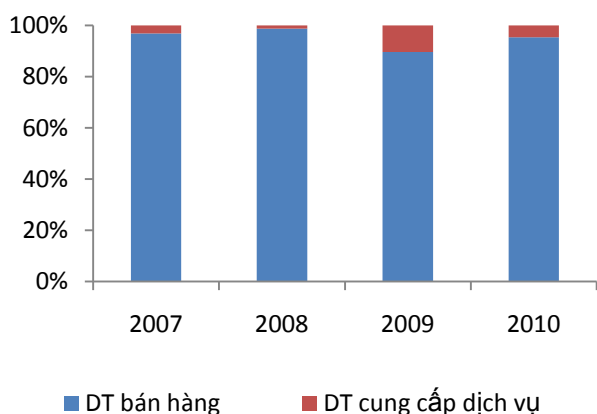
Do hoạt động của DMC phụ thuộc rất lớn vào hoạt động khoan thăm dò, khai thác dầu khí nên tăng trưởng hoạt động của DMC phụ thuộc rất lớn vào cơ chế, chính sách cũng như kế hoạch khai thác của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam cũng như việc ưu tiên sử dụng sản phẩm, dịch vụ PVC cung cấp.

## ĐÁNH GIÁ HOẠT ĐỘNG SẢN XUẤT - KINH DOANH

**Hiện nay, DMC có bốn lĩnh vực hoạt động sản xuất, kinh doanh chính là dịch vụ kỹ thuật, cung ứng hóa chất, sản xuất hóa phẩm và khai khoáng.** Trong đó, hoạt động sản xuất và kinh doanh các loại hóa phẩm là hoạt động truyền thống, thường chiếm trung bình khoảng 85% tổng doanh thu của Công ty. Từ năm 2009, định hướng phát triển mục tiêu mới của DMC là dịch vụ kỹ thuật, bao gồm: dịch vụ dung dịch khoan, dịch vụ làm sạch đường ống, bồn bể chứa dầu, tàu chứa dầu, dịch vụ xử lý môi trường với việc thành lập chi nhánh DMC – Vũng Tàu (chức năng chuyên cung cấp dịch vụ kỹ thuật khoan và khai thác vào tháng 5/2009). Doanh thu từ lĩnh vực này tăng đáng kể và chiếm 10% tổng doanh thu của Công ty trong năm 2009.

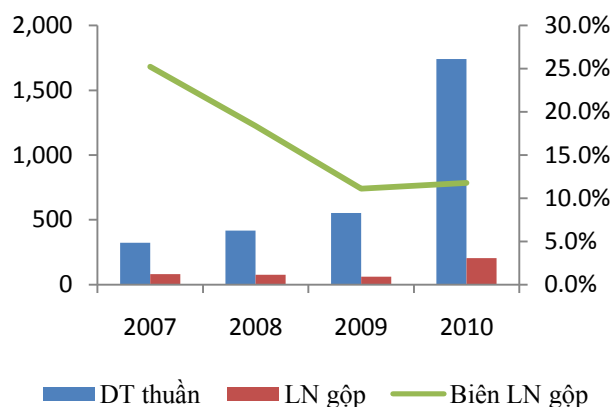
Trong giai đoạn 2007 – 2009, tốc độ tăng trưởng doanh thu của DMC đạt hơn 30%. Giá vốn gia tăng nhanh chóng (năm 2009 chi phí giá vốn tăng 44,34% so với năm 2008) là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp của DMC giảm (trung bình trong giai đoạn này khoảng 13,2%).

**Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu**



*Nguồn: PSI Research*

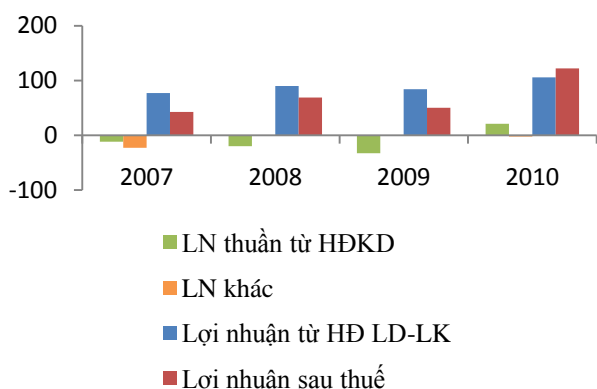
**Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận**



*Nguồn: PSI Research*

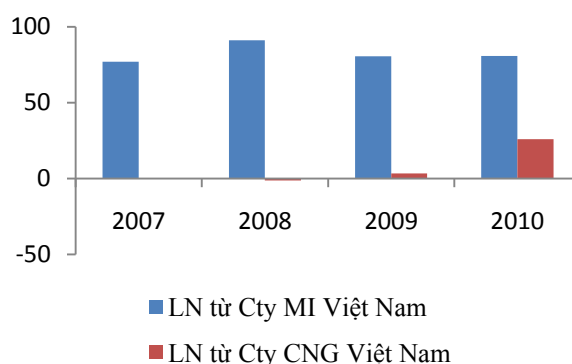
**Lợi nhuận sau thuế của DMC đạt tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 18%, chủ yếu đến từ hoạt động liên doanh – liên kết.** Tuy nhiên, lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty lại luôn trong tình trạng thua lỗ. Năm 2008 thua lỗ thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh là gần 20 tỷ đồng và năm 2009 là khoảng 32,8 tỷ đồng (tăng 64% so với năm 2008). Lý do là chi phí quản lý doanh nghiệp của DMC cao, trung bình chiếm 10% doanh thu thuần của công ty, tốc độ tăng trưởng trung bình lên tới khoảng 54,2%. Năm 2010, DMC đã cải thiện được đáng kể hiệu quả hoạt động kinh doanh bằng việc lãi 23,4 tỷ đồng từ hoạt động kinh doanh chính so với mức lỗ hàng năm trước đây khoảng trên 20 tỷ đồng/năm.

**Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận**



*Nguồn: PSI Research*

**Biểu đồ 4: Lợi nhuận hoạt động đầu tư**



*Nguồn: PSI Research*

Cho đến cuối năm 2010, DMC có 2 công ty liên doanh – liên kết là Công ty liên doanh MI – Việt Nam (góp vốn 50%) và Công ty cổ phần CNG Việt Nam (góp vốn 27%). Công ty MI – Việt Nam chuyên cung cấp dung dịch khoan, dịch vụ kỹ thuật cho khoan dầu khí; ... Đây là một trong những công ty liên doanh hoạt động ổn định và hiệu quả nhất của ngành Dầu khí, lợi nhuận đem lại cho DMC khá cao lên tới hàng triệu USD mỗi năm. Trung bình trong giai đoạn 2007 – 2009, lợi nhuận từ MI – Việt Nam đem về cho DMC khoảng hơn 70 tỷ đồng, tương đương với 3,5 triệu USD.

Từ tháng 7 năm 2011, Liên doanh MI – Việt Nam sẽ chuyển đổi mô hình từ công ty liên doanh sang công ty TNHH 2 thành viên, DMC nắm giữ 51% vốn điều lệ, khi đó doanh thu từ MI – Việt Nam sẽ được hợp nhất vào công ty mẹ PVC. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế của liên doanh này năm 2009 và 2010 lần lượt đạt 845 tỷ và 166 tỷ; 1.000 tỷ và trên 159 tỷ. Việc hợp nhất này sẽ gia tăng đáng kể doanh thu và lợi nhuận cho Tổng Công ty DMC.

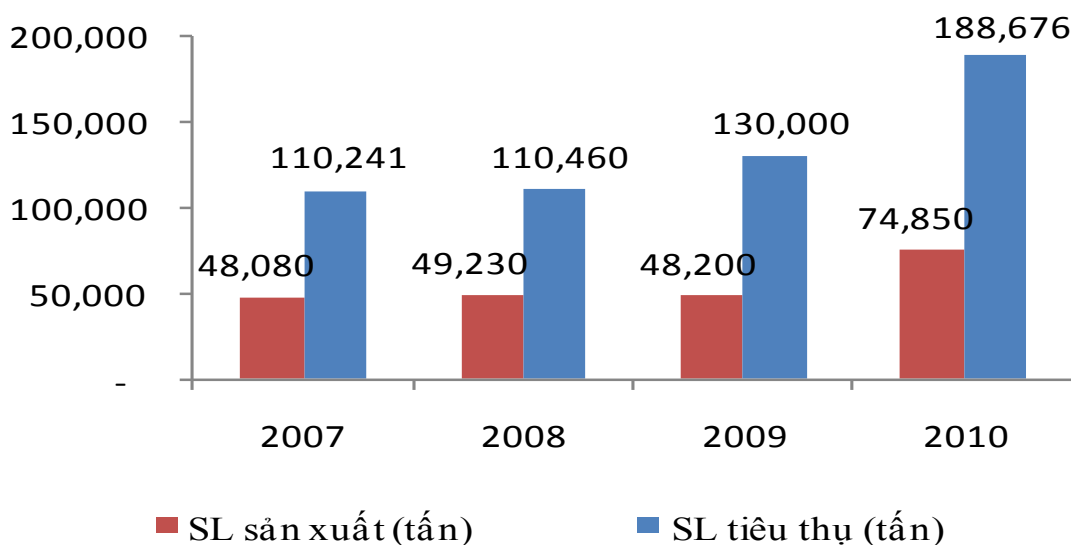
Còn công ty CNG Việt Nam chuyên sản xuất và chiết nạp khí thiên nhiên CNG và LPG; cung cấp

các dịch vụ cải tạo, bảo dưỡng, sửa chữa, lắp đặt các thiết bị chuyển đổi cho các phương tiện sử dụng nhiên liệu khí thiên nhiên CNG và LPG. Tuy công ty mới bắt đầu được thành lập và đi vào hoạt động, lại chịu ảnh hưởng lớn từ cuộc khủng hoảng kinh tế thế giới năm 2008 – 2009, năm 2009 chỉ đem lại cho DMC mức lợi nhuận hơn 3 tỷ đồng nhưng đến 2010, con số này đã là 25.9 tỷ đồng.

Tháng 4/2011, DMC đã hoàn tất các thủ tục chuyển nhượng phần vốn góp của DMC tại CNG Việt Nam cho PVGas South. Lợi nhuận từ việc chuyển nhượng này khoảng 50 tỷ đồng sẽ được ghi nhận trong báo cáo kết quả hoạt động kinh doanh QII của DMC.

Hoạt động sản xuất hóa phẩm đạt trung bình khoảng 48,5 nghìn tấn/năm và gần như không tăng trưởng trong giai đoạn 2007 – 2009. Năm 2010

**Biểu đồ 5: Sản lượng sản xuất – tiêu thụ**



Nguồn: PVC, PSI Research

Sản phẩm hóa phẩm do DMC sản xuất từ nguồn nguyên liệu trong nước gồm 5 dòng sản phẩm chính:

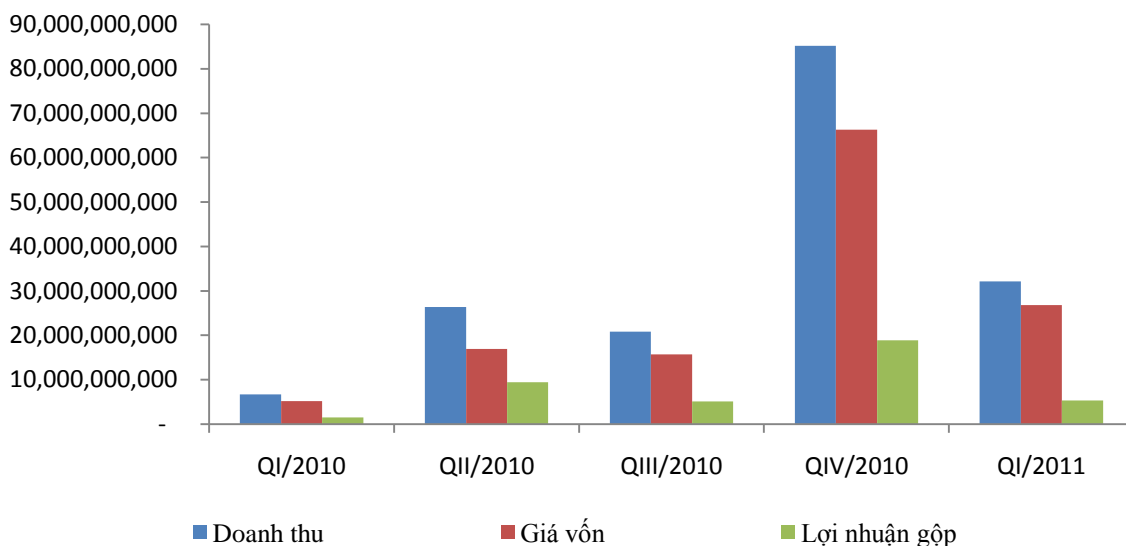
- (i) **Barite API**: được sử dụng trong lĩnh vực dầu khí, có tác dụng làm tăng tỷ trọng của dung dịch khoan để kiểm soát áp vỉa và ổn định giếng khoan;
- (ii) **Ben DAK** gồm Ben DAK 1 và Ben DAK 2 sử dụng trong sản xuất thức ăn viên cho gia súc, có tác dụng làm tăng chất kết dính cho thức ăn viên (Ben DAK 1) và làm tăng khả năng hấp thụ, cô lập độc tính do nấm mốc trong thức ăn (Ben DAK 2);
- (iii) **Bentonite API** gồm Bentonite API DAK khoan dầu khí và Bentonite API DAK khoan cọc nhồi. Trong đó, Bentonite API DAK khoan dầu khí được sử dụng trong công nghệ khoan dầu khí, có tác dụng tăng độ nhớt và giảm độ nước thải của dung dịch khoan; Bentonite API DAK khoan cọc nhồi được dùng trong công nghệ khoan cọc nhồi, phục vụ công trình xây dựng, khuôn đúc;
- (iv) **Xi măng giếng khoan** gồm xi măng giếng khoan G-DAK và xi măng giếng khoan nóng DAK;
- (v) **Super lub** là dung dịch được sử dụng để bôi trơn hệ dung dịch khoan gốc nước (Dầu bôi trơn).

Nguyên liệu để sản xuất ra các sản phẩm này gồm quặng Barite, sét Bentonite và đá vôi  $\text{CaCO}_3$



chủ yếu được DMC khai thác từ các mỏ quặng thuộc các tỉnh phía Bắc. Hiện nay, DMC còn đang mở rộng hoạt động khai thác, tìm kiếm và thăm dò nguồn nguyên liệu mới như: dự án mỏ Barite tại Lào, dự án tìm kiếm, thăm dò mỏ Barite tại Đoàn Hùng – Phú Thọ, Dự án khai thác, chế biến sét tại Tuy Phong - Bình Thuận và Dự án khai thác, chế biến CaCO<sub>3</sub> tại Nghệ An. Ngoài trừ sản phẩm Ben DAK, thì các sản phẩm chính còn lại của DMC đều được sử dụng trong hoạt động khoan khai thác và thăm dò Dầu khí. Khách hàng của DMC thường là các doanh nghiệp thuộc tập đoàn Dầu khí: MI-Vietnam (chiếm 30,44% DT), Vietsopetro (chiếm 4,73% DT), Cửu Long JOC (chiếm 9,96% DT), Trường Sơn JOC (chiếm 9,21% DT) ... Nhu cầu về giàn khoan ở Việt Nam hiện nay còn ở mức khá cao, trung bình khoảng 9 - 12 giàn/năm. Điều này cũng có nghĩa là nhu cầu về các sản phẩm như Barite API, Bentonite API hay Xi măng giếng khoan G-DAK là khá lớn. Theo DMC trong giai đoạn 2011 - 2015, sản lượng tiêu thụ các sản phẩm hóa phẩm này sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 30%. DMC cũng đẩy mạnh đầu tư cho các dự án sản xuất các nguồn nguyên liệu thay thế cho nhập khẩu để giảm bớt phụ thuộc nhập khẩu do thiếu nguyên liệu đầu vào. Nó cho thấy nỗ lực của DMC trong việc gia tăng sản xuất, giảm chi phí giá vốn hàng bán nhằm đạt mục tiêu trở thành nhà sản xuất và cung ứng hóa chất hàng đầu trong lĩnh vực dầu khí tại Việt Nam vào năm 2015.

**Biểu đồ 6: Tăng trưởng doanh thu – lợi nhuận hoạt động cung cấp dịch vụ qua các quý**



*Nguồn: PVC, PSI Research*

**Hoạt động cung cấp dịch vụ kỹ thuật dầu khí mặc dù mới chính thức được triển khai từ giữa năm 2009 nhưng kết quả đem lại cho DMC khá tốt.** Năm 2009 là năm đầu tiên DMC chuyển đổi từ mô hình cung cấp hóa chất thương mại thuần túy sang mô hình dịch vụ quản lý chuỗi cung ứng hóa chất bao gồm cả cung cấp giải pháp và dịch vụ hóa kỹ thuật. Đồng thời đây cũng là năm nền kinh tế bị tác động của suy thoái toàn cầu nên kết quả kinh doanh từ hoạt động này chưa có sự đột biến về doanh thu và lợi nhuận.

Năm 2010, doanh thu từ mảng dịch vụ này đã tăng mạnh trong QIV. Trong năm, DMC đã cung cấp dịch vụ dung dịch khoan cho 21 giếng khoan tại Việt Nam, triển khai các dịch vụ hỗ trợ công tác thăm dò, gia tăng hệ số thu hồi dầu giành được tín nhiệm của khách hàng. DMC cũng đã cung cấp được dịch vụ xử lý vùng cận đáy giếng tới các nhà thầu dầu khí (Côn Sơn JOC và sắp tới là Đại Hùng JOC). Lĩnh vực dịch vụ làm sạch và xử lý môi trường, xử lý nước tuy mới được DMC đưa vào hoạt động kinh doanh và chỉ ghi nhận 2 tỷ doanh thu trong năm 2010. Tuy nhiên công ty đã giành được nhiều hợp đồng quan trọng như: Hợp đồng quan trắc môi trường giai đoạn xây

dựng nhà máy nhiệt điện Vũng Áng, hợp đồng quan trắc môi trường giai đoạn xây dựng Nhà máy Ethanol tại Phú Thọ, chuẩn bị ký kết hợp đồng làm sạch và xử lý tuần hoàn nước nhà máy kính nổi Chu Lai... Các hợp đồng này hứa hẹn sẽ mang lại 40 tỷ doanh thu cho DMC trong năm 2011.

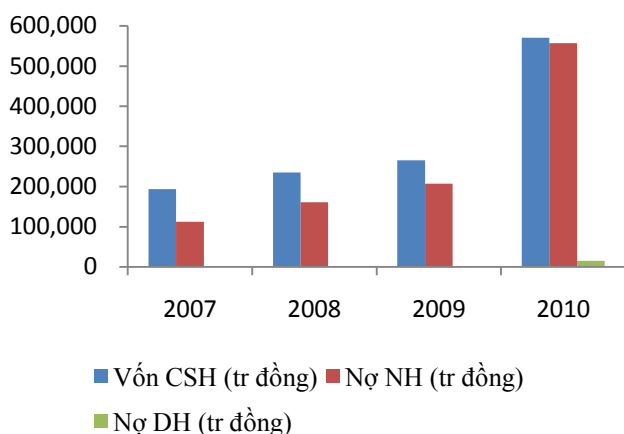
**Lĩnh vực dịch vụ này đã có tăng trưởng đột biến về doanh thu và lợi nhuận vào QIV năm 2010. So với quý I/2010, quý I năm 2011, lĩnh vực này cũng tăng trưởng rõ rệt, doanh thu tăng 379% và lợi nhuận gộp tăng 250%.** Chúng tôi đánh giá đây sẽ là lĩnh vực phát triển tiềm năng trong tương lai của công ty. Bởi vì, dịch vụ của DMC khá khác với dịch vụ kỹ thuật dầu khí của các doanh nghiệp khác trong ngành như PVD hay PVS, DMC cung cấp dịch vụ “**hóa kỹ thuật**”. Bao gồm: Dịch vụ dung dịch khoan, dịch vụ xử lý giếng khoan; Dịch vụ làm sạch bồn/bể chứa dầu, tàu chở dầu, các công trình dầu khí; Xử lý chất thải: dầu thải và cặn dầu thô, nước thải, các chất thải công nghiệp; Dịch vụ xử lý làm sạch nước; chống ăn mòn bằng hóa chất; xử lý môi trường .... Hơn nữa, DMC lại có nền tảng là một nhà cung cấp hoá chất và phân phối hóa phẩm phục vụ cho khoan, khai thác vận chuyển và chế biến dầu khí nên trong việc phát triển hoạt động dịch vụ này DMC có lợi thế lớn từ nguồn nguyên liệu đầu vào tự sản xuất được, nên tối thiểu được chi phí giá vốn và gia tăng lợi nhuận.

### Cập nhật KQKD

Công ty Cổ phần Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí (PVC) thông báo kết quả kinh doanh hợp nhất quý I/2011. LNST quý III/2010 của PVC đạt 32,98 tỷ đồng, tăng 174,6% so với cùng kỳ năm 2010. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính đạt 614,56 tỷ đồng, tăng 196,8% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp cũng tăng từ 23,42 tỷ đồng cùng kỳ lên 74,29 tỷ đồng trong quý I năm 2011, tương đương tăng 217,2%. Trong quý này, PVC có khoản lãi từ hoạt động liên doanh, liên kết là 31,34 tỷ đồng, tăng 100% so với cùng kỳ. So với kế hoạch 143 tỷ đồng LNST cả năm 2011, kết thúc quý I, PVC đã hoàn thành 23.1% kế hoạch

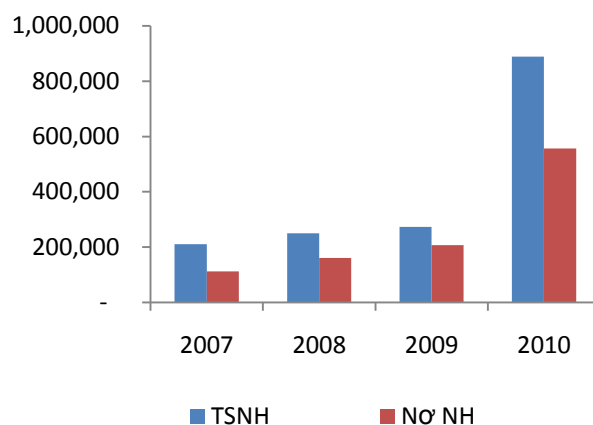
## PHÂN TÍCH CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

**Biểu đồ 7: Cơ cấu vốn**



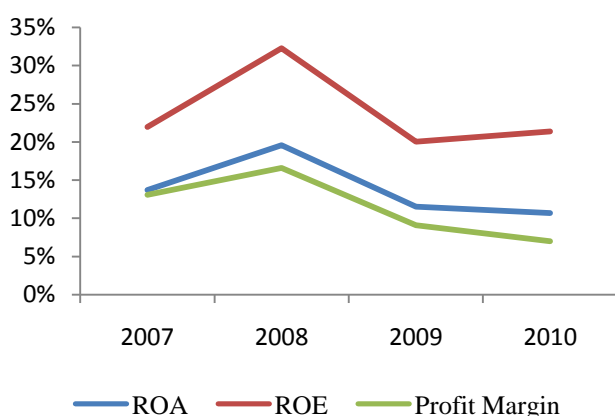
Nguồn: PSI Research

**Biểu đồ 8: Khả năng thanh toán**



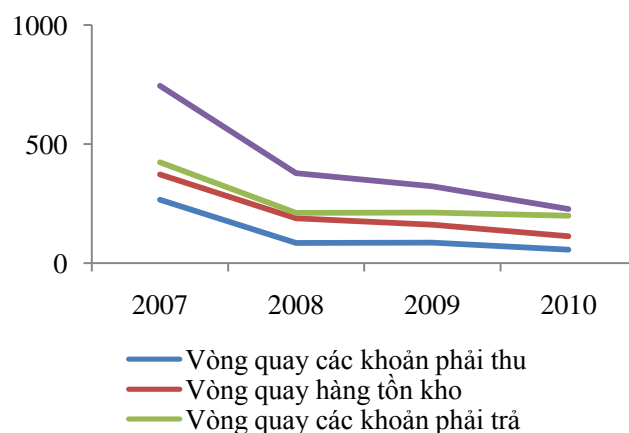
Nguồn: PSI Research

**Biểu đồ 9: Khả năng sinh lời**



Nguồn: PVC, PSI Research

**Biểu đồ 10: Năng lực hoạt động**



Nguồn: PVC, PSI Research

Tỷ số nợ những năm trước đây thường chiếm dưới 50% trong tổng tài sản và có xu hướng tăng dần cho thấy thời gian trước đây công ty hoạt động chủ yếu dựa vào nguồn vốn tự có. Năm 2007, nợ ngắn hạn và dài hạn mới chiếm 36% tổng tài sản thì đến cuối năm 2010, tổng số nợ này đã chiếm 50% tổng tài sản. Nợ dài hạn chỉ chiếm một phần rất nhỏ, 0,19% so với tổng tài sản năm 2009 và cũng đã tăng lên 1.31% năm 2010. Toàn bộ tài sản dài hạn và một phần tài sản ngắn hạn của DMC được tài trợ bằng chính nguồn vốn chủ sở hữu nên công ty hầu như không chịu sức ép từ biến động lãi suất. Tuy nhiên, điều này lại cho thấy công ty chưa tận dụng được đòn bẩy tài chính để tối ưu hóa cơ cấu vốn giúp gia tăng lợi nhuận. Trong giai đoạn 2007 – 2009, khả năng thanh toán của DMC có xu hướng giảm dần nhưng vẫn ở mức hợp lý: *chỉ tiêu thanh toán hiện hành* lớn hơn 1 và *chỉ tiêu thanh toán nhanh* lớn hơn 0.5. Nguyên nhân là do có sự gia tăng đáng kể của các khoản nợ ngắn hạn bổ sung vốn lưu động cho hoạt động của DMC trong thời gian qua.

Lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh chính của công ty thấp, liên tục lỗ trong thời gian qua. Năm 2010, công ty đã ghi nhận lãi từ hoạt động kinh doanh chính. Tuy nhiên, lợi nhuận sau thuế cao vẫn do nguồn thu hoạt động góp vốn liên doanh – liên kết của DMC mang lại. Chỉ tiêu ROE luôn được duy trì ở mức tương đối cao (thường trên 20%) nhưng chúng tôi cho rằng nếu chỉ phụ thuộc vào lợi nhuận từ liên doanh MI thì sẽ là rủi ro cho hoạt động kinh doanh của DMC. Như vậy, vấn đề phân bổ nguồn lực và chi phí vẫn là một bài toán khó đối với Công ty.

## KẾ HOẠCH TĂNG VỐN VÀ MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ NĂM 2011

Nhằm đảm bảo duy trì tốc độ tăng trưởng (định hướng doanh thu tăng từ 20-30%/năm) đồng thời công ty muốn lựa chọn các nhà đầu tư có uy tín, có dự án, tiềm năng để hỗ trợ Công ty trong công tác quản lý, thị trường, mở rộng lĩnh vực đầu tư, xây lắp của Công ty. DMC dự định sẽ phát hành 25 triệu cổ phần cho cổ đông hiện hữu, cán bộ công nhân viên và cho đối tác chiến lược. Nếu đợt phát hành này thành công thì vốn điều lệ mới sẽ là 600 tỷ đồng. Phần vốn tăng thêm này được dùng để bổ sung vốn lưu động và tài trợ cho các dự án đầu tư như:

### 1. Đầu tư xây dựng căn cứ cung ứng hóa chất dầu khí và nhà máy sản xuất Tinh bột biến tính giai đoạn 1 & giai đoạn 2

- Tổng mức đầu tư: 80 tỷ đồng
- Địa điểm: KKT Dung Quất, Quảng Ngãi
- Năng lực thiết kế: 12.000 m<sup>2</sup>
- Tiến độ thực hiện dự án:



- ✓ Năm 2010: Hoàn thành đầu tư cơ sở hạ tầng, hệ thống kho và đầu tư dây chuyền sản xuất Polysal với công suất 2.000 tấn/năm. Đã hoàn thành và đi vào hoạt động Căn cứ cung cấp hóa chất vào tháng 10/2010.
- ✓ Năm 2011: Hoàn thành đầu tư hệ thống pha trộn hóa chất, thiết bị vận hành kho.
- ✓ Năm 2012: Hoàn thành xây dựng bổ sung hệ thống kho hóa chất phục vụ giai đoạn mở rộng của NMLD Dung Quất.

## **2. Nhà xưởng sản xuất hóa phẩm dầu khí tại KCN Cái Mép**

- Tổng mức đầu tư: 174 tỷ đồng
- Địa điểm: Bà Rịa, Vũng Tàu
- Tiến độ thực hiện dự án:
  - ✓ Năm 2010: Cơ bản hoàn thành đầu tư cơ sở hạ tầng, hệ thống kho; Hoàn thành đầu tư dây chuyền sản xuất xi măng G với công suất 15.000 tấn năm.
  - ✓ Năm 2011: Hoàn thành đầu tư các dây chuyền: Bentonite 20.000 tấn/năm; Silica: 8.000 tấn/năm; Super lub: 2.000 tấn/năm; Biosafe: 1.500 tấn/năm; Muối: 12.000 tấn/năm.

## **3. Đầu tư dự án nhà máy cao su lỏng Đình Vũ (Hải Phòng)**

## **4. Dự án đầu tư hệ thống thiết bị làm sạch bồn bể/Kho chứa dầu ngoài khơi tàu chở dầu**

## **5. Thi công thăm dò mỏ barit tại Ngọc Quan – Đoan Hùng – Phú Thọ**

## **6. Khảo sát, thăm dò và thi công mỏ barit tại Phuluoong – Lào**

## **7. Đầu tư xây dựng dự án Nhà máy hóa phẩm dầu khí Nghi Sơn – Thanh Hóa**

Các dự án trên sẽ giúp PVC chủ động trong nguồn nguyên liệu (tinh bột biến tính) và đẩy mạnh mảng kinh doanh dịch vụ (đầu tư hệ thống thiết bị làm sạch...), mở rộng sản xuất các mảng sản phẩm mới nhằm duy trì tốc độ tăng trưởng doanh thu. Những dự án này sau 2-3 năm nữa mới mang lại doanh thu cho PVC. Vì thế chúng tôi vẫn dự báo kết quả kinh doanh của PVC dựa trên các hoạt động hiện tại và sáp nhập của MI – Việt Nam.

## **TIỀM NĂNG**

Ngày 15/9/2010, công ty đã ra mắt Công ty TNHH 1 thành viên Dung dịch khoan & Dịch vụ giếng khoan tại Thành phố Vũng Tàu. PVC chính thức ra mắt Công ty TNHH 1 thành viên Dung dịch khoan và Dịch vụ Giếng khoan (DMC - WS) đặt trụ sở tại TP Vũng Tàu (sau một năm công ty này hoạt động hiệu quả với tư cách là một Chi nhánh của Tổng công ty).

Ngành nghề kinh doanh chủ yếu của công ty là:

- Nghiên cứu chuyển giao công nghệ, cung cấp dịch vụ dung dịch khoan, dịch vụ hoàn thiện và xử lý giếng khoan dầu khí, xử lý vùng cận đáy giếng, tăng cường thu hồi dầu; cung cấp dịch vụ hóa chất cho thăm dò, khai thác, vận chuyển Dầu khí.
- Sản xuất, kinh doanh, xuất nhập khẩu các loại hóa chất, hóa phẩm, nguyên vật liệu và các thiết bị phục vụ cho nghiên cứu chuyển giao công nghệ, cung cấp dịch vụ dung dịch khoan, dịch vụ hoàn thiện giếng và sửa chữa giếng khoan dầu khí, xử lý vùng cận đáy giếng, tăng cường thu hồi dầu, thăm dò, khai thác, vận chuyển dầu khí và các ngành công nghiệp khác.
- Cung cấp dịch vụ hậu cần, dịch vụ giao nhận.

Với việc ra mắt chính thức Công ty TNHH 1 thành viên Dung dịch khoan và Dịch vụ Giếng khoan (DMC - WS), PVC sẽ chủ động hơn trong việc triển khai ký kết và cung cấp các dịch vụ cho khách hàng (chủ yếu tại Vũng Tàu).

Các dự án hiện nay của Tổng công ty đều nằm trong kế hoạch tái cơ cấu sản xuất kinh doanh nhằm nâng cao năng lực hoạt động, phát huy những lợi thế sẵn có của mình. Tuy nhiên với tiến

độ và kế hoạch của các dự án hiện nay việc phát huy hiệu quả nên được xem xét dưới góc độ dài hạn vì các dự án hiện nay theo chúng tôi sẽ phát huy hiệu quả từ 2012 trở đi.

Tổng công ty sẽ đầu tư 5,1 triệu USD mua thiết bị đồng bộ làm sạch tàu chở dầu, kho chứa dầu nổi thuộc dự án đầu tư hệ thống thiết bị làm sạch bồn bể, kho chứa dầu ngoài khơi. Được sản xuất bởi Scanjet Inc - Công ty có 150 năm kinh nghiệm trong cung cấp các hệ thống thiết bị làm sạch công suất lớn, thiết bị làm sạch đồng bộ được DMC đầu tư bao gồm: Hệ thống làm sạch CIP có hiệu suất là 550m<sup>3</sup>/h, công suất làm sạch là 100.000m<sup>3</sup>/10h. Tiếp theo là hệ thống 16 đầu vòi phun các loại với bán kính tia nước lên đến 40m cho phép làm sạch tất cả các loại bồn bể dầu có kết cấu khác nhau ngay cả những loại có kết cấu, bề mặt rất phức tạp; module phun trộn hóa chất làm sạch dạng vi nhũ tương với nhiều loại hóa chất khác nhau cho phép làm sạch nhiều loại bồn dầu khác nhau. Thiết bị cũng được trang bị các module xử lý chất thải sau quá trình làm sạch đạt tiêu chuẩn quốc tế, đặc biệt là đạt tiêu chuẩn môi trường biển thế giới marprol 73-78. Bên cạnh các thiết bị chính, hệ thống còn được trang bị các module thiết bị phụ trợ giúp hệ thống hoạt động linh hoạt và độc lập phù hợp với điều kiện xử lý các bồn bể ngoài khơi. DMC cũng cho biết, nhà cung cấp sẽ tổ chức đào tạo và chuyển giao công nghệ chuyên sâu nhằm giúp DMC nắm vững công nghệ tiến tới làm chủ hoàn toàn hệ thống.

## **ĐỊNH GIÁ**

### ***Giả định về doanh thu giá vốn, lợi nhuận***

Hiệu quả sản xuất kinh doanh của DMC giai đoạn vừa qua không cao do vấn đề đầu vào gặp nhiều khó khăn, chi phí quản lý doanh nghiệp lại khá lớn. Do đó, chúng tôi cho rằng việc cơ cấu lại toàn bộ doanh nghiệp trong năm 2009 cũng như việc tăng cường công tác thăm dò, tìm kiếm nguồn nguyên liệu mới và chuyển hướng hoạt động sang dịch vụ hóa kỹ thuật dầu khí kể từ giữa năm 2009 là khá tốt. Đây sẽ là bước khởi đầu để công ty ổn định hoạt động sản xuất kinh doanh của mình trong thời gian tới.

Kể từ năm 2010, DMC là 1 trong 2 doanh nghiệp độc quyền phân phối nhựa PP của Nhà máy Polypropylene Dung Quất. Doanh thu từ hoạt động phân phối này là khá lớn nhưng lợi nhuận đem lại từ hoạt động này không cao do hiện nay DMC chỉ được 5% biên lợi nhuận cho hoạt động này trong khi chi phí vận tải lại có xu hướng biến động tăng đe dọa biên lợi nhuận sẽ giảm tiếp trong thời gian tới.

Việc chuyển nhượng lại phần đầu tư vào CNG sẽ giúp công ty có thêm nguồn vốn cho đầu tư vào các dự án phục vụ cho hoạt động sản xuất kinh doanh chính và mở rộng ngành nghề sản xuất của CNG. Đây có thể được coi là định hướng đúng đắn của công ty khi tập trung vào hoạt động sản xuất kinh doanh chính thay vì đầu tư tài chính dàn trải.

Công ty tăng phần vốn góp trong liên doanh MI – Việt Nam lên 51% và kết quả hoạt động kinh doanh của liên doanh này sẽ được hợp nhất trong báo cáo tài chính của DMC. Việc hợp nhất này theo chúng tôi sẽ đem lại doanh thu tăng mạnh từ năm 2011 do hàng năm doanh thu của liên doanh này đạt hơn 50 triệu USD

Trên cơ sở kế hoạch doanh thu 5 năm giai đoạn 2011 – 2015, chúng tôi đưa ra những giả định về doanh thu, giá vốn và lợi nhuận của DMC như sau:

- Doanh thu tăng vọt năm 2011 do hợp nhất kết quả từ liên doanh MI – Việt Nam, dự kiến tăng trưởng 78% so với 2010.
- Doanh thu từ hoạt động sản xuất tăng trưởng trung bình khoảng 20% trong giai đoạn 2012 – 2015 do năm 2012 - 2013 các dự án khai thác, tìm kiếm nguyên liệu mới sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động nên chưa đem lại mức đột biến về doanh thu cũng như lợi nhuận.
- Do tỷ suất lợi nhuận gộp của liên doanh MI – Việt Nam năm 2010 chỉ đạt 10.1% trong khi

tỉ suất này ở Tổng công ty DMC là 11.8%. Chúng tôi giả định rằng sau khi hợp nhất Tổng công ty sẽ duy trì được mức tỉ suất lợi nhuận gộp 11.8% cho các tất cả các hoạt động sản xuất kinh doanh.

- Năm 2010, chi phí quản lý doanh nghiệp so với doanh thu thuần đã giảm mạnh từ mức 13.5% năm 2009 xuống còn 5.1% . Nhưng chi phí bán hàng so với doanh thu thuần cũng tăng từ 2.7% lên 5.3%. Từ năm 2011, do hợp nhất hoạt động kinh doanh, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ hai loại chi phí này so với doanh thu thuần sẽ giảm tích cực xuống tương ứng 3.3% và 3.5%.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Chúng tôi giả định công ty phát hành thành công tăng vốn điều lệ lên 600 tỷ đồng trong năm 2011 và sẽ duy trì mức vốn này trong 5 năm tiếp theo. Tỷ lệ trả cổ tức ổn định khoảng 12%.

Với những giả định được nêu trên, chúng tôi dự báo doanh thu của DMC trong giai đoạn 2011 – 2015 như sau:

*Đơn vị: Tỷ đồng*

	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
<b>Doanh thu</b>	<b>552.0</b>	<b>1741.0</b>	<b>3141.0</b>	<b>3779.6</b>	<b>4546.0</b>	<b>5465.6</b>	<b>6569.2</b>
EBITDA	-22.9	29.8	179.0	240.7	310.7	369.2	388.8
<b>Lợi nhuận từ hoạt động kinh doanh</b>	<b>-28.0</b>	<b>23.4</b>	<b>157.9</b>	<b>190.0</b>	<b>228.5</b>	<b>274.8</b>	<b>330.3</b>
Lợi nhuận trước thuế	50.7	124.4	194.9	204.9	250.8	307.9	378.0
<b>Lợi nhuận thuần</b>	<b>50.2</b>	<b>121.9</b>	<b>146.2</b>	<b>153.7</b>	<b>188.1</b>	<b>230.9</b>	<b>283.5</b>
ROAA	15.0%	15.1%	9.9%	7.9%	8.5%	9.0%	9.4%
ROAE	36.6%	28.9%	19.9%	16.3%	18.1%	19.6%	20.8%

*Nguồn: PSI Estimate*

<b>Các chỉ số khả năng thanh toán</b>	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Chỉ số thanh toán nhanh	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4
Chỉ số thanh toán hiện hành	1.5	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9
Chỉ số tiền so với Nợ ngắn hạn	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
Tổng Nợ so với Tổng Tài sản	42.1%	50.1%	50.4%	52.3%	53.6%	54.4%	54.8%

*Nguồn: PSI Estimate*

<b>Các chỉ tiêu BCTC</b>	2009	2010	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Vòng quay các khoản phải thu	86.4	56.5	56.5	56.6	56.5	56.5	56.5
Vòng quay hàng tồn kho	74.9	57.2	57.4	57.5	57.4	57.4	57.4
Vòng quay các khoản phải trả	51.7	85.9	85.9	86.2	85.9	85.9	85.9
Vòng quay tổng tài sản	109.6	27.8	27.9	28.0	27.9	27.9	27.9

*Nguồn: PSI Estimate*

Với phương pháp DCF, chúng tôi giả định tốc độ tăng trưởng bền vững của PVC đạt mức 5%, hệ số beta là 1.69, lãi suất trái phiếu chính phủ 5 năm được công bố là 12.8%, tỷ lệ rủi ro của Việt Nam theo công bố gần đây là 2.5%. Thuế thu nhập doanh nghiệp PVC phải áp dụng là 25%. Với các chỉ số này thì giá vốn trung bình là 24.3%.

Chúng tôi sử dụng số vốn hiện tại của PVC là 35 triệu cổ phần để tính giá trị trung bình một cổ

phiếu

DCF	2011
Tổng giá trị hiện tại các dòng tiền	383.9
Nợ ròng cuối năm	294.5
Giá trị vốn chủ sở hữu	678.4
Giá trị vốn chủ sở hữu/cổ phiếu	19,383

Tuy trên sàn không có công ty nào có ngành nghề kinh doanh và sản phẩm giống như PVC nhưng do PVC cũng được niêm yết trên sàn và chịu ảnh hưởng bởi tâm lý chung của các nhà đầu tư tham gia thị trường chứng khoán. Vì thế chúng tôi vẫn sử dụng mức PE và PB chung của cả thị trường để định giá cổ phiếu PVC. EPS 2011 được tính dựa trên số cổ phiếu trung bình của mức đầu năm là 35 triệu cổ phiếu và giả định giữa năm công ty phát hành thành công tăng vốn điều lệ lên 60 triệu cổ phiếu. Mức PE và PB kỳ vọng của cổ phiếu PVC tương ứng ở mức 9x và 1.5x

Trung bình của 3 phương pháp ra mức giá cổ phiếu PVC là 22,315VNĐ/cp

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
DCF	19,383	30%	5,815
PE	24,617	35%	8,616
PB	22,525	35%	7,884
Giá bình quân			22,315

Nguồn: PSI Research

## PHỤ LỤC

Đơn vị: tỷ đồng

<b>BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
Tiền và các khoản tương đương tiền	65.9	288.1	446.3	502.4	615.3	766.2	879.3
Các khoản phải thu ngắn hạn	130.7	269.4	486.0	584.9	703.4	845.7	1,016.5
Các khoản trả trước cho người bán	13.7	49.1	88.6	106.6	128.2	154.1	185.3
Các khoản phải thu khác	1.5	29.8		64.7	77.8	93.6	112.4
Hàng tồn kho	100.7	240.9	435.3	523.9	630.1	757.5	910.5
Tài sản ngắn hạn khác	3.8	21.7	39.1	47.1	56.7	68.1	81.9
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>305.5</b>	<b>889.3</b>	<b>1,539.5</b>	<b>1,819.8</b>	<b>2,201.8</b>	<b>2,675.6</b>	<b>3,176.2</b>
Nguyên giá TSCĐ hữu hình	73.0	109.4	126.0	193.1	260.1	327.2	349.5
Giá trị hao mòn lũy kế	(52.6)	(56.4)	(77.5)	(115.4)	(189.3)	(274.3)	(288.1)
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	2.8	16.6	223.5	156.5	89.4	22.4	0.0
Giá trị TSCĐ hữu hình	23.2	69.6	272.0	234.1	160.2	75.2	61.4
Tài sản khác	3.2	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4	6.4
<b>Tổng Tài sản</b>	<b>473.9</b>	<b>1,142.4</b>	<b>1,817.9</b>	<b>2,060.3</b>	<b>2,368.4</b>	<b>2,757.1</b>	<b>3,244.0</b>
Vay và nợ ngắn hạn	92.1	137.9	137.9	137.9	137.9	137.9	137.9
Phải trả người bán	87.0	390.3	703.2	846.0	1,017.4	1,223.0	1,469.8
Thuế và các khoản phải nộp Nhà nước	1.6	2.7	4.8	5.8	6.9	8.3	10.0
Chi phí phải trả	14.6	26.1	47.1	56.6	68.1	81.9	98.5
Các khoản phải trả khác	3.5	(0.2)	4.1	6.1	8.5	11.3	14.8
<b>Tổng Nợ ngắn hạn</b>	<b>198.8</b>	<b>556.8</b>	<b>897.1</b>	<b>1,052.5</b>	<b>1,238.9</b>	<b>1,462.5</b>	<b>1,730.9</b>
Vay và nợ dài hạn	0.0	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9
Dự phòng phải trả dài hạn	0.4	0.3	5.0	10.4	17.0	24.8	34.2
Phải trả dài hạn khác	0.5	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
<b>Tổng Nợ phải trả</b>	<b>199.7</b>	<b>571.8</b>	<b>916.8</b>	<b>1,077.6</b>	<b>1,270.6</b>	<b>1,502.0</b>	<b>1,779.8</b>
Vốn điều lệ	159.7	350.0	600.0	600.0	600.0	600.0	600.0
LNST chưa phân phối	99.7	181.2	255.4	337.1	452.2	609.5	818.5
Thặng dư vốn cổ phần	0.0	17.8	24.3	24.3	24.3	24.3	24.3
Các quỹ khác	14.6	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4	21.4
<b>Tổng vốn chủ sở hữu</b>	<b>274.0</b>	<b>570.4</b>	<b>901.0</b>	<b>982.7</b>	<b>1,097.8</b>	<b>1,255.1</b>	<b>1,464.1</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Tổng cộng nguồn vốn</b>	<b>473.9</b>	<b>1,142.4</b>	<b>1,817.9</b>	<b>2,060.3</b>	<b>2,368.4</b>	<b>2,757.1</b>	<b>3,243.9</b>

Nguồn: PVC, PSI Research Estimate



<b>BÁO CÁO KẾT QUẢ KINH DOANH</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
Doanh thu thuần	552.0	1,741.0	3,141.0	3,779.6	4,546.0	5,465.6	6,569.2
Giá vốn hàng bán	(490.8)	(1,536.2)	(2,770.4)	(3,333.6)	(4,009.6)	(4,820.7)	(5,794.1)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>61.2</b>	<b>204.8</b>	<b>370.6</b>	<b>446.0</b>	<b>536.4</b>	<b>644.9</b>	<b>775.2</b>
Chi phí quản lý doanh nghiệp	(74.4)	(88.9)	(104.3)	(125.4)	(150.9)	(181.4)	(218.0)
Chi phí bán hàng	(14.8)	(92.5)	(108.5)	(130.5)	(157.0)	(188.8)	(226.9)
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>(28.0)</b>	<b>23.4</b>	<b>157.9</b>	<b>190.0</b>	<b>228.5</b>	<b>274.8</b>	<b>330.3</b>
Lợi nhuận trong công ty liên doanh liên kết	84.0	105.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Doanh thu hoạt động tài chính	4.5	16.5	28.8	44.6	50.2	61.5	76.6
Chi phí tài chính	(4.2)	(11.0)	(27.3)	(24.3)	(22.8)	(22.8)	(22.8)
Thu nhập hoạt động bất thường	(0.5)	(2.5)	(4.5)	(5.4)	(6.5)	(7.8)	(9.4)
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>50.7</b>	<b>124.4</b>	<b>194.9</b>	<b>204.9</b>	<b>249.5</b>	<b>305.7</b>	<b>374.7</b>
Thuế TNDN	(0.5)	(2.3)	(48.7)	(51.2)	(62.4)	(76.4)	(93.7)
<b>Lợi nhuận sau thuế TNDN</b>	<b>50.2</b>	<b>121.9</b>	<b>146.2</b>	<b>153.7</b>	<b>187.1</b>	<b>229.3</b>	<b>281.0</b>

*Nguồn: PVC, PSI Research Estimate*

<b>BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011F</b>	<b>2012F</b>	<b>2013F</b>	<b>2014F</b>	<b>2015F</b>
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	(28.0)	23.4	157.9	190.0	228.5	274.8	330.3
Khấu hao	5.1	6.4	21.1	37.9	73.9	85.0	13.8
Thay đổi vốn lưu động	37.0	(51.2)	(151.6)	(68.9)	(82.7)	(99.2)	(119.1)
Chi phí lãi vay đã trả	0.3	5.5	1.5	20.3	27.5	38.8	53.8
Thu nhập hoạt động đầu tư	0.0	0.0	40.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Thuế đã trả	(1.1)	(2.9)	(48.7)	(51.2)	(62.4)	(76.4)	(93.7)
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>13.3</b>	<b>(18.8)</b>	<b>20.1</b>	<b>128.2</b>	<b>184.9</b>	<b>222.9</b>	<b>185.1</b>
Chi phí vốn hóa	(75.6)	(47.6)	(223.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
Đầu tư vào công ty con	(174.3)	(2.8)	177.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Lưu chuyển tiền thuần từ HĐ tài chính</b>	<b>(249.9)</b>	<b>(50.4)</b>	<b>(46.4)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
Cổ tức đã trả	(19.2)	(42.0)	(72.0)	(72.0)	(72.0)	(72.0)	(72.0)
Thu từ phát hành cổ phiếu	193.9	319.4	256.5	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng khoản vay ngắn hạn	92.1	45.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tăng khoản vay dài hạn	(5.1)	7.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Đánh giá lại tỷ giá	(5.1)	(6.7)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Lưu chuyển tiền từ HĐ đầu tư	222.4	212.4	184.5	(72.0)	(72.0)	(72.0)	(72.0)
<b>Tiền và tương đương tiền đầu kỳ</b>	<b>13.6</b>	<b>33.6</b>	<b>288.1</b>	<b>446.3</b>	<b>502.4</b>	<b>615.3</b>	<b>766.2</b>
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	20.0	254.5	158.2	56.2	112.9	150.9	113.1
<b>Tiền và tương đương tiền cuối kỳ</b>	<b>33.6</b>	<b>288.1</b>	<b>446.3</b>	<b>502.4</b>	<b>615.3</b>	<b>766.2</b>	<b>879.3</b>

*Nguồn: PVC, PSI Research Estimate*

## 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:** Đoàn Thị Vân Anh – [anhdtv1@psi.vn](mailto:anhdtv1@psi.vn)

**Trương Trần Dũng**

**Nghiên cứu thị trường &  
KT vĩ mô**

**Phân tích ngành, công ty**

**Ngô Hồng Đức**  
[ducnh@psi.vn](mailto:ducnh@psi.vn)

**Nguyễn Minh Hạnh**  
[hanhnm@psi.vn](mailto:hanhnm@psi.vn)

**Nguyễn Anh Tuấn**  
[tuanna1@psi.vn](mailto:tuanna1@psi.vn)

**Đào Hồng Dương**  
[duongdh@psi.vn](mailto:duongdh@psi.vn)

**Đoàn Thị Vân Anh**  
[anhdtv1@psi.vn](mailto:anhdtv1@psi.vn)

**Hồ Thị Thanh Hoàn**  
[hoanhtt@psi.vn](mailto:hoanhtt@psi.vn)