



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 giai đoạn 2007 – 2009 tăng trưởng hơn 30%, lợi nhuận sau thuế tăng 18%, 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, chúng tôi dự báo doanh thu đem lại từ việc phân phối này cho DMC sẽ khoảng 24 – 25 triệu USD doanh thu (tương ứng với giá nhựa PP từ 1.300 – 1.350 USD/tấn).
- Trước mắt, hoạt động sản xuất sản phẩm truyền thống sẽ vẫn gặp khó khăn do thiếu nguyên liệu đầu vào, **phần lớn dự án khai thác, tìm kiếm nguyên liệu mới sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động khoảng giữa năm 2012 và 2013.** Tuy nhiên, việc được quyền phân phối nhựa PP và triển vọng phát triển trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ hóa kỹ thuật cũng như nguồn thu ổn định từ hoạt động liên doanh là cơ sở cho DMC vượt mức kế hoạch doanh thu đặt ra trong năm nay.
- Do 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 DMC, nên chúng tôi chỉ sử dụng 2 phương pháp FCFE và FCFF để xác định mức giá kỳ vọng của cổ phiếu này. **Giá của cổ phiếu PVC được kỳ vọng ở mức 27.000 đồng/cổ phiếu.**

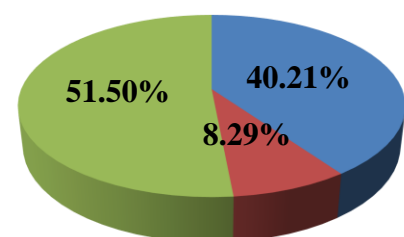
KHUYẾN NGHỊ

Giá kỳ vọng	27.000
Giá thị trường	25.800
Cao nhất 52 tuần	63.800
Thấp nhất 52 tuần	19.000

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Mệnh giá	10.000
Số lượng CP	34.001.834
Vốn hóa (tỷ VND)	877,25
EPS 2009 (VND)	3.287

THÔNG TIN SỞ HỮU



■ PVN ■ PVFC Co ■ Khác

MỘT SỐ CHỈ TIÊU SO SÁNH

	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	397	474	768	851	1,091	1,201	1,335	1,501
VCSH (tỷ đồng)	235	266	436	456	619	634	653	676
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	416	552	1,212	1,515	1,893	2,367	2,958	3,698
LNST (tỷ đồng)	69	50	96	115	139	169	207	256
EPS (đồng)	5,216	3,287	3,854	3,332	3,263	3,375	4,139	5,106
ROA	17.4%	10.6%	12.5%	13.5%	12.7%	14.1%	15.5%	17.0%
ROE	29.3%	18.3%	22.3%	25.8%	23.1%	27.7%	33.6%	40.7%
P/E	5.22	8.28	7.06	8.17	8.34	8.06	6.58	5.33
P/B	1.67	1.59	2.15	2.14	2.26	2.24	2.21	2.17

Nguồn: PVC, PSI Estimate

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). Tính riêng trong năm 2009, doanh thu và lợi nhuận thuần của MI – Việt Nam tương ứng là 45,72 triệu USD và 8,99 triệu USD. 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.** 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. Nhà máy nhựa Polypropylene đi vào hoạt động kể từ tháng 7/2010 sẽ đánh dấu

bước phát triển mới cho ngành công nghiệp hóa dầu Việt Nam. Sau khi ký hợp đồng với Công ty Lọc hóa dầu Bình Sơn (15/7/2010), hiện tại DMC và PET là 2 doanh nghiệp duy nhất được quyền phân phối sản phẩm này của Nhà máy. Theo đó, DMC sẽ được quyền phân phối 50% sản lượng Polypropylene trên thị trường Miền Bắc và Miền Trung với khối lượng tiêu thụ xấp xỉ từ 50.000 - 75.000 tấn/năm. ***Dự kiến, hoạt động này hàng năm sẽ mang lại cho DMC từ 55 – 82,5 triệu USD doanh thu.***

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 (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.***

Tính đến quý I/2010, ***tài sản cố định hữu hình nói chung của công ty đã khấu hao khoảng 73% giá trị, trong đó: nhà cửa đã khấu hao 75% giá trị, máy móc thiết bị đã khấu hao 78% giá trị.*** Điều này cho thấy trang thiết bị, máy móc nhà xưởng của DMC đã cũ, đây có thể là yếu tố ***ảnh hưởng*** đến kết quả hoạt động sản xuất và năng suất của công ty. (Cụ thể: năm 2008 sản lượng sản xuất của DMC đạt 49.230 tấn, tăng 2,4% so với năm 2007; nhưng năm 2009 sản lượng này lại giảm 2,1% chỉ đạt 48.200 tấn). ***Tuy nhiên chúng tôi đánh giá rủi ro này là không lớn do hiện tại Tổng công ty đang có kế hoạch tái cơ cấu hoạt động sản xuất kinh doanh và điều này có thể ảnh hưởng đến chiến lược đầu tư tài sản của Tổng công ty.***

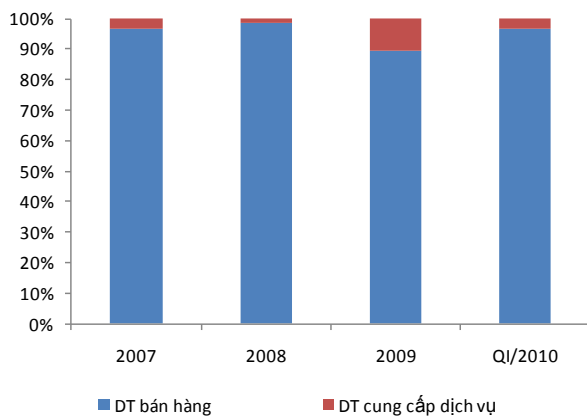
Rủi ro cạnh tranh lớn trong lĩnh vực dịch vụ kỹ thuật dầu khí. Hướng đi mới của DMC kể từ năm 2009 là chuyển từ sản xuất sản phẩm giản đơn sang sản xuất các sản phẩm có giá trị thương mại cao (PPD, Demulsifier, ...) và tập trung phát triển cung cấp các dịch vụ kỹ thuật dầu khí (như dịch vụ cung cấp dung 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.

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.

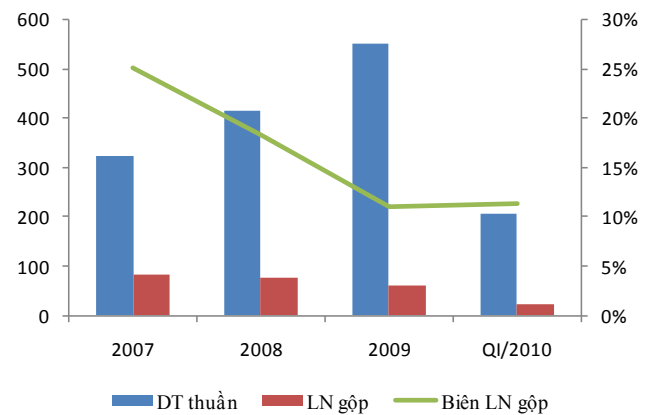
Trong giai đoạn 2007 – 2009, tốc độ tăng trưởng doanh thu của DMC đạt hơn 30%. Giá vốn gia tăng nhanh chóng (năm 2009 chi phí giá vốn tăng 44,34% so với năm 2008) là nguyên nhân chính khiến lợi nhuận gộp của DMC giảm (trung bình trong giai đoạn này khoảng 13,2%).

Biểu đồ 1: Cơ cấu doanh thu



Nguồn: PSI Research

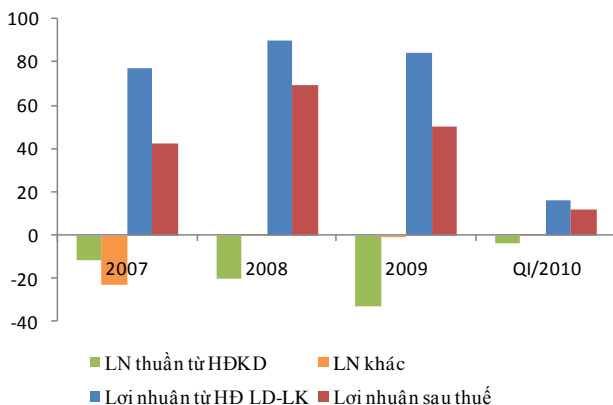
Biểu đồ 2: Tăng trưởng doanh thu, lợi nhuận



Nguồn: PSI Research

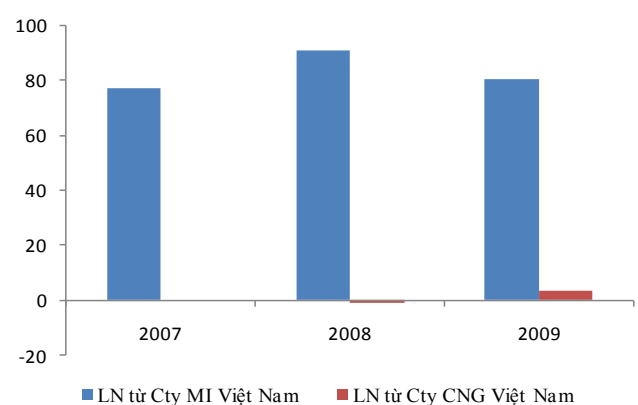
Lợi nhuận sau thuế của DMC đạt tốc độ tăng trưởng trung bình khoảng 18%, chủ yếu đến từ hoạt động liên doanh – liên kết. Tuy nhiên, lợi nhuận thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh của Công ty lại luôn trong tình trạng thua lỗ. Năm 2008 thua lỗ thuần từ hoạt động sản xuất kinh doanh là gần 20 tỷ đồng 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%. Điều này cho thấy vấn đề quản trị nguồn lực của DMC cần được cải thiện.

Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận



Nguồn: PSI Research

Biểu đồ 4: Lợi nhuận hoạt động đầu tư



Nguồn: PSI Research

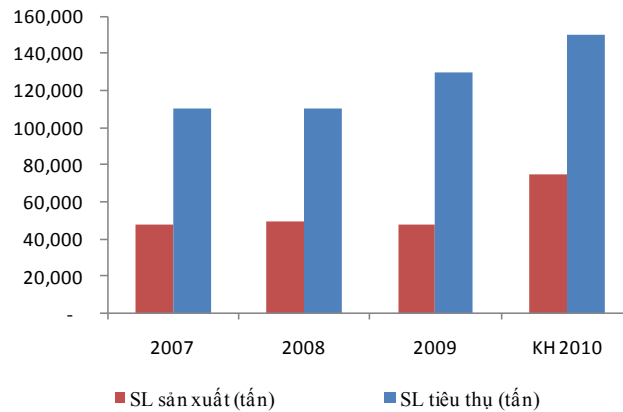
Hiện nay, DMC có 2 công ty liên doanh – liên kết là Công ty liên doanh MI – Việt Nam (góp vốn 50%) và Công ty cổ phần CNG Việt Nam (góp vốn 27%). Cho tới nay, đây là hoạt động hiệu quả nhất và là nguồn lợi nhuận chính cho Tổng công ty. Công ty MI – Việt Nam chuyên cung cấp dung dịch khoan, dịch vụ kỹ 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. Năm 2009, lợi nhuận vẫn duy trì ở mức cao khoảng 3,5 triệu USD (70 tỷ đồng).

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. Lợi nhuận từ công ty CNG Việt Nam đem lại cho DMC còn ở mức khiêm tốn, năm 2009 chỉ đạt khoảng hơn 3 tỷ đồng, do năm 2007 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.

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.

Biểu đồ 5: Sản lượng sản xuất – tiêu thụ



Nguồn: PVC, PSI Research

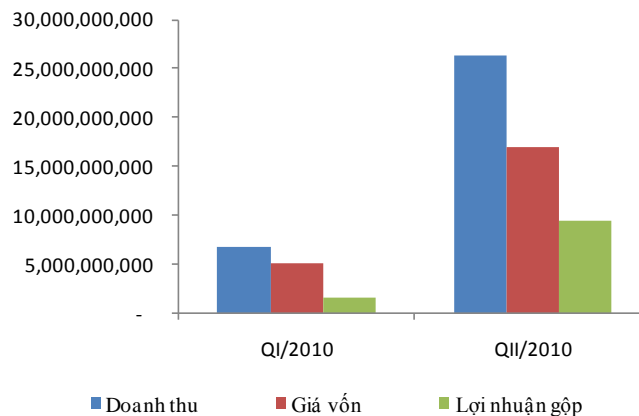
Sản phẩm hóa phẩm do DMC sản xuất từ nguồn nguyên liệu trong nước gồm 5 dòng sản phẩm chính:

- (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 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 Đuan Hùng – Phú Thọ, Dự án khai thác, chế biến sét tại Tuy Phong - Bình Thuận và Dự án khai thác, chế biến CaCO_3 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%. Trong khi hoạt động sản xuất của

DMC trong giai đoạn qua gần như không tăng trưởng (so với năm 2008 sản lượng sản xuất giảm nhẹ 2,1% và chỉ đạt 48,2 nghìn tấn) do thiếu nguyên liệu đầu vào thì chúng tôi đánh giá rất cao hoạt động tìm kiếm thăm dò nguồn nguyên liệu mới này. 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



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. Cụ thể: trong năm 2009, DMC đã cung cấp dịch vụ cho 1 giếng của PVEP Sông Hồng tại Thái Bình, 7 giếng khoan thăm dò và phát triển ngoài khơi gồm 5 giếng Đại Hùng, 1 giếng Pearl oil và 1 giếng Nam Rồng – Đồi Mồi.

Doanh thu từ hoạt động cung cấp dịch vụ này trong năm 2009 đã tăng hơn 11 lần so với năm 2008, tuy nhiên, mới chỉ chiếm khoảng 10% tổng doanh thu. Lý do là 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. **So với quý I/2010, trong quý II lĩnh vực này đã tăng trưởng rõ rệt, doanh thu tăng 294% và lợi nhuận gộp tăng 517%.** 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 hóa 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.

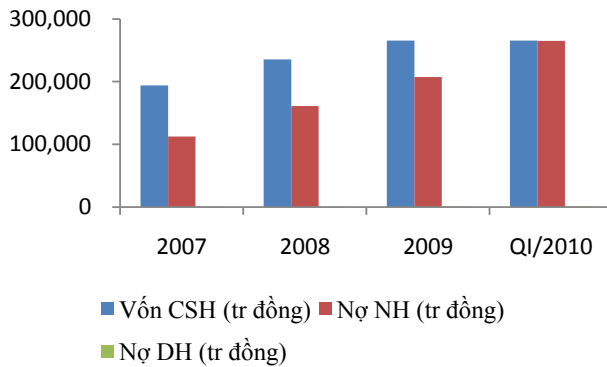
Cập nhật KOKD

Công ty Cổ phần Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí (PVC) thông báo kết quả kinh doanh hợp nhất quý III/2010. LNST quý III/2010 của PVC đạt 38,76 tỷ đồng, tăng 169,17% so với cùng kỳ năm 2009. Doanh thu từ hoạt động kinh doanh chính quý III/2010 đạt 429,72 tỷ đồng, tăng 313,11% so với cùng kỳ. Lợi nhuận gộp cũng tăng từ 75,8 tỷ đồng cùng kỳ lên 55,39 tỷ đồng trong quý III tương đương tăng 369,1%. Trong quý III, PVC có khoản lãi từ hoạt động liên

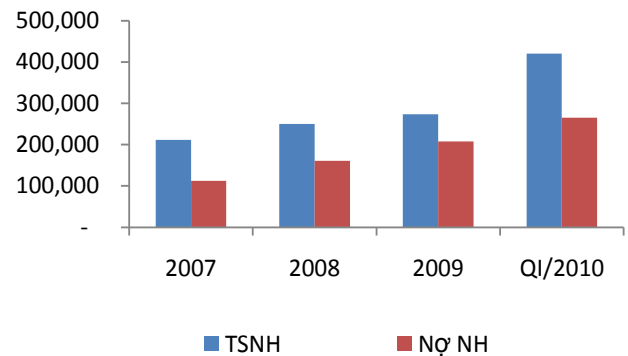
doanh, liên kết là 38,76 tỷ đồng, tăng 169,17% so với cùng kỳ. Lũy kế 9 tháng đầu năm 2010, PVC đạt 64,27 tỷ đồng LNST, tăng 60% so với cùng kỳ. EPS lũy kế 9 tháng đầu năm 2010 đạt 3.504 đồng. So với kế hoạch 60 tỷ đồng LNST cả năm 2010, kết thúc quý III, PVC vượt 7,12%.

PHÂN TÍCH CHỈ TIÊU TÀI CHÍNH

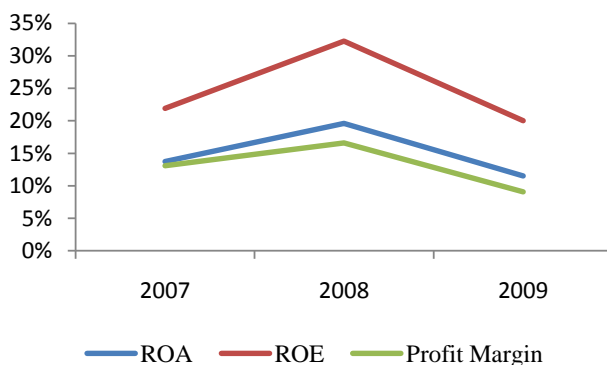
Biểu đồ 7: Cơ cấu vốn



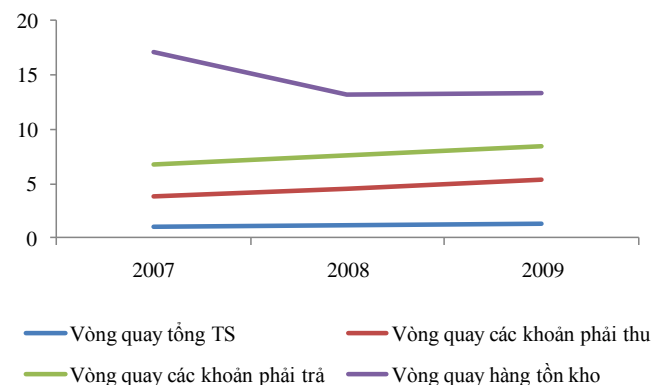
Biểu đồ 8: Khả năng thanh toán



Biểu đồ 9: Khả năng sinh lời



Biểu đồ 10: Năng lực hoạt động



Nguồn: PVC, PSI Research

Tỷ số nợ trong tổng nguồn vốn thấp (dưới 50%) và có xu hướng tăng dần cho thấy thời gian trước đây công ty hoạt động chủ yếu dựa vào nguồn vốn tự có. Nợ dài hạn chỉ chiếm một phần rất nhỏ, trung bình khoảng 0,13% trong tổng nguồn vốn. 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 và có xu hướng gia tăng. Tuy nhiên, hoạt động góp vốn liên doanh – liên kết của DMC mang lại hiệu quả cao nên chỉ tiêu ROE luôn được duy trì ở mức tương đối cao (thường trên 20%). Như vậy, tình hình hoạt động thuần của DMC không thực sự đạt hiệu quả, vấn đề phân bổ nguồn lực và chi phí vẫn là một bài toán khó đối với Công ty.

MỘT SỐ DỰ ÁN ĐẦU TƯ NĂM 2010

1. Đầu tư xây dựng hệ thống kho hóa chất chuyên dụng tại KKT Dung Quất

- Tổng mức đầu tư: 92 tỷ đồng
- Địa điểm: KKT Dung Quất, Quảng Ngãi
- Năng lực thiết kế: 12.000 m²
- 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: 99 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 dây chuyền sản xuất Sét Bentonite API chất lượng cao trên cơ sở nguồn sét Cổ Định và Nông Cống, tỉnh Thanh Hóa

- Tổng mức đầu tư: 90 tỷ đồng
- Địa điểm: Thanh Hóa
- Năng lực thiết kế 50.000 tấn/năm
- Tiến độ thực hiện:
 - ✓ Năm 2010-2011: Hoàn thành thủ tục xin cấp phép khai thác Bentonite và hoàn thành đầu tư giai đoạn 1 nhà máy Bentonite với công suất 15.000 tấn/năm
 - ✓ Năm 2012: Hoàn thành đầu tư mở rộng nâng công suất lên 30.000 tấn/năm
 - ✓ Năm 2014: Hoàn thành đầu tư mở rộng nâng công suất lên 50.000 tấn/năm

TIỀM NĂNG

Ngày 15/9 vừa qua, 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 550m³/h, công suất làm sạch là 100.000m³/10h. 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.

Đặc biệt là khi kể từ năm 2010, DMC sẽ là 1 trong 2 doanh nghiệp độc quyền phân phối nhựa PP của Nhà máy Polypropylene. Dự kiến sẽ có khoảng 37.101 tấn sản phẩm nhựa PP được xuất xưởng trong cuối năm nay. Với diễn biến giá nhựa PP nhập khẩu trên thị trường Việt Nam từ đầu năm 2010 đến nay thường dao động trong khoảng 1.300 – 1.350 USD/tấn, chúng tôi dự báo doanh thu đem lại cho DMC từ việc phân phối sản phẩm này trong năm 2010 sẽ khoảng 24 – 25 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 từ hoạt động sản xuất tăng trưởng trung bình khoảng 38% trong giai đoạn 2011 –

2015. Trong đó, năm 2012 doanh thu tăng trưởng khoảng 17% và năm 2013 tăng trưởng đạt khoảng 57% khi mà các dự án khai thác, tìm kiếm nguyên liệu mới sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động; 5 năm tiếp theo (2016 – 2020) doanh thu tăng trưởng trung bình 30% và từ 2020 trở đi, tăng trưởng ổn định khoảng 10%/năm.

- Doanh thu từ hoạt động kinh doanh tăng trưởng trung bình khoảng 30% trong giai đoạn 2011 – 2015; tăng trưởng 20% trong 5 năm tiếp theo và sau đó tăng trưởng ổn định khoảng 8%/năm.
- Doanh thu từ hoạt động cung cấp dịch sẽ có đột biến lớn trong năm 2011 (theo chúng tôi đánh giá doanh thu từ hoạt động này sẽ tăng gấp khoảng 12 lần so với năm 2010). DMC nâng vốn góp tại công ty MI-Việt Nam lên 51% nên lợi nhuận từ liên doanh này sẽ có sự tăng trưởng, chúng tôi vẫn giả định DMC chưa hợp nhất kết quả kinh doanh của liên doanh mà vẫn hạch toán độc lập dưới dạng thu nhập từ liên doanh. Trong giai đoạn 2011 – 2015, tăng trưởng doanh thu trung bình trong lĩnh vực này đạt 10%; trong 5 năm tiếp theo sẽ tăng trưởng khoảng 19% và sau đó ổn định khoảng 8,5%/năm.
- Giá vốn hàng bán chiếm tỉ lệ bình quân khoảng 90% tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2011 (tính theo mức bình quân các năm quá khứ phù hợp với tình hình chung của nền kinh tế và lĩnh vực hoạt động của DMC).
- CP quản lý doanh nghiệp tiếp tục duy trì ở mức cao khoảng 9,5%/DTT trong 5 năm (2011 – 2015) do độ trễ về thời gian của việc cơ cấu lại doanh nghiệp của DMC; từ năm 2016 trở đi, chi phí quản lý này sẽ chỉ chiếm khoảng 8% trong tổng doanh thu của công ty.
- CP bán hàng trung bình chiếm khoảng 4,5%/tổng doanh thu hàng năm kể từ năm 2011.
- Tài sản cố định tăng thêm theo kế hoạch đầu tư tài sản cố định, hình thức khấu hao là theo đường thẳng.
- Vốn điều lệ sẽ tăng lên 350 tỷ đồng vào năm 2010 và khoảng 500 tỷ đồng từ năm 2016. Tỷ lệ trả cổ tức ổn định khoảng 12 - 13%.

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

Đơn vị: Triệu đồng

	2008	2009	2010F	2011F	2012F	2013F	2014F	2015F
Tổng tài sản (tỷ đồng)	397	474	768	851	1,091	1,201	1,335	1,501
VCSH (tỷ đồng)	235	266	436	456	619	634	653	676
Doanh thu thuần (tỷ đồng)	416	552	1,212	1,515	1,893	2,367	2,958	3,698
LNST (tỷ đồng)	69	50	96	115	139	169	207	256
EPS (đồng)	5,216	3,287	3,854	3,332	3,263	3,375	4,139	5,106
ROA	17.4%	10.6%	12.5%	13.5%	12.7%	14.1%	15.5%	17.0%
ROE	29.3%	18.3%	22.3%	25.8%	23.1%	27.7%	33.6%	40.7%
P/E	5.22	8.28	7.06	8.17	8.34	8.06	6.58	5.33
P/B	1.67	1.59	2.15	2.14	2.26	2.24	2.21	2.17

Nguồn: PSI Estimate

Theo đánh giá của chúng tôi, trong năm nay hoạt động sản xuất của DMC vẫn còn gặp những khó khăn nhất định, nhưng việc được quyền phân phối nhựa PP cho toàn miền Bắc và miền Trung cùng với triển vọng trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ hóa kỹ thuật cũng như nguồn thu ổn định từ hoạt động liên doanh liên kết với MI – Việt Nam là cơ sở cho thấy DMC chắc chắn sẽ vượt mức kế hoạch doanh thu đặt ra (kế hoạch doanh thu là 676,5 tỷ đồng). Chính thức ngày

8/10/2010 DMC đã đạt doanh thu 1.000 tỷ đồng.

Do sản phẩm sản xuất – kinh doanh và dịch vụ cung cấp của DMC mang tính chất đặc thù của ngành Dầu khí, hiện tại trên sàn giao dịch chưa có doanh nghiệp nào có đặc điểm tương đồng với DMC nên khi định giá cổ phiếu của DMC (HNX: PVC), chúng tôi chỉ sử dụng 2 phương pháp FCFE và FCFF để xác định mức giá kỳ vọng của cổ phiếu này. Giá trị của cổ phiếu PVC vào khoảng 27.000 đồng/cổ phiếu.

Phương pháp	Giá	Tỷ trọng	Giá theo tỷ trọng
FCFE	20,461	50%	10,231
FCFF	33,971	50%	16,985
Bình quân			27,216

Nguồn: PSI Research

PHỤ LỤC

Đơn vị: triệu đồng

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F
Tài sản ngắn hạn	250,329	273,209	554,878	625,184	850,782
Tiền và các khoản tương đương tiền	13,587	33,609	38,650	44,448	51,115
Các khoản đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	-	-
Các khoản phải thu ngắn hạn	131,551	135,174	310,214	222,682	387,484
Hàng tồn kho	94,046	100,593	201,337	352,339	405,190
Tài sản ngắn hạn khác	11,146	3,833	4,677	5,715	6,993
Tài sản dài hạn	146,409	200,711	212,877	226,057	240,119
Các khoản phải thu dài hạn	-	-	-	-	-
Tài sản cố định hữu hình	20,818	20,291	22,696	26,055	29,769
Tài sản cố định vô hình	9	61	63	66	70
Chi phí xây dựng cơ bản dở dang	-	2,857	3,640	4,022	4,446
Bất động sản đầu tư	-	-	-	-	-
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	125,188	174,299	183,014	192,164	201,773
Tài sản dài hạn khác	396	3,204	3,463	3,749	4,063
TỔNG TÀI SẢN	396,739	473,920	767,754	851,241	1,090,901
Nợ phải trả	161,363	208,246	331,681	394,738	471,790
Nợ ngắn hạn	160,988	207,335	330,630	393,523	470,384
Nợ dài hạn	375	911	1,051	1,214	1,406
Vốn chủ sở hữu	235,376	265,512	435,896	456,296	618,853
Vốn chủ sở hữu	236,265	274,002	431,051	445,704	601,328
Nguồn kinh phí và quỹ khác	(890)	(8,489)	4,845	10,592	17,526
Lợi ích cổ đông thiểu số	-	-	-	-	-
TỔNG NGUỒN VỐN	396,739	473,759	767,576	851,034	1,090,643

Chỉ tiêu	2008	2009	2010F	2011F	2012F
DT bán hàng cung cấp DV	416,442	551,959	1,211,652	1,514,565	1,893,206
Giá vốn hàng bán	321,397	490,774	1,090,487	1,363,109	1,703,886
LN gộp	95,046	61,185	121,165	151,457	189,321
Doanh thu tài chính	5,301	4,555	13,016	14,053	15,200
Chi phí tài chính	12,503	26,342	43,886	48,274	53,102
Chi phí bán hàng	58,082	14,760	16,236	17,860	19,646
Chi phí quản lý DN	49,751	57,483	63,231	69,554	76,510
LN thuần từ HĐSXKD	(19,990)	(32,845)	10,828	29,821	55,264
Doanh thu khác	2,101	168	193	222	255
Chi phí khác	1,627	681	176	185	194
Lợi nhuận khác	474	(513)	17	37	61
Tổng lợi nhuận kế toán trước thuế	(19,516)	(33,358)	10,845	29,858	55,325
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hiện hành	1,173	495	2,711	7,465	13,831
Chi phí thuế thu nhập doanh nghiệp hoãn lại	-	-	-	-	-
Lợi nhuận sau thuế thu nhập doanh nghiệp	(20,689)	(33,853)	8,133	22,394	41,493

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: Đặng Thanh Xuân – xuandt@psi.vn và Trương Trần Dũng – dungtt@psi.vn

**Nghiên cứu thị trường &
KT vĩ mô****Phân tích ngành, công ty**

Ninh Quang Hải
hainq@psi.vn

Nguyễn Minh Hạnh
hanhnm@psi.vn

Trương Trần Dũng
dungtt@psi.vn

Lê Thanh Tùng
tunglt@psi.vn

Ngô Hồng Đức
ducnh@psi.vn

Hồ Thị Thanh Hoàn
hoanhtht@psi.vn

Ngô Thị Khánh Chi
chintk@psi.vn

Nguyễn Anh Tuấn
tuanna1@psi.vn