PVC [KKQ -12%] - Chờ đợi dự án Lô B và giá dầu thô phục hồi - Báo cáo lần đầu

Ngô Thùy Trâm
Chuyên viên

23/09/2015

Các chỉ số chính

Sở hữu của khối ngoại	10,9%
Room tối đa cho khối ngoại	49%
SL cổ phiếu lưu hành	50 triệu
Số CP pha loãng hoàn toàn	50 triệu
Mức cao nhất 12 tháng VNĐ	41.400
Mức thấp nhất 12 tháng VNĐ	15.100

Cơ cấu cổ đông

PetroVietnam	36,0%
Halley Sicav	9,6%
CT TNHH Hong Dat	4,8%

Tổng Công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí (PVC), Dung dịch Khoan dầu khí

Giá: 20.200 VND **Giá mục tiêu: 16.600 VND** **Tổng mức sinh lời: -12%**
Giá trị vốn hóa: 45 tr USD **GTGD/ngày (30 ngày): 0,8 tr USD** **Room KN: 38%**

Các chỉ số chính	2013A	2014A	2015F	2016F
Doanh thu (tỷ đồng)	3.615	4.312	3.247	2.776
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS %	2,2%	4,9%	4,4% (**)	2,4%
Tăng trưởng doanh thu	-2,5%	19,3%	-24,7%	-14,5%
Tăng trưởng LN trước thuế	-40,4%	108,7%	-44,5%	-39,3%
Tăng trưởng EPS (*)	-52,1%	140,7%	-49,9%	-37,6%
PER theo giá thị trường	12,9	5,3	8,1	17,1
PBR theo giá thị trường	1,0	0,9	0,8	0,8
ROE	7,8%	19,3%	11,7%	5,3%
Lợi suất cổ tức theo giá thị trường	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Nợ ròng / Vốn CSH	-1,5%	2,7%	-1,5%	-6,5%

Ghi chú: (*) Tăng trưởng EPS được tính dựa trên lợi nhuận được điều chỉnh, không tính thu nhập bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi (Thông tư 200). ĐHCĐ phê duyệt tỷ lệ đóng góp năm 2015 là 19% LNST công ty mẹ, tương ứng với khoản 64% LNST hợp nhất. (**) Năm 2015 bao gồm lợi nhuận bất thường từ mức hoàn thuế 40 tỷ đồng

Chúng tôi phát hành báo cáo lần đầu cho Tổng Công ty Dung dịch Khoan và Hóa phẩm Dầu khí (PVC), nhà cung cấp dung dịch khoan hàng đầu ở Việt Nam, với khuyến nghị KÉM KHẢ QUAN và giá mục tiêu dựa theo phương pháp chiết khấu dòng tiền DCF là 16.600 đồng. Lợi nhuận của PVC, với 97% đến từ mảng cung cấp dung dịch khoan, được dự báo sẽ giảm 50% trong năm 2015 và 40% trong năm 2016 khi ngân sách cho hoạt động thăm dò và khai thác (E&P) đã bị cắt giảm, làm giảm số giếng khoan với tỷ lệ tương tự tại Việt Nam. Các nhận định hiện nay đều cho rằng giá dầu thô khó có thể phục hồi trong vòng 2 năm tới…

…khiến triển vọng tăng trưởng chỉ phụ thuộc vào dự án Lô B trị giá 10 tỷ USD của Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN). Đây là mỏ khí đốt ngoài khơi được cho là có trữ lượng khí đốt lớn thứ 2 ở Việt Nam, với dự kiến nhu cầu khoan thăm dò và phát triển cho khoảng 50-60 giếng/năm trong vòng 10-15 năm tới kể từ năm 2017. Con số này tương đương với số giếng khoan trung bình trong một năm tại Việt Nam trong giai đoạn 2012-2014. Tuy nhiên, mặc dù thừa nhận triển vọng từ dự án Lô B, chúng tôi vẫn chưa đưa dự án này vào mô hình định giá cho đến khi hợp đồng cung cấp dung dịch khoan cho dự án được ký kết. Về mặt tích cực, công tác chuẩn bị cho dự án Lô B đã được bắt đầu vào tháng 6/2015.

Với mức giá đóng cửa 20.200 đồng ngày 22/9/2015, PVC đang giao dịch với PER 8,1 lần dựa theo EPS dự báo của VCSC năm 2015 là 2.504 đồng. Mức PER hiện tại cao hơn 9,5% so với mức trung bình 7,4 lần của các công ty cung cấp dịch vụ dầu khí trong nước, và theo đánh giá của chúng tôi là không hợp lý với lợi nhuận dự báo sẽ giảm đáng kể trong vòng 2 năm tới, trừ khi giá dầu hồi phục đáng kể hoặc chiến dịch phát triển mỏ cho dự án Lô B được đẩy mạnh sớm hơn để hỗ trợ cho thay đổi những giả định chính trong dự báo hiện nay.

Độc quyền cung cấp dung dịch khoan. PVC có 2 công ty con trụ cột: M-I Vietnam, công ty liên doanh giữa PVC (51%) và M-I Swaco (49%); công ty còn lại là

DMC-WS do PVC sở hữu 100%. M-I Swaco là công ty trực thuộc Schlumberger, công ty lớn hàng đầu trong lĩnh vực dịch vụ dầu khí có trụ sở tại Mỹ. Kể từ khi thành lập 23 năm trước, M-I Vietnam đã cung cấp dung dịch khoan cho hầu hết các giếng khoan dầu khí ở Việt Nam. Trong những năm gần đây, một số hợp đồng cung cấp dung dịch khoan được chuyển từ M-I Vietnam sang DMC-WS, khoảng 25% tính đến thời điểm 6 tháng đầu năm 2015. Tuy nhiên, M-I Vietnam, vốn cung cấp độc quyền công thức hệ thống dung dịch khoan (sở hữu bởi M-I Swaco) vẫn đóng góp 60% lợi nhuận ròng sau khi trừ lợi ích CĐTS, trong khi đó, DMC-WS đóng góp khoảng 37%. Trong khi PVC cũng tham gia vào các mảng kinh doanh khác như sản xuất hóa chất, thương mại cũng như các dịch vụ kỹ thuật khác trong ngành dầu khí với đóng góp 44% trong tổng doanh thu, những hoạt động này chỉ đóng góp dưới 3% lợi nhuận sau thuế.

Giá dầu thô giảm mạnh sẽ làm giảm nhu cầu khoan dầu khí. Số lượng các giếng khoan ở Việt Nam đã giảm một nửa còn khoảng 60 giếng trong năm 2015, từ mức 120 năm 2014, chúng tôi cho rằng con số này sẽ giảm sâu hơn còn khoảng 40 giếng/năm trong giai đoạn 2016-2019. Chúng tôi ghi nhận con số này sẽ là một trong những chỉ báo chính để thiết lập mô hình tính toán lợi nhuận cho PVC.

Dự án Lô B thúc đẩy nhu cầu, có thể tăng giá trị định giá thêm 41%. Dự án trị giá 10 tỷ USD này là một trong những dự án quan trọng để bảo đảm an ninh năng lượng quốc gia của PetroVietnam. Dù vẫn chưa đưa dự án này vào mô hình định giá ở thời điểm hiện tại, chúng tôi vẫn giả định một kịch bản có bao gồm đóng góp của dự án Lô B trong báo cáo này, theo đó tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) lợi nhuận sẽ tăng lên đến 25% trong giai đoạn 2016-2019, nâng giá trị định giá theo mô hình DCF lên thêm 41% so với giá trị từ mô hình chưa bao gồm đóng góp của dự án Lô B. Dự án Lô B đã chính thức được khởi động bằng việc động thổ xây dựng căn cứ cảng dịch vụ tại Phú Quốc trong tháng 6/2015 vừa rồi để hỗ trợ cho các hoạt động khoan thăm dò trong giai đoạn đầu.

Mục lục

Sơ lược về Công ty 5
Báo cáo Tài chính 6
KQKD theo quý 7
Dự báo KQKD 8
Cung cấp 100% dung dịch khoan được sử dụng tại Việt Nam 9
Triển vọng lợi nhuận 14
2015 sẽ là một năm khó khăn 14
Tiếp tục đà giảm trong năm 2016 15
Chính sách cổ tức 15
Tiềm năng lớn từ dự án Lô B – Ô Môn từ năm 2017 15
Định giá 17
Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 17
Kịch bản cơ sở: Không bao gồm đóng góp của Lô B 17
Kịch bản tốt nhất: Nhờ đóng góp của Lô B nên giá trị hợp lý cao hơn 41% so với kịch bản cơ sở 18
So sánh với các công ty khác trong ngành 18
Rủi ro 19
Phụ lục 21
Dung dịch khoan 21
Dịch vụ kỹ thuật 21
Sản xuất và kinh doanh hóa dầu 23
Lịch sử Khuyến nghị 26

Hình & Bảng

Hình 1: Tổng quan kinh doanh 9
Hình 2: Mô tả chi tiết hệ thống tuần hoàn dung dịch khoan 10
Hình 3: Dung dịch khoan là mảng kinh doanh đóng góp chính cho doanh thu và LNST trong vòng những năm qua 11
Hình 4: Biên LN gộp hỗn hợp của PVC trong những năm qua 11
Hình 5: Tổng quan về DMC-WS và M-I Vietnam 12
Hình 6: KQKD của M-I Việt Nam và DMC-WS 12
Hình 7: So sánh doanh thu và LNST trừ lợi ích CĐTS trong lĩnh vực dung dịch khoan của M-I Việt Nam và DMC-WS 13
Hình 8: Tổng hợp KQKD 6 tháng đầu năm 2015 của PVC 14
Hình 9: Chi tiết lợi nhuận từ các công ty con của PVC trong 6 tháng đầu năm 2015 14
Hình 10: Doanh thu và LNST 6 tháng cuối năm 2015 so với 6 tháng đầu năm 15
Hình 11: Doanh thu và LNST năm 2016 so với 2015 15
Hình 12: Doanh thu từ đạt CAGR 7% giai đoạn 2016-2019 nhờ Lô B 16
Hình 13: LNST đạt CAGR 25% giai đoạn 2016-2019 nhờ Lô B 16
Hình 14: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của PVC 2015-2019 17
Hình 15: Tóm tắt mô hình định giá dòng tiền tự do 17
Hình 16: Tóm tắt mô hình định giá dòng tiền tự do 18
Hình 17: Các công ty dịch vụ kỹ thuật dầu khí trong nước 18
Hình 18: Các công ty dịch vụ kỹ thuật dầu khí quốc tế 19
Hình 19: Lợi nhuận của PVC sẽ bị ảnh hưởng nếu không có đóng góp của Lô B 20

Phụ lục

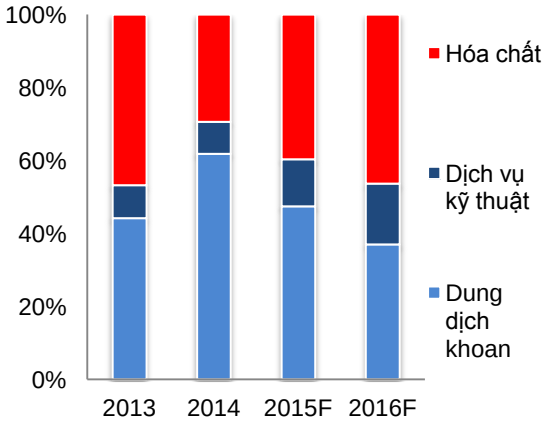
Phụ lục 1: Phân loại dung dịch khoan 21
Phụ lục 2: Mô tả hoạt động dịch vụ kỹ thuật của PVC 22
Phụ lục 3: Mô tả căn cứ hóa chất và dịch vụ của PVC 22
Phụ lục 4: Sản lượng hóa chất của PVC qua từng năm (tấn) 23
Phụ lục 5: Các hóa chất chính do PVC sản xuất 24
Phụ lục 6: Các nhà máy lọc dầu tại Việt Nam 25
Phụ lục 7: Tàu chở dầu và FPSO/FSO của Việt Nam 25

Sơ lược về Công ty

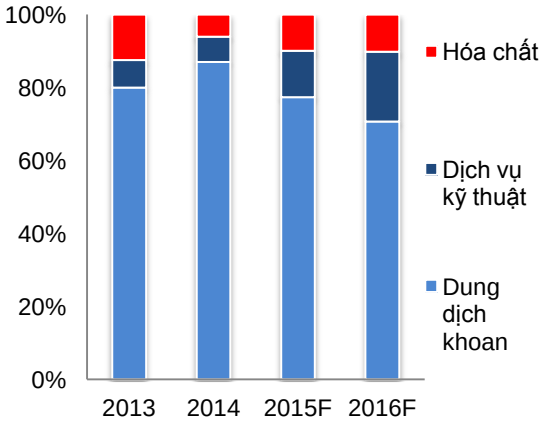
Lĩnh vực kinh doanh	Dung dịch khoan và hóa phẩm cho ngành dầu khí
Yếu tố doanh thu chính	Nhu cầu khoan giếng dầu cho các hoạt động thăm dò & khai thác thượng nguồn
Yếu tố chi phí chính	Nguyên liệu thô (khoáng chất và hóa chất cho dung dịch khoan)
Yếu tố rủi ro chính	Trì hoãn hoặc hủy bỏ các hoạt động thăm dò & khai thác khi giá dầu thô giảm
Các khách hàng chính	PVN và các công ty con/công ty liên doanh
Lãnh đạo	Ông Nguyễn Ngọc Khánh (Chủ tịch HĐQT), Ông Tôn Anh Thi (CEO)
Trụ sở	Tầng 6 và 7, Tòa nhà Viện Dầu khí Số 173 Trung Kính, phường Yên Hòa, Quận Cầu Giấy, Hà Nội
Website	www.pvdmc.com.vn
Email	dmc@pvdmc.com.vn
Điện thoại	(+84) 4 3856 2552

CÁC CHỈ SỐ CHÍNH

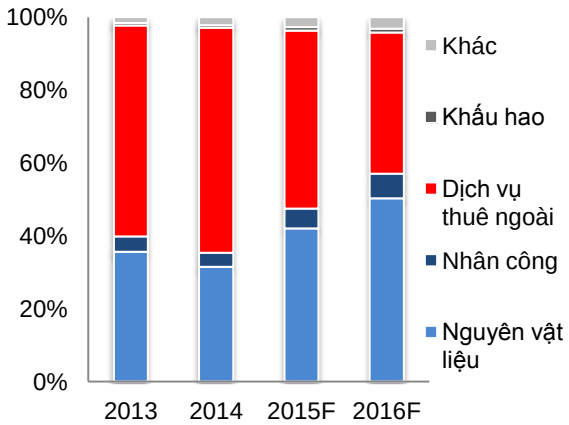
Cơ cấu doanh thu %



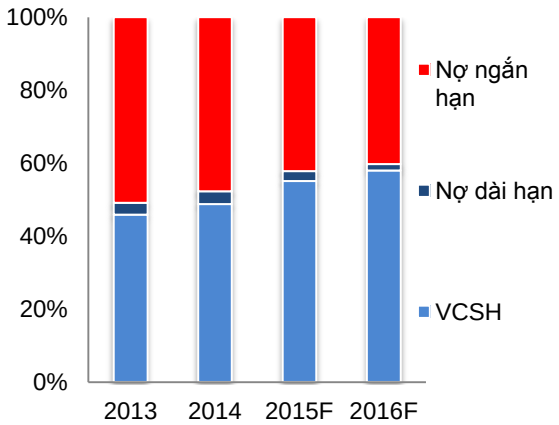
Cơ cấu lợi nhuận gộp %



Cơ cấu chi phí %



Cơ cấu vốn %



Nguồn: ước tính của VCSC

Báo cáo Tài chính

KQLN	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Doanh thu thuần	4.312	3.247	2.776
Giá vốn hàng bán	-3.471	-2.730	-2.399
Lợi nhuận gộp	841	517	377
Chi phí bán hàng	-69	-45	-39
Chi phí quản lý DN	-302	-211	-180
LN thuần HĐKD (EBIT)	469	261	158
Thu nhập tài chính	31	0	0
Chi phí tài chính	-50	-40	-35
trong đó, chi phí lãi vay	-26	-34	-30
Lỗ/lãi từ công ty liên kết	0	0	0
Lỗ/lãi thuần khác	-18	40	0
Lợi nhuận trước thuế	432	260	123
Thuế TNDN	-103	-62	-29
LNST trước lợi ích CĐTS	329	198	94
Lợi ích CĐTS	-119	-54	-26
LNST trừ LI CĐTS. báo cáo	**211**	**144**	**68**
LNST trừ LI CĐTS. điều chỉnh	**211**	**114**	**68**
EBITDA	459	290	152
EPS cơ bản theo báo cáo, VND	4.217	2.881	1.360
EPS cơ bản điều chỉnh (1), VND	3.781	1.894	1.181
EPS pha loãng (2), VND	3.781	1.894	1.181

TỶ LỆ	2014A	2015F	2016F
Tăng trưởng			
Tăng trưởng doanh thu	19,3%	-24,7%	-14,5%
Tăng trưởng LN HĐKD	108,7%	-44,5%	-39,3%
Tăng trưởng LN trước thuế	104,7%	-39,7%	-52,8%
Tăng trưởng EPS	140,7%	-49,9%	-37,6%
Khả năng sinh lời			
Biên LN gộp	19,5%	15,9%	13,6%
Biên LN từ HĐKD (EBIT)	10,9%	8,0%	5,7%
Biên EBITDA	10,7%	8,9%	5,5%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS. điều chỉnh	4,9%	4,4%	2,4%
ROE	19,3%	11,7%	5,3%
ROA	10,2%	6,2%	2,9%
Chỉ số hiệu quả vận hành			
Số ngày tồn kho	84,2	96,0	96,0
Số ngày phải thu	51,5	66,0	70,0
Số ngày phải trả	50,7	52,0	52,0
TG luân chuyển tiền	84,9	110,0	114,0
Thanh khoản			
CS thanh toán hiện hành	1,8	2,1	2,2
CS thanh toán nhanh	1,1	1,3	1,4
CS thanh toán tiền mặt	0,4	0,5	0,5
Nợ/Tài sản	0,2	0,2	0,2
Nợ/Vốn CSH	0,3	0,2	0,2
Nợ ròng/Vốn CSH	0,0	0,0	-0,1
Khả năng thanh toán lãi vay	0,1	0,1	0,2

Bảng CĐKT	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền và tương đương	496	424	417
Đầu tư TC ngắn hạn	0	0	0
Các khoản phải thu	640	587	532
Hàng tồn kho	847	718	631
TS ngắn hạn khác	138	138	138
Tổng TS ngắn hạn	**2.121**	**1.868**	**1.719**
TS dài hạn (gộp)	331	397	457
- Khấu hao lũy kế	-156	-185	-215
TS dài hạn (ròng)	241	271	302
Đầu tư TC dài hạn	0	0	0
TS dài hạn khác	72	72	72
Tổng TS dài hạn	**312**	**343**	**374**
Tổng Tài sản	**2.433**	**2.211**	**2.093**
Phải trả ngắn hạn	507	389	342
Vay nợ ngắn hạn	450	360	324
Nợ ngắn hạn khác	204	130	111
Tổng nợ ngắn hạn	**1.161**	**879**	**777**
Vay và nợ dài hạn	72	48	24
Phải trả dài hạn khác	15	15	15
Tổng nợ	1.248	941	815
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0
Vốn điều lệ	19	19	19
Thặng dư vốn CP	500	500	500
Lợi nhuận giữ lại	454	538	546
Vốn CSH khác	0	0	0
Lợi ích CĐTS	213	213	213
Tổng vốn CSH	**1.185**	**1.269**	**1.277**
Tổng cộng nguồn vốn	**2.433**	**2.211**	**2.093**

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ	2014A	2015F	2016F
tỷ đồng			
Tiền đầu năm	**449**	**496**	**424**
Lợi nhuận sau thuế	211	144	68
Khấu hao	24	28	29
Thay đổi vốn lưu động	-287	-11	76
Điều chỉnh khác	141	0	0
Tiền từ HĐKD	**93**	**162**	**173**
Chi mua sắm TSCĐ	-70	-60	-60
Đầu tư	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**-70**	**-60**	**-60**
Cổ tức đã trả	-60	-60	-60
Tăng (giảm) vốn cổ phần	0	0	0
Tăng (giảm) nợ dài hạn	6	-24	-24
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	79	-90	-36
Khác	0	0	0
Tiền từ hoạt động TC	**24**	**-174**	**-120**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**47**	**-72**	**-7**
Tiền cuối năm	**496**	**424**	**417**

Nguồn: Báo cáo tài chính công ty, dự báo của VCSC. (1) EPS cơ bản điều chỉnh là EPS được điều chỉnh có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng và phúc lợi theo thông tư 200. ĐHCĐ phê duyệt tỷ lệ đóng góp 19% từ LNST của công ty mẹ (64% con số hợp nhất)

KQKD theo quý

2015	Q1	Q2	Q3	Q4	Từ đầu năm đến nay	Mục tiêu của công ty	Dự báo của VCSC
Doanh thu, tỷ đồng	899	892	NA	NA	1.791	3.700	3.247
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	40	41	NA	NA	81	162	144
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		NA
Biên lợi nhuận gộp	18,8%	15,8%	NA	NA	17,3%		15,9%
Biên lợi nhuận từ hoạt động	10,2%	6,5%	NA	NA	8,4%		8,0%
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	4,4%	4,6%	NA	NA	4,5%	4,4%	4,4%
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	6,6%	-28,5%	NA	NA	-14,4%		-24,7%
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	33,8%	-68,9%	NA	NA	-41,4%		-44,5%
2014	**Q1**	**Q2**	**Q3**	**Q4**	**Từ đầu năm đến nay**		
Doanh thu, tỷ đồng	843	1.248	1.007	1.214	4.312		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	26	95	43	156	211		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	17,4%	23,7%	17,6%	18,2%	19,5%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	8,1%	15,0%	10,1%	18,2%	10,9%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	3,1%	7,6%	4,2%	12,9%	4,9%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	11,4%	26,4%	24,4%	14,3%	19,3%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	60,2%	399,6%	87,3%	144,3%	108,7%		
2013	**Q1**	**Q2**	**Q3**	**Q4**	**Từ đầu năm đến nay**		
Doanh thu, tỷ đồng	757	987	809	1.062	3.615		
Mục tiêu LNST, chưa điều chỉnh	16	7	8	47	79		
Mục tiêu LNST, điều chỉnh	NA	NA	NA	NA	NA		
Biên lợi nhuận gộp	14,5%	13,7%	14,5%	16,9%	15,0%		
Biên lợi nhuận từ hoạt động	5,6%	3,8%	6,7%	8,5%	-40,4%		
Biên LNST trừ lợi ích CĐTS (điều chỉnh)	2,1%	0,7%	1,0%	4,4%	2,2%		
Tăng trưởng doanh thu so với cùng kỳ năm trước	2,6%	10,3%	-14,4%	23,8%	-2,5%		
Tăng trưởng LN từ hoạt động so với cùng kỳ năm trước	-25,8%	-70,0%	-41,6%	88,8%	-40,4%		

Ghi chú: LNST điều chỉnh = LNST trừ lợi ích cổ đông thiểu số, có khấu trừ quỹ khen thưởng, phúc lợi.

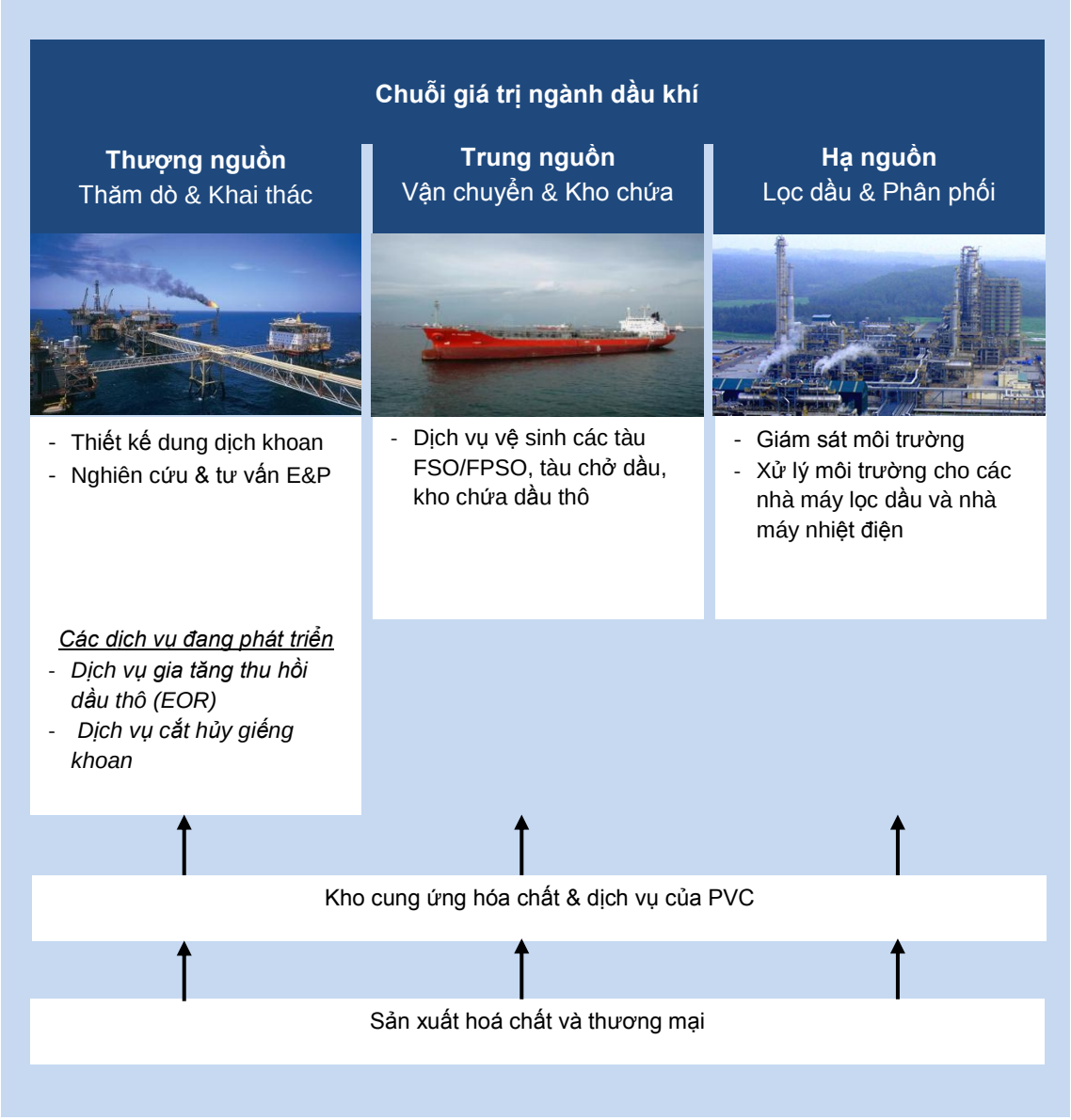
Dự báo KQKD

	KQ 2014	KQ 2015	KQ 2015 so với KQ 2014	Ghi chú
Tỷ đồng				
Doanh thu	**4.312**	**3.247**	**-24,7%**	
Dung dịch khoan	*2.667*	*1.539*	*-42,3%*	Giảm số lượng giếng khoan từ 120 năm 2014 còn 60 năm 2015
Giải pháp hóa chất	*377*	*421*	*11,7%*	
Hóa dầu	*1.268*	*1.287*	*1,5%*	
Lợi nhuận gộp	**841**	**517**	**-38,5%**	
Dung dịch khoan	*731*	*400*	*-45,3%*	
Giải pháp hóa chất	*59*	*65*	*11,7%*	
Hóa dầu	*51*	*51*	*1,5%*	
Chi phí bán hàng và tiếp thị	-69	-45	-34,1%	
Chi phí quản lý	-302	-211	-30,2%	
Lợi nhuận trước thuế	469	261	-44,5%	
Chi phí lãi vay	-26	-34	28,1%	
Lợi nhuận ngoài HĐKD	-11	34	NA	Bao gồm khoản hoàn thuế 40 tỷ đồng cho PVC
LN trước thuế	**432**	**260**	**-39,7%**	
LNST	**329**	**198**	**-39,7%**	
LNST sau lợi ích CĐTS theo báo cáo	**211**	**144**	**-31,7%**	
EBITDA	459	290	-36,9%	
Biên LN gộp %	19,5%	15,9%		
Drilling fluids %	27,4%	26,0%		
Chemical-related solutions %	15,5%	15,5%		
Petrochemicals %	4,0%	4,0%		
Chi phí bán hàng và tiếp thị / doanh thu %	1,6%	1,4%		
Chi phí quản lý / doanh thu	7,0%	6,5%		
Biên EBIT %	10,9%	8,0%		
Biên EBITDA %	10,7%	8,9%		
Biên LNST %	4,9%	4,4%		
Thuế suất %	23,8%	23,8%		

Cung cấp 100% dung dịch khoan được sử dụng tại Việt Nam

Hoạt động kinh doanh của PVC được phân thành 3 mảng chính (1) thiết kế và cung cấp hệ thống dung dịch khoan, (2) dịch vụ kỹ thuật (3) sản xuất và kinh doanh hóa chất ở các khâu thượng nguồn, trung nguồn, và hạ nguồn trong ngành công nghiệp dầu khí. Dung dịch khoan là mảng kinh doanh chính, chiếm trung bình 56% tổng doanh thu và 97% trong lợi nhuận sau thuế (trừ lợi ích CĐTS) trong suốt giai đoạn 2012-2014.

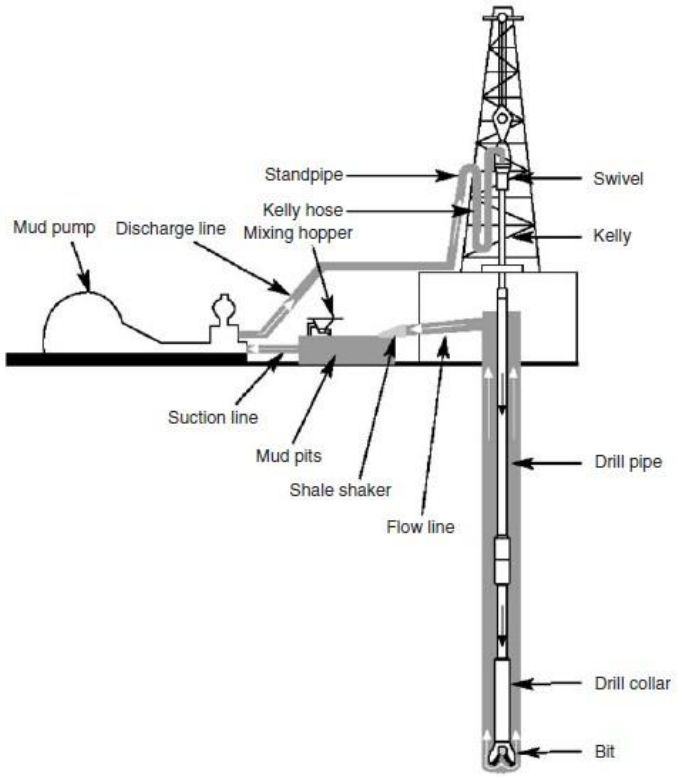
Hình 1: Tổng quan kinh doanh



Nguồn: Thông tin từ PVC

Hệ thống dung dịch khoan là "yếu tố quyết định" cho toàn bộ hoạt động khoan dầu khí, điều này đồng nghĩa với việc bất kỳ dự án khoan thành công nào cũng đều bắt đầu từ việc thiết kế xây dựng hệ thống dung dịch phù hợp với dự án đang thực hiện.

Hình 2: Mô tả chi tiết hệ thống tuần hoàn dung dịch khoan



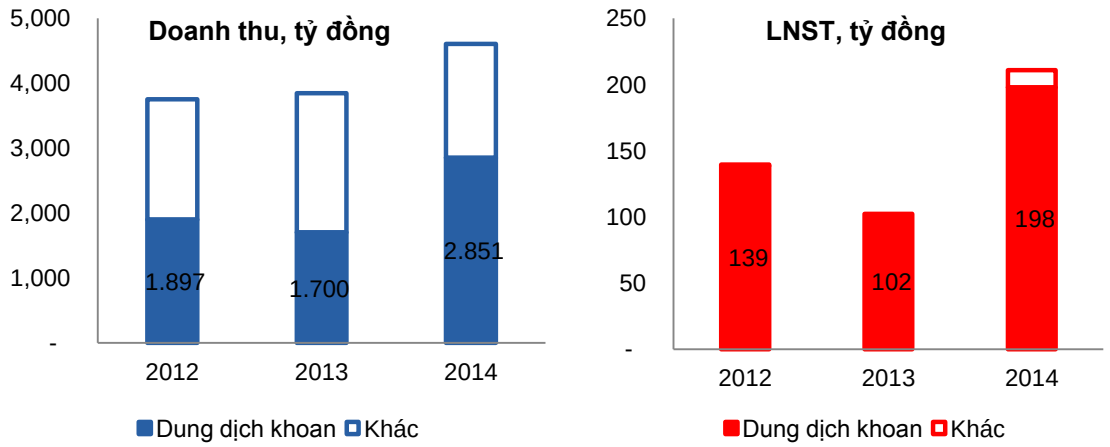
Dung dịch khoan là hỗn hợp phức tạp của nhiều sản phẩm hóa học được thêm vào giếng khoan để hỗ trợ cho quá trình khoan bằng cách làm sạch giếng khoan, giữ và loại bỏ các mùn khoan, giúp ổn định giếng, giữ mùn khoan lơ lửng khi ngưng tuần hoàn, làm mát và bôi trơn bộ khoan cụ. Một dung dịch khoan thông thường có chứa một dung dịch nền (có thể là nước, dầu thô hoặc chất tổng hợp), một dung dịch sét (thường là Bentonite) để mang lại tính dẻo nhằm mang các mùn khoan lên bề mặt, một loại quặng (thường là Barite) để gia tăng trọng lượng của cột khoan, nhằm ổn định lỗ khoan, và hàng trăm các chất phụ gia khác tùy thuộc vào điều kiện khoan.

Dung dịch khoan được bơm xuống ống khoan rỗng xuống mũi khoan, nơi dung dịch này thoát ra khỏi ống khoan và đẩy lỗ khoan lên bề mặt. Vì lý do kinh tế và môi trường, dung dịch thường được làm sạch và tái sử dụng sau khi loại bỏ mùn khoan. Dung dịch sau khi được làm sạch sẽ trộn lẫn với dung dịch mới và được tái sử dụng.

Nguồn: PVC, GN Decanter Centrifuge

Sự kết hợp và số lượng dung dịch cụ thể sử dụng trong mỗi hoạt động khoan rất đa dạng, tùy thuộc lớn vào điện kiện địa chất và yêu cầu của nhà thầu dầu khí. Thông thường, dung dịch khoan chiếm dưới 10% tổng chi phí đầu tư của mỗi giếng khoan. Chúng tôi ước tính PVC tạo ra doanh thu từ dung dịch khoan 27 tỷ đồng/giếng dựa theo hoạt động của công ty trong giai đoạn 2012-2014. PVC cung cấp dung dịch khoan cho khoảng 20 nhà thầu khác nhau và trung bình 60 giếng khoan trong vòng 5 năm qua.

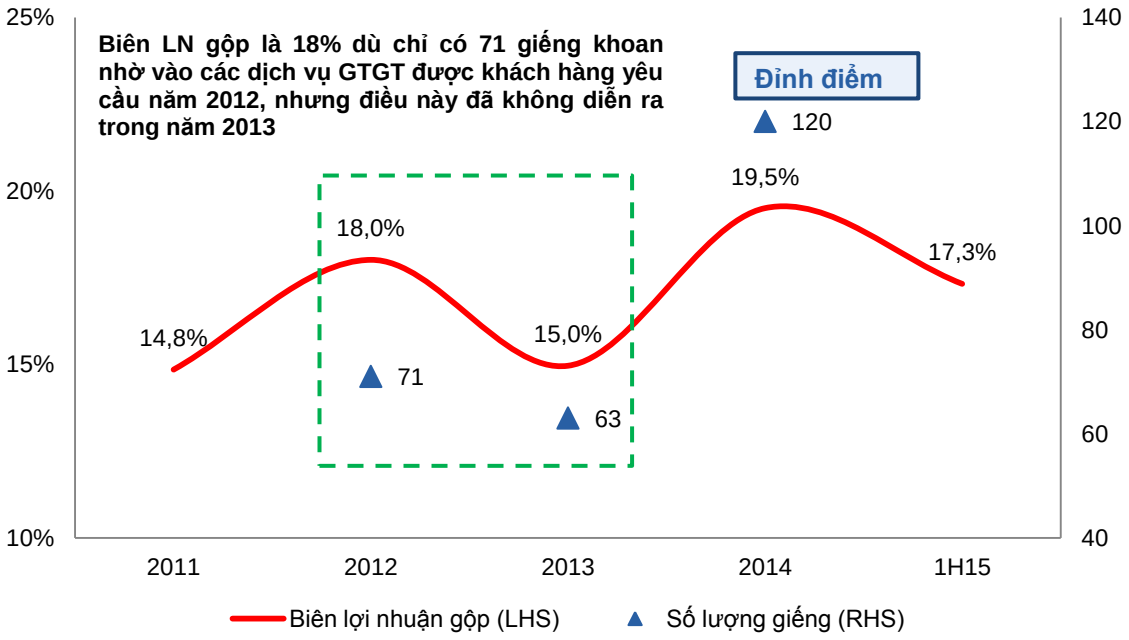
Hình 3: Dung dịch khoan là mảng kinh doanh đóng góp chính cho doanh thu và LNST trong vòng những năm qua



Nguồn: PVC cung cấp

Biên LN gộp hỗn hợp dao động cùng với sự thành công của mảng kinh doang dung dich khoan. Mảng kinh doanh dung dịch khoan mang lại biên LN gộp cao nhất từ 20-30% cho PVC, cao hơn nhiều so với dịch vụ kỹ thuật (ước tính từ 12%-15%) và hoạt động sản xuất kinh doanh hóa chất (3%-4%). Nói một cách khác, việc gia tăng số lượng giếng khoan tương ứng với biên LN gộp hỗn hợp cao hơn, vốn dao động trong khoảng 15%-20% trong giai đoạn 2012-2014, đỉnh điểm là 19,5% trong năm 2014 khi PVC cung cấp dung dịch khoan cho 120 giếng khoan.

Hình 4: Biên LN gộp hỗn hợp của PVC trong những năm qua



Nguồn: Thông tin từ PVC

Chi phí nguyên liệu và dịch vụ thuê ngoài chiếm hơn 90% tổng chi phí của PVC, trong đó 50% được sử dụng cho mảng kinh doanh dung dịch khoan (số liệu chi tiết hơn theo từng mảng kinh doanh không được cung cấp). Yếu tố đóng góp lớn nhất trong chi phí là dịch vụ thuê ngoài, chúng tôi cho rằng chi phí này là từ việc mua công thức dung dịch khoan từ đối tác và mua hóa chất từ nhà cung cấp của PVC, cùng với những chi phí khác như vận tải và hậu cần.

Trong khi đó, một vài nguyên liệu chính như Barite, Bentonite, CaCO3 và Cement G được sử dụng trong công thức dung dịch khoan được chính PVC cung ứng từ bộ phận sản xuất hóa chất (vui lòng xem phần phụ lục để biết thêm thông tin về các mảng sản xuất kinh doanh hóa chất, đóng góp dưới 1% lợi nhuận cho PVC). Ban lãnh đạo công ty cho biết: "Bộ phận sản xuất hóa chất tạo ra khoảng 50.000 tấn nguyên liệu một năm, xấp xỉ 50% con số này được chính công ty sử dụng và một nửa dùng để xuất khẩu".

PVC thống trị 100% thị phần dung dịch khoan ở Việt Nam thông qua 2 công ty con, DMC-WS và M-I Vietnam.

Hình 5: Tổng quan về DMC-WS và M-I Vietnam

Công ty con	M-I Vietnam	DMC – WS
Cổ phần của PVC	51%	100%
Mô tả	Công ty liên doanh (M-I Vietnam) với M-I Swaco, công ty của Schlumberger (Mỹ). PVC sở hữu 51% cổ phần trong khi M-I Swaco có 49%. Công ty sở hữu hệ thống dung dịch khoan độc quyền, công nghệ và chuyên gia giúp công ty này thống trị mảng dịch vụ dung dịch khoan trong nước trong vòng 23 năm qua.	Công ty con do PVC sở hữu 100% cổ phần, được thành lập để nội địa hóa dịch vụ dung dịch khoan nhằm phát triển danh mục dung dịch khoan riêng biệt, do đó giảm sự phụ thuộc vào M-I Vietnam.

Nguồn: Thông tin từ PVC

Hình 6: KQKD của M-I Việt Nam và DMC-WS

	Chỉ số	2012	2013	2014	6 tháng đầu 2015
MI - VN	Doanh thu (tỷ đồng)	1.637	1.386	1.776	715
	Số giếng khoan	51	43	64	19
	Doanh thu mỗi giếng (tỷ đồng)	32	32	28	38
	Biên LNTT (%)	20,8%	15,5%	17,6%	19,2%
	Đóng góp cho LNST trừ lợi ích CĐTS của PVC (tỷ đồng)	128	84	122	NA
DMC - WS	Doanh thu (tỷ đồng)	344	512	1.075	269
	Số giếng khoan	20	20	56	11
	Doanh thu mỗi giếng (tỷ đồng)	17	26	19	24
	Biên LNTT (%)	4,2%	4,9%	9,1%	7,0%
	Đóng góp cho LNST trừ lợi ích CĐTS của PVC (tỷ đồng)	11	19	76	NA

Nguồn: Thông tin từ PVC & ước tính của VCSC

Hình 7: So sánh doanh thu và LNST trừ lợi ích CĐTS trong lĩnh vực dung dịch khoan của M-I Việt Nam và DMC-WS

	Chỉ số	2012	2013	2014	6 tháng đầu 2015
Doanh thu	MI-VN	70,8%	54,6%	45,7%	57,6%
	DMC-WS	29,2%	45,4%	54,3%	42,4%
LNST trừ lợi ích CĐTS	MI-VN	92,3%	81,6%	61,6%	N/A
	DMC-WS	7,7%	18,4%	38,4%	N/A

Nguồn: Thông tin từ PVC & ước tính của VCSC

Việc phụ thuộc vào M-I Vietnam tạo ra sự rủi ro nếu M-I Swaco quyết định rút vốn khỏi liên doanh. Tuy nhiên theo quan điểm của chúng tôi, điều này khó có khả năng xảy ra. Tại buổi lễ kỷ niệm 20 năm ngày thành lập liên doanh năm 2011, PVC và M-I Swaco đã ký kết hợp đồng liên doanh thêm 10 năm.

Tuy nhiên, PVC sẽ tập trung vào phát triển dung dịch khoan thông qua DMC-WS. Dung dịch khoan của DMC-WS chủ yếu là dung dịch khoan gốc nước (WBF), có công thức khá đơn giản và rẻ hơn so với công thức dung dịch khoan gốc dầu và gốc tổng hợp mà M-I Vietnam đang sở hữu. Do đó, DMC-WS đang phải mua khoảng 50% công thức dung dịch khoan từ M-I Vietnam. Do đó, DMC-WS có biên LN thấp hơn MI Việt Nam. PVC kỳ vọng sẽ nhận chuyển nhượng thêm công thức dung dịch khoan được từ M-I Vietnam trong thời gian hiệu lực còn lại của hợp đồng.

Triển vọng lợi nhuận

2015 sẽ là một năm khó khăn

Giá dầu thô thế giới tiếp tục chịu áp lực. Tác động của tình huống này là khá rõ ràng đối với hoạt động thăm dò & khai thác ở Việt Nam. Số lượng giàn khoan tự nâng ở Việt Nam đã giảm còn khoản 10 giàn trong nửa đầu năm 2015, so với con số 14 giàn cùng kỳ năm 2014. Mỗi giàn có thể khoan từ 4-6 giếng mỗi năm. Trong khi đó, hầu hết các hoạt động dầu khí đều được thực hiện bởi các công ty trực thuộc PVN. Một vài công ty nước ngoài vẫn còn đang hoạt động tại Việt Nam, nhưng hoạt động của các công ty này đã chững lại rõ rệt, ảnh hưởng đến nhu cầu của dung dịch khoan.

Doanh thu nửa đầu năm 2015 giảm 14% trong khi lợi nhuận trước thuế trượt 25% do số lượng giếng khoan chỉ còn 60 giếng, sụt giảm 50% so với 2014. Nếu như không tính đến khoản hoàn thuế 40 tỷ đồng do điều chỉnh thuế GTGT (VAT) từ 10% xuống 5% trong giai đoạn 2011-2014, LNTT sẽ thấp hơn 41% so với nửa đầu năm 2014.

Hình 8: Tổng hợp KQKD 6 tháng đầu năm 2015 của PVC

	6 tháng đầu 2015	6 tháng đầu 2014	Tăng trưởng
Số giếng khoan	30	60	-50,0%
Doanh thu (tỷ đồng)	1.791	2.091	-14,4%
LN gộp (tỷ đồng)	310	442	-29,9%
Biên LN gộp (%)	17,3%	21,2%	-18,1%
LNTT (tỷ đồng)	185	247	-25,3%
LNST trừ lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	81	121	-32,9%

Nguồn: Thông tin từ PVC & ước tính của VCSC

Hình 9: Chi tiết lợi nhuận từ các công ty con của PVC trong 6 tháng đầu năm 2015

	Doanh thu (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)	Ghi chú
MI - VN	715 (-22% so với cùng kỳ 2014)	137 (-24% so với cùng kỳ 2014)	Số lượng các dự án khoan giếng bị hạn chế hơn và hầu hết đều là các hợp đồng ngắn hạn chỉ cần khoan một giếng.
DMC - WS	269 (-49% so với cùng kỳ 2014)	19 (-41% so với cùng kỳ 2014)	
DMC - MB, DMC - MT, DMC - MN	404 (-5,6% so với cùng kỳ 2014)	0.2 (-87% so với cùng kỳ 2014)	

Nguồn: Thông tin từ PVC

Chúng tôi nhận định nửa cuối năm 2015 cũng sẽ không quá tích cực so với nửa đầu năm do số lượng giàn khoan giảm từ 10 còn 9 giàn. Nhìn chung, LNST năm 2015 dự kiến sẽ đạt 144 tỷ đồng, đạt 89% kế hoạch của ban lãnh đạo. Trong cuộc họp gần đây với các nhà đầu tư, PVC cho biết đang làm việc với cơ quan thuế để hoàn thuế, nhưng trong bối cảnh số tiền cụ thể chưa được công bố, chúng tôi chưa ghi nhận thu nhập bất thường này trong dự báo năm 2015.

Hình 10: Doanh thu và LNST 6 tháng cuối năm 2015 so với 6 tháng đầu năm

	6 tháng cuối 2015	6 tháng đầu 2015	Tăng trưởng
Số giếng khoan	30	30	0%
Doanh thu (tỷ đồng)	1.456	1.791	-18,7%
LN gộp (tỷ đồng)	207	310	-33,3%
Biên LN gộp (%)	14,2%	17,3%	-17,9%
LNTT (tỷ đồng)	76	185	-58,9%
LNST trừ lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	63	81	-22,5%

Nguồn: Thông tin từ PVC & ước tính của VCSC

Tiếp tục đà giảm trong năm 2016

Năm 2016 sẽ tiếp tục là một năm khó khăn. Dự báo giá dầu Brent của chúng tôi là 50 USD/thùng cho năm 2016, thấp hơn 5 USD so với dự báo 2015 của chúng tôi. Chúng tôi giả định có khoảng 10 giàn khoan tự nâng hoạt động ở ngoài khơi Việt Nam, tương ứng với khoảng 40 giếng được PVC cung cấp dịch vụ dung dịch khoan. Do đó, doanh thu và LNST năm 2016 được dự báo sẽ giảm lần lượt 15% và 53% so với năm 2015.

Hình 11: Doanh thu và LNST năm 2016 so với 2015

	2016	2015	Tăng trưởng
Số giếng khoan	40	60	-33,3%
Doanh thu (tỷ đồng)	2.776	3.247	-14,5%
LNST trừ lợi ích CĐTS (tỷ đồng)	68	144	-52,8%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Chính sách cổ tức

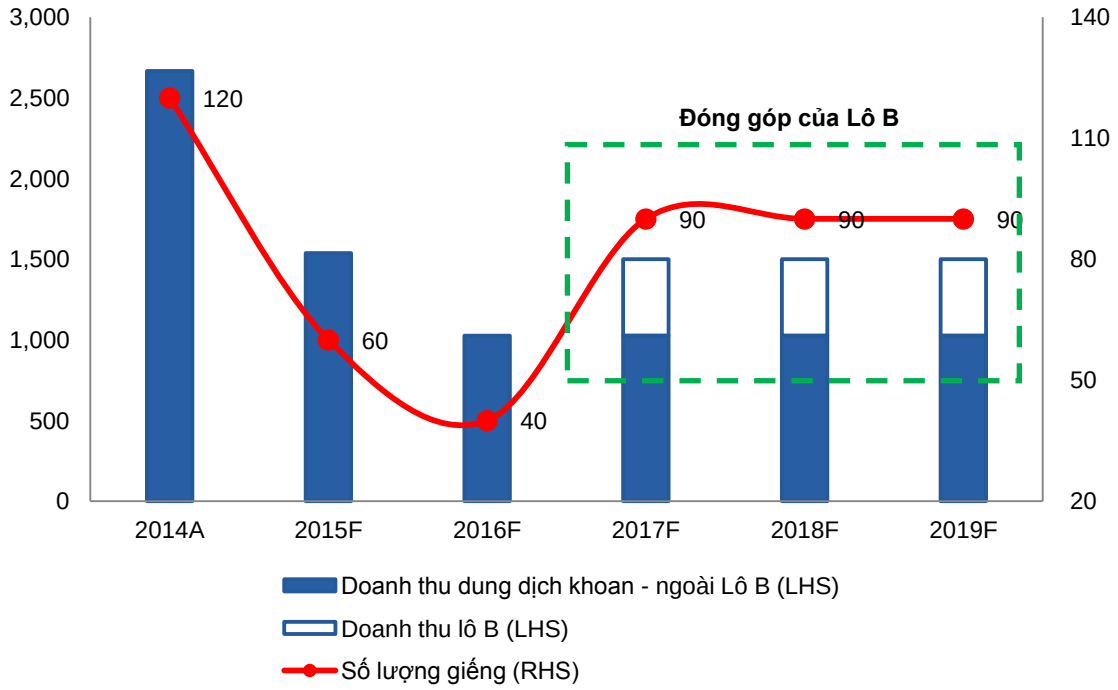
PVC duy trì chính sách cổ tức năm 2015 ở mức 1.200 đồng/CP, tương tự năm 2014, tương ứng với lợi suất cổ tức 5,9% và tỷ lệ chi trả 48% (dựa trên EPS dự báo của VCSC năm 2015 là 2.504 đồng/CP). PVC hiện đang đầu tư vốn vào 2 dự án là nhà máy Cái Mép và mỏ Barite ở Lào với vốn đầu tư XDCB kế hoạch năm 2015 là 63,1 tỷ đồng, và chúng tôi giả định vốn XDCB tương đương khoảng 60 tỷ đồng/năm trong giai đoạn 2016-2019. Sau ghi ghi nhận vốn XDCB này và kế hoạch chia cổ tức trong dự báo 5 năm tới, PVC vẫn có lượng tiền mặt cuối năm xấp xỉ 490 tỷ đồng, hoặc tương ứng với trung bình khoản 9.805 đồng/CP trong vòng 5 năm tới, giúp công ty duy trì mức cổ tức chi trả.

Tiềm năng lớn từ dự án Lô B – Ô Môn từ năm 2017

Dự án Lô B sẽ thúc đẩy hoạt động thượng nguồn ở Việt Nam. PVN đã tiếp nhận cổ phần và quyền điều hành của Chevron trong 2 Hợp đồng Chia sản phẩm (PSC) ngoài khơi Việt Nam, bao gồm Lô B 48/95 và Lô 52/97, được gọi tắt là Lô B. Do đó, giờ đây PVN nắm giữ khoảng hơn 70% trong dự án Lô B.

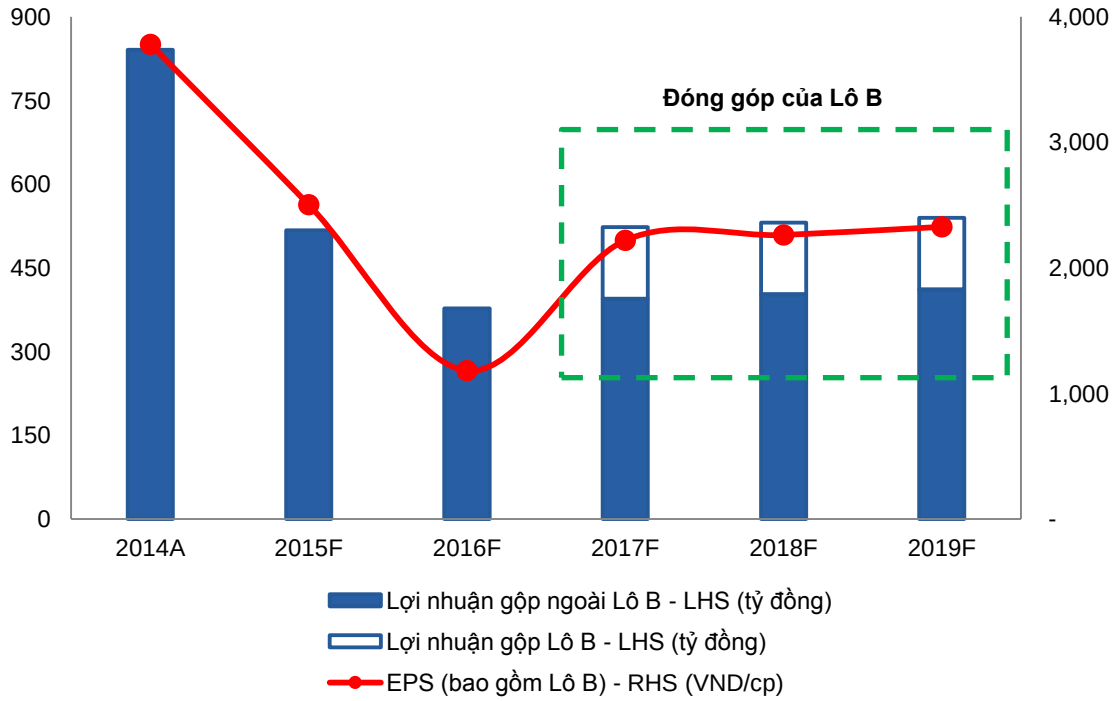
Việc phát triển dự án Lô B được xem là "cứu tinh" cho ngành dầu khí. Chúng tôi ước tính dự án Lô B sẽ tạo ra nhu cầu cung cấp dung dịch khoan khoảng 50-60 giếng/năm. Số giếng này được thêm vào dự báo 40 giếng cần cung cấp dung dịch khoan cho các dự án dầu khí khác ngoài Lô B trong giai đoạn 2017-2019. Giá của dịch vụ dung dịch khoan của dự án Lô B được dự báo chỉ bằng 37% mức thông thường do thời gian khoan ngắn hơn, ví dụ như 7-10 ngày tại Lô B so với thời gian 2-3 tháng tại các giếng khác. Do đó, CAGR doanh thu giai đoạn 2016-2019 sẽ chỉ đạt 7% nhưng CAGR của LNST sẽ đạt đến 25% với mức đóng góp dự kiến nhiều hơn từ nhu cầu dung dịch khoan của mỏ Lô B. Tuy nhiên, mức tăng trưởng tương ứng sẽ chỉ đạt 2% và 7% giai đoạn 2016-2019.

Hình 12: Doanh thu từ đạt CAGR 7% giai đoạn 2016-2019 nhờ Lô B



Nguồn: PVC, Ước tính của VCSC

Hình 13: LNST đạt CAGR 25% giai đoạn 2016-2019 nhờ Lô B



Nguồn: Ước tính của VCSC. EPS cơ bản điều chỉnh là EPS trừ lợi nhuận bất thường và có khấu trừ khoản trích vào quỹ khen thưởng cho nhân viên (Thông tư 200).

Định giá

Định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền

Kịch bản cơ sở: Không bao gồm đóng góp của Lô B

Chúng tôi thực hiện mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm trên cơ sở các giả định chính như sau:

- Không có Lô B, chúng tôi dự báo LNST đạt tăng trưởng kép 7% trong giai đoạn 2016-2019 chủ yếu do hoạt động thăm dò và khai thác giảm sút.
- WACC theo tính toán là 13,1%, giả định phần bù rủi ro thị trường 7%, lãi suất phi rủi ro 5,5% và hệ số beta 1,1.

Hình 14: Cơ cấu doanh thu và lợi nhuận gộp của PVC 2015-2019

	CAGR doanh thu 5 năm (%)	Tỷ trọng doanh thu năm 2015	Tỷ trọng doanh thu năm 2019	Tỷ trọng lợi nhuận gộp năm 2015	Tỷ trọng lợi nhuận gộp năm 2019
Dung dịch khoan	-9,6%	47,4%	35,0%	77,4%	67,3%
Giải pháp hóa kỹ thuật	10,0%	13,0%	21,0%	12,7%	23,3%
Hóa dầu	0,0%	39,6%	43,9%	10,0%	9,4%

Nguồn: Ước tính của VCSC

Hình 15: Tóm tắt mô hình định giá dòng tiền tự do

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Lợi nhuận trước thuế	294	153	166	170	174
Trừ: Thuế	-70	-36	-40	-40	-41
Cộng: Khấu hao	29	29	29	29	29
Trừ: Vốn đầu tư XDCB	-60	-60	-60	-60	-60
(Tăng) / giảm Vốn lưu động	-11	76	-37	-13	17
Dòng tiền tự do không đòn bẩy	**182**	**162**	**59**	**86**	**119**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	161	126	41	52	64
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền dự do	*161*	*288*	*328*	*381*	*445*

Giá trị hiện tại của dòng tiền dự do + Giá trị cuối cùng	**1.037**
Cộng: Tiền mặt và Đầu tư ngắn hạn	496
Trừ: Nợ ngắn và dài hạn	522
Giá trị vốn chủ sở hữu	**1.012**
Cổ phiếu (triệu)	50
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (VND)	**16.601**

Kịch bản tốt nhất: Nhờ đóng góp của Lô B nên giá trị hợp lý cao hơn 41% so với kịch bản cơ sở

Chúng tôi thực hiện mô hình định giá theo phương pháp chiết khấu dòng tiền 5 năm trên cơ sở các giả định chính như sau:

- Dự án Lô B kỳ vọng sẽ mang lại cho PVC nhu cầu cung cấp dung dịch khoan cho 50 giếng /năm trong vòng 10 năm tới bắt đầu từ năm 2017.
- Giả định WACC như trong kịch bản cơ sở.

Hình 16: Tóm tắt mô hình định giá dòng tiền tự do

tỷ đồng	2015	2016	2017	2018	2019
Lợi nhuận trước thuế	294	153	256	260	264
trừ: Thuế	-70	-36	-61	-62	-63
cộng: Khấu hao	29	29	29	29	29
trừ: Vốn đầu tư XDCB	-60	-60	-60	-60	-60
(tăng) / giảm Vốn lưu động	-11	76	-155	-13	22
Dòng tiền tự do không đòn bẩy	**182**	**162**	**10**	**154**	**192**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do	161	126	7	94	104
Tổng giá trị hiện tại của dòng tiền dự do	*161*	*288*	*294*	*389*	*493*

Giá trị hiện tại của dòng tiền dự do + Giá trị cuối cùng	**1.447**
cộng: Tiền mặt và Đầu tư ngắn hạn	496
trừ: Nợ ngắn và dài hạn	522
Giá trị vốn chủ sở hữu	**1.422**
Cổ phiếu (triệu)	50
Giá trị hợp lý/cổ phiếu (VND)	**23.328**
Chênh lệch so với kịch bản cơ sở	**+41%**

So sánh với các công ty khác trong ngành

Hình 17: Các công ty dịch vụ kỹ thuật dầu khí trong nước

Công ty	Mã	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	PER 2015 (lần)	ROE (%)
Tổng CTCP Khoan và Dịch vụ Khoan Dầu khí (*)	PVD	573	7,4	14,1
Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam (*)	PVS	422	6,7	13,3
CTCP Kết cấu Kim loại và Lắp máy Dầu khí (**)	PXS	43	8,1	14,8
Trung vị		**422**	**7,4**	**14,1**
Trung bình		**346**	**7,4**	**14,1**
Tổng Công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí-CTCP	**PVC**	**45**	**8,1**	**11,7**

Nguồn: VCSC, Ghi chú: (*) Dự báo của VCSC, và (**) Mục tiêu của ban lãnh đạo công ty

Hình 18: Các công ty dịch vụ kỹ thuật dầu khí quốc tế

Công ty	Giới thiệu chung	Giá trị vốn hóa (triệu USD)	PER 2015 (lần)	ROE (%)
SCOMI ENERGY SERVICES BHD	Cung cấp tích hợp dịch vụ khoan thượng nguồn và giải pháp hậu cần hàng hải trọn gói tại Đông Nam Á	148	8,4	10,1
UZMA BERHAD	Cung cấp nhiều dịch vụ cho lĩnh vực dầu khí thượng nguồn tại Malaysia, Thái Lan, và Úc như địa khoa học và kỹ thuật tầng chứa, khoan, dịch vụ dự án và điều hành, và các dịch vụ chuyên ngành khác cho ngành dầu khí.	136	10,1	17,6
NEWPARK RESOURCES	Hoạt động trong hai lĩnh vực: hệ thống dung dịch và dịch vụ phức hợp.	482	NA	7,2
TETRA TECHNOLOGIES	Cung cấp nhiều dịch vụ dầu khí đa dạng với bốn lĩnh vực chính: dung dịch khoan, kiểm tra sản xuất, nén và dịch vụ ngoài khơi.	548	30,8	NA
Trung vị		**315**	**10,1**	**10,1**
Trung bình		**329**	**16,4**	**11,6**
Tổng Công ty Dung dịch khoan và Hóa phẩm Dầu khí-CTCP		**45**	**8,1**	**11,7**

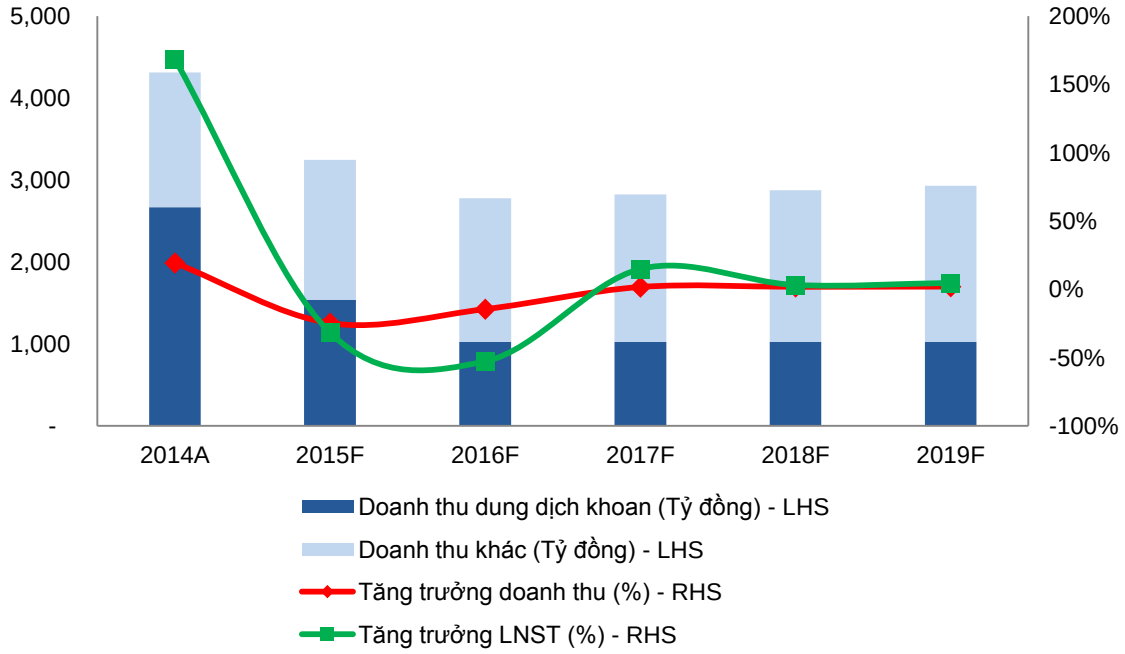
Nguồn: Bloomberg

Rủi ro

Gắn liền với lĩnh vực thăm dò và khai thác có mặt tích cực nhưng cũng có mặt tiêu cực. Mặt tích cực ở chỗ PVC được tham gia vào toàn bộ chuỗi hoạt động của ngành công nghiệp dầu khí. Tuy nhiên, điều này cũng có nghĩa là PVC sẽ chịu ảnh hưởng hoàn toàn từ diễn biến giá dầu thô ở mức thấp.

Dự án khí Lô B bị trì hoãn: Lô B là yếu tố chính thúc đẩy lợi nhuận của PVC từ năm 2017 trở đi nên nếu có trì hoãn, sẽ ảnh hưởng đến triển vọng lợi nhuận của công ty. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng khả năng này là rất thấp vì đây là một dự án trọng điểm nhằm đảm bảo an ninh năng lượng quốc gia.

Hình 19: Lợi nhuận của PVC sẽ bị ảnh hưởng nếu không có đóng góp của Lô B



Nguồn: Dự báo của VCSC

Lĩnh vực dung dịch khoan vẫn phụ thuộc mạnh vào M-I Việt Nam. Phần lớn lợi nhuận của PVC luôn đến từ công ty con M-I Việt Nam, trong khi PVC vẫn phụ thuộc vào đối tác là M-I SWACO về kỹ thuật và công thức dung dịch khoan. Trong nhiều năm, M-I Việt Nam chiếm tỷ trọng lớn trong lợi nhuận của PVC và đóng vai trò dẫn đầu giúp PVC phát triển dịch vụ dung dịch khoan tại Việt Nam. PVC chỉ nắm giữ 51% cổ phần tại M-I Việt Nam và chỉ có thể hợp nhất lợi nhuận theo tỷ lệ này. Thỏa thuận hợp tác hiện nay đến năm 2022 đảm bảo nguồn lợi nhuận ổn định cho PVC và cho đến thời điểm đó, PVC kỳ vọng sẽ giành được thêm công nghệ và công thức dung dịch khoan từ M-I Việt Nam.

Lỗ từ hoạt động kinh doanh. PVC là nhà phân phối độc quyền polypropylene (PP) cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất tại miền Bắc và miền Trung, trung bình 15.000-20.000 tấn/năm. Thị trường PP năm 2014 có nhiều khó khăn do giá dầu giảm, ảnh hưởng đến giá PP. Vì vậy, PVC phải dự phòng hàng tồn kho 20 tỷ đồng (tương dương 4,4% lợi nhuận trước dự phòng) vào cuối năm.

Phụ lục

Dung dịch khoan

Phụ lục 1: Phân loại dung dịch khoan

	Dung dịch gốc nước (WBF)	Dung dịch gốc dầu (OBF)	Dung dịch hỗn hợp (SBF)
Độ phổ biến	Được sử dụng nhiều nhất (khoảng 80% giếng khoan của thế giới)	Được sử dụng khi điều kiện giếng đòi hỏi mức độ kìm hãm đá phiến nhất định và/hoặc độ nhờn cao	Như dung dịch gốc dầu
Dung dịch cơ bản	Nước ngọt, nước mặn, nước biển, nước muối bão hòa và nước biển formate (-CHO).	Dầu diesel và dầu khoáng	Olefin và paraffin có độ độc hại thấp
Công dụng	Sau khi bề mặt ổn định và tráng xi măng, người ta thường tiếp tục khoan với dung dịch gốc nước trừ khi điều kiện giếng đòi hỏi chuyển sang sử dụng dung dịch gốc dầu hoặc tổng hợp.	Dung dịch gốc dầu được dùng để kìm hãm đá phiến. Độ mặn cao của nước sẽ ngăn đá phiến khỏi bị hydrat hóa, căng ra và bóc ra từng mảng rớt vào giếng.	Như dung dịch gốc dầu
Ưu/nhược điểm	Dung dịch gốc nước kết hợp với dung dịch sét tự nhiên trong quá trình khoan, nên được sử dụng trong gần như tất cả công đoạn của quá trình khoan.	Việc thải toàn bộ dung dịch hoặc mùn khoan khi sử dụng OBF bị cấm tại phần lớn các khu vực khoan ngoài khơi do tác động tiêu cực đối với môi trường. OBF có chi phí cao hơn WBF.	SBF được phát triển để giảm tác động tiêu cực đối với môi trường khi khoan ngoài khơi nhưng mang lại hiệu quả về chi phi hơn OBF.

Nguồn: VCSC

Dịch vụ kỹ thuật

Ngoài việc cung cấp dịch vụ dung dịch khoan, PVC cũng cung cấp các dịch vụ hóa kỹ thuật (đóng góp khoảng 12% doanh thu và 2% LNST sau lợi ích CĐTS), bao gồm nghiên cứu và tư vấn thăm dò và khai thác, dịch vụ làm sạch, quản lý và xử lý môi trường. Phần lớn các hoạt động này đang trong giai đoạn phát triển thị trường và vẫn chưa mang lại doanh thu đáng kể. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng phân khúc này sẽ đóng góp nhiều hơn trong tương lai vì sản xuất hóa chất hiện đang bị hạn chế do khan hiếm nguyên liệu.

Tận dụng cơ hội khi nhu cầu dịch vụ xử lý môi trường, làm sạch gia tăng. Số nhà máy lọc dầu và hóa dầu (**Phụ lục 6**) và tàu chở dầu và các tàu FPSO/FSO (**Phụ lục 7**) tăng tạo điều kiện thuận lợi để PVC mở rộng mảng dịch vụ kỹ thuật.

Dịch vụ tăng cường thu hồi dầu (EOR). Sau nhiều năm hoạt động, một số mỏ dầu như Bạch Hổ, Rồng đã đi vào giai đoạn suy giảm, đòi hỏi dịch vụ EOR để tăng hiệu suất và tận dụng lượng dầu còn lại. PVC đã ký hợp đồng với VietSovPetro, Liên doanh Dầu khí Việt Nhật và Công ty Liên doanh Điều hành Cửu Long để nắm bắt nhu cầu này.

Phụ lục 2: Mô tả hoạt động dịch vụ kỹ thuật của PVC

Nghiên cứu và tư vấn thăm dò và khai thác	
	PVC đã thực hiện thành công nhiều hợp đồng tư vấn khoa học – công nghệ và dịch vụ khoa học – công nghệ cho một số công ty khai thác dầu khí như VSP, JVPC, PVEP POC. Năm 2014, DMC tiếp tục thực hiện ba hợp đồng kỹ thuật từ năm 2013 gồm (1) Dịch vụ đánh dấu tại Lô 15.2 cho JVPC, (2) Hợp đồng phát triển công nghệ dập giếng cho quá trình sửa chữa các giếng có áp suất dị thường và (3) cùng với Halliburton thực hiện hợp đồng sử lý phục hồi năng suất cho giếng khai thác của Cửu Long JOC.
Dịch vụ làm sạch công nghiệp	
	Dịch vụ này đi vào hoạt động trong năm 2013 với hệ thống làm sạch trọn gói tự động trị giá 115 tỷ đồng theo công nghệ Scanjet (Mỹ). Dịch vụ này gồm làm sạch đầu máy, trang thiết bị và đường ống, vệ sinh tàu chở dầu, bể chứa dầu thô và phương tiện vận chuyển, FSO/FPSO và cung cấp công nghệ chống ăn mòn. Năm 2014, PVC thực hiện thành công hơn 10 hợp đồng vệ sinh cho các chủ thầu như VSP, Nhà máy lọc dầu Bình Sơn và Đạm Cà Mau.
Xử lý môi trường	
	PVC cung cấp dịch vụ quản lý môi trường, đo lường tác động đối với môi trường, thu gom và xử lý chất thải công nghiệp cho các dự án dầu khí và nhà máy hóa dầu. Năm 2014, PVC đã thực hiện ba hợp đồng quản lý môi trường cho một số dự án dầu khí trong nước, ký kết một số hợp đồng dịch vụ môi trường tại Liên hợp Lọc hóa dầu Nghi Sơn.

Nguồn: PVC và ước tính của VCSC

PVC điều hành hai căn cứ hóa chất đặt tại các trung tâm dầu khí của cả nước. Căn cứ hóa chất Dung Quất đóng vai trò dự trữ hóa chất để cung cấp cho Nhà máy lọc dầu Dung Quất và các nhà máy hóa dầu khác trong khu vực trong khi căn cứ dịch vụ tại cảng VietSovPetro cung cấp dịch vụ hỗ trợ dung dịch khoan cho VietsovPetro và các công ty điều hành dầu khí khác.

Phụ lục 3: Mô tả căn cứ hóa chất và dịch vụ của PVC

Căn cứ	Địa điểm	Vốn đầu tư (tỷ đồng)	Thời gian thi công	Tổng diện tích (m^2)	Mô tả
Căn cứ hóa chất Dung Quất	Quảng Ngãi	40	2010 - 2012	5.400	Ba kho chứa với tổng sức chứa 50.000 tấn hóa chất trong thời gian lên đến 12 tháng, trang thiết bị và phòng thí nghiệm rộng 30m2 hiện đại.

Căn cứ dịch vụ tại cảng VietSovPetro	Vũng Tàu	60	2011 - 2014	800	Ba khu vực bao gồm (1) Hệ thống thiết bị bảo quản và kho nguyên liệu, (2) Hệ thống tàu để xử lý dung dịch khoan gốc dầu, và (3) hệ thống bơm và trộn xử lý dung dịch khoan gốc nước.

Nguồn: PVC

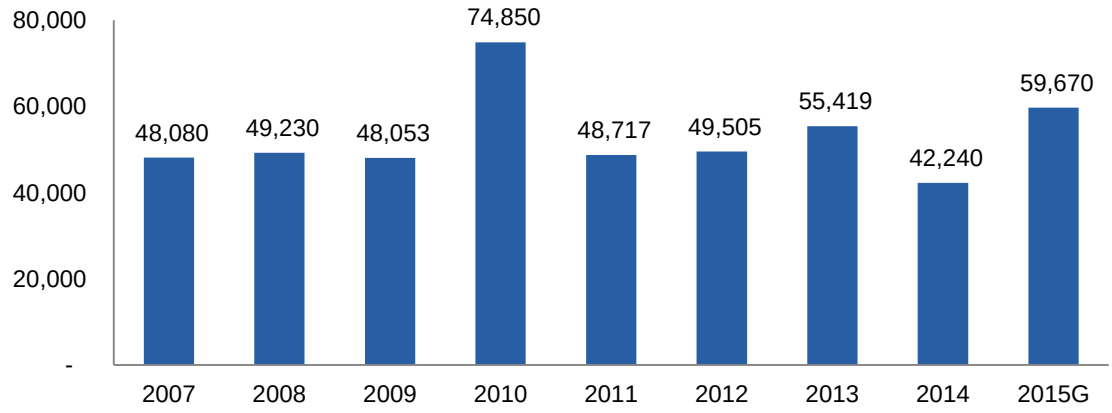
Sản xuất và kinh doanh hóa dầu

Đóng góp 31% doanh thu nhưng chỉ 1% LNST sau lợi ích CĐTS, lĩnh vực sản xuất và kinh doanh hóa chất được xem là ngành phụ trợ cho lĩnh vực dung dịch khoan vì có khoảng 48% sản lượng mỗi năm phục vụ sản xuất nội bộ dung dịch khoan. Phần còn lại được xuất khẩu.

Sản xuất hóa dầu. PVC mua quặng từ các mỏ tại miền Bắc, tinh luyện và sau đó đem bán. Các sản phẩm tinh luyện này, cụ thể là Barite, Bentonite, xi măng G, Calcium Carbonat, có thể được tiếp tục chế biến thành dung dịch khoan và các sản phẩm hóa chất khác hoặc bán ra trực tiếp. Tuy chỉ chiếm tỷ lệ nhỏ trong lợi nhuận của PVC, các hóa chất này là thành phần chính trong sản xuất dung dịch khoan và các hoạt động kỹ thuật dầu khí.

Trở ngại trong khâu sản xuất. Các mỏ Barite và Bentonite hiện nay của PVC đang nhanh chóng cạn kiệt. PVC hiện vẫn chưa thể cải thiện năng lực sản xuất với sản lượng gần như không đổi từ năm 2007, trung bình 50.000 tấn/năm. Đáng chú ý, do giấy phép khai thác Barite hết hạn trong năm 2014, PVC chỉ chế biến được Barite trong 8 tháng. Có một số vấn đề không được công bố về việc gia hạn giấy phép nhưng cuối cùng cũng đã được giải quyết vào cuối năm 2014.

Phụ lục 4: Sản lượng hóa chất của PVC qua từng năm (tấn)



Nguồn: PVC, ước tính của VCSC

Tìm nguồn Barite thay thế tại Lào. Nhằm đảm bảo nguồn nguyên vật liệu đầu vào, PVC đã mua lại 30% cổ phần tại một dự án khai thác và chế biến Barite trị giá 3 triệu USD tại Savanakhet, Lào thông qua liên doanh DMC-VTS. Kế hoạch khai thác Barite và nhà máy chế biến đã khởi động trong tháng 06/2015, dự kiến sẽ sản xuất 50.000 tấn/năm trong 10-15 năm tới, thay thế mỏ hiện nay của PVC tại Bắc Kạn.

Kinh doanh hóa dầu. PVC sản xuất hoặc xuất khẩu các khoáng chất cơ bản (chủ yếu là Barite và Bentonite) và các sản phẩm hóa chất khoan khác dùng trong (1) hệ thống dung dịch khoan, cụ thể có khoảng 22.000 tấn Barite tự sản xuất được xuất khẩu sang Singapore, Trung Đông, Canada và Argentina trong năm 2014, và phần còn lại được bán cho các công ty con để phục vụ cho hoạt động cung cấp dung dịch khoan, (2) khai thác dầu, (3) lọc dầu, (4) xử lý môi trường và làm sạch công nghiệp và (5) các ngành khác. PVC cũng là một trong số các nhà phân phối các

sản phẩm hóa dầu do các doanh nghiệp tại Việt Nam sản xuất, như hạt nhựa PP của Nhà máy lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR) và xơ sợi của PVTEX Đình Vũ.

Rủi ro chính sách đối với chế biến quặng cùng với trữ lượng cạn kiệt. Sau khi Nghị định 15/2012/NĐ-CP hướng dẫn Luật Khoáng Sản được ban hành, PVC gặp khó khăn trong việc tìm kiếm mỏ khoáng sản mới phục vụ sản xuất hóa dầu, như CaCO3 tại Nghệ An hay Barite tại Phú Thọ, cũng như việc gia hạn giấy phép chế biến Barite tại Bắc Kạn. Trong khi đó, Thông tư 41/2012/TT-BCT của Bộ Công Thương về việc xuất khẩu khoáng sản cũng khiến PVC đầu tư vào khâu sản xuất. Để giảm thiểu rủi ro thiếu hụt nguyên liệu đầu vào do chính sách cũng như trữ lượng cạn kiệt, PVC dự kiến sẽ đưa mỏ Barite tại Lào đi vào hoạt động trong 6 tháng cuối năm 2015. Điều này sẽ đảm bảo nguồn nguyên liệu do PVC tự sản xuất phục vụ cho lĩnh vực dung dịch khoan.

Phụ lục 5: Các hóa chất chính do PVC sản xuất

Sản phẩm chính	Hình ảnh	Nguồn quặng	Tỷ trọng trong tổng sản lượng	Mô tả	Ứng dụng
Barite-API DMC		Bắc Kạn, Thái Nguyên	45%	Barite có độ tinh khiết cao từ quặng $BaSO_4$	Khoảng 80% sản lượng barite trên thế giới được dùng làm chất phụ gia trong dung dịch khoan giếng dầu, chiếm 40% tổng thành phần dung dịch khoan. Barite giúp tăng tỷ trọng của dung dịch khoan để kiểm soát áp suất vỉa và ổn định giếng khoan.
Bentonite -API DMC		Lâm Đồng	25%	Sét có thành phần chủ yếu là Montmorillonite.	Dùng trong dung dịch khoan để tăng độ nhớt và giảm độ thải nước trong quá trình khai thác dầu, khoan ống và khoan nước ngầm. Dùng trong môi trường nước mặn.
Bentonite -Higel DMC		Lâm Đồng			Dùng trong dung dịch khoan để tăng độ nhớt và giảm độ thải nước trong quá trình khai thác dầu, khoan ống và khoan nước ngầm. Dùng trong môi trường nước ngọt.
Xi măng G, DMC		Trong nước	25%	Xi măng giếng khoan loại G	Dùng trong điều kiện nhiệt độ và áp suất khắt nghiệt trong môi trường giếng dầu.
Safe Carb DMC		Yên Bái, Nghệ An	5%	Gồm $CaCO_3$ và một số hóa chất khác	Dùng để làm chất chống mất dung dịch và là chất tăng trọng cho dung dịch khoan.

Calcium Carbonat DMC		Yên Bái, Nghệ An		$CaCO_3$	Được sử dụng rộng rãi trong nhiều ngành công nghiệp như xây dựng, giấy, nhựa, cao su và phân bón, v.v.

Nguồn: PVC

Phụ lục 6: Các nhà máy lọc dầu tại Việt Nam

Dự án	Công suất dự kiến (triệu tấn)	Vốn đầu tư (tỷ USD)	Thời gian	Tình trạng	Nhà đầu tư
Nhà máy chế biến khí Dinh Cố	Khí dầu mỏ hóa lỏng, khí ngưng		Từ 1998	Đang hoạt động	Tổng Công ty Khí Việt Nam
Nhà máy lọc dầu Dung Quất	6,5	3	Từ 2009	Đang hoạt động	PVN
Nhà máy lọc dầu Dung Quất – Mở rộng	2	1,8	2015 – 2021	Hoàn tất nghiên cứu tính khả thi, chuẩn bị bắt đầu trong năm 2015	PVN
Nhà máy phức hợp lọc dầu Nghi Sơn	10	9	2013-2017	Đang thi công	PVN (25,1%), Kuwait (35,1%), Mitsui Chemicals (4,7%) & Idemitsu Kosan (35,1%)
Nhà máy lọc dầu Vũng Rô	8	3,2	2014-2020	Đang thi công	Techno (Anh) & Telloil Group (Nga)
Lọc hoá dầu Nhơn Hội	20	22	2016 – 2021	Hoàn tất nghiên cứu tính khả thi, chuẩn bị bắt đầu trong năm 2016	PTT (Thái Lan) & Saudi Aramco (Ả-rập Sau-đi)
Tổ hợp hóa dầu Long Sơn	10	8	2020 – 2030	Đang thi công	PVN, SCG (Thái Lan), Qatar Petroleum
Lọc hóa dầu Nam Vân Phong	5	8	NA	Biên bản ghi nhớ hợp tác đã được ký kết	PVN, JX NOE (Nhật)

Nguồn: VCSC

Phụ lục 7: Tàu chở dầu và FPSO/FSO của Việt Nam

	Số lượng	Ghi chú
Tàu chở dầu thô	3	Do Tổng CTCP Vận tải Dầu khí sở hữu (PV Trans)
FPSO/FSO	8	VSP – 1, PVS – 5, PV Trans – 2

Nguồn: VCSC

Lịch sử Khuyến nghị

Vui lòng xem Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC ở trang sau

Xác nhận của chuyên viên phân tích

Tôi, Ngô Thùy Trâm, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của VCSC

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi VCSC đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Giá mục tiêu: Trong hầu hết trường hợp, giá mục tiêu sẽ tương ứng với đánh giá của chuyên viên phân tích về giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu. Giá mục tiêu là mức giá cổ phiếu nên được giao dịch ở hiện tại nếu thị trường đồng ý quan điểm của chuyên viên phân tích và có những yếu tố xúc tác cần thiết để tạo ra sự thay đổi nhận thức trong thời hạn nhất định. Tuy nhiên, nếu chuyên viên phân tin rằng trong thời hạn xác định sẽ không có tin tức, sự kiện hoặc yếu tố thúc đẩy cần thiết để cổ phiếu có thể đạt đến giá trị hợp lý thì giá mục tiêu có thể khác với giá trị hợp lý. Vì thế, trong hầu hết trường hợp, khuyến nghị của chúng tôi chỉ là đánh giá sự chưa phù hợp giữa giá thị trường hiện tại và giá trị hợp lý hiện tại của cổ phiếu theo quan điểm của chúng tôi.

Phương pháp định giá: Để xác định giá mục tiêu, chuyên viên phân tích có thể sử dụng nhiều phương pháp định giá khác nhau, bao gồm nhưng không giới hạn, phương pháp chiết khấu dòng tiền tự do và định giá so sánh. Việc lựa chọn phương pháp tùy thuộc vào từng ngành, công ty, tính chất cổ phiếu và nhiều yếu tố khác. Kết quả định giá có thể dựa trên một hoặc kết hợp nhiều phương pháp sau: 1) **Định giá dựa trên nhiều chỉ số** (P/E, P/CF, EV/doanh thu, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), so sánh nhóm công ty và dựa vào số liệu quá khứ, 2) **Mô hình chiết khấu** (DCF, DVMA, DDM); 3) **Phương pháp tính tổng giá trị các thành phần** hoặc các phương pháp định giá dựa vào tài sản; và 4) **Phương pháp định giá sử dụng lợi nhuận kinh tế** (Lợi nhuận thặng dư, EVA). Các mô hình định giá này phụ thuộc vào các yếu tố kinh tế vĩ mô như tăng trưởng GDP, lãi suất, tỷ giá, nguyên liệu với các giả định khác về nền kinh tế cũng như những rủi ro vốn có trong công ty đang xem xét. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng đến việc định giá công ty. Quá trình định giá còn căn cứ vào những kỳ vọng có thể thay đổi nhanh chóng mà không cần thông báo, tùy vào sự phát triển riêng của từng ngành.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính
Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+844 6262 6999

Phòng giao dịch
Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP. HCM
+848 3914 3588

Phòng giao dịch
236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. HCM
+848 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Giám đốc
Vũ Thanh Tú, +848 3914 3588 ext 105
tu.vu@vcsc.com.vn

Phòng Nghiên cứu và Phân tích
+848 3914 3588
research@vcsc.com.vn

Tài chính, Công nghiệp, Tập đoàn đa ngành
Trưởng phòng cao cấp
Ngô Hoàng Long, ext 145

Đặng Văn Pháp, CV cao cấp ext 143
Đinh Thị Thùy Dương, CV cao cấp ext 140
Nguyễn Lê Hoàng Yến, CV cao cấp ext 124
Lê Minh Thùy, Chuyên viên ext 116

Bất động sản, Hàng tiêu dùng
Trưởng phòng cao cấp
Anirban Lahiri, ext 130

Hoàng Anh Tuấn, CV cao cấp ext 120
Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên ext 147

Vĩ mô và Thị trường
Nguyễn Thế Minh, Trưởng phòng ext 142
Dương Mỹ Thanh, CV vĩ mô ext 173

Dầu khí
Nguyễn Đức Tuấn, Trưởng phòng ext 185
Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên ext 135
Nguyễn Thị Kim Chung, Chuyên viên ext 132

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Tổ chức nước ngoài
Michel Tosto, M. Sc.
+848 3914 3588 ext 102
michel.tosto@vcsc.com.vn

Tổ chức trong nước
Nguyễn Quốc Dũng
+848 3914 3588 ext 136
dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh
Châu Thiên Trúc Quỳnh
+848 3914 3588 ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Hà Nội
Nguyễn Huy Quang
+844 6262 6999 ext 312
quang.nguyen@vcsc.com.vn

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này. Quan điểm, dự báo và những ước lượng trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Bản Việt và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt. Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bản Việt. Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.