

Khuyến nghị **OUTPERFORM**

Giá kỳ vọng (VNĐ) **27.000**

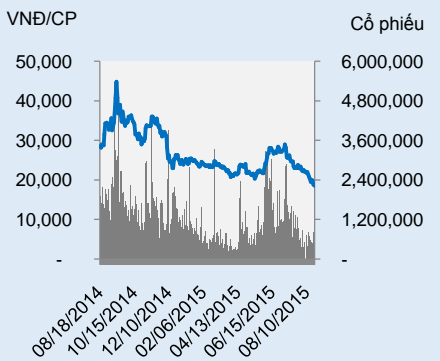
Giá thị trường (21/08/2015) 18.500

Lợi nhuận kỳ vọng 45,9

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HNX
Khoảng giá 52 tuần	18.500-44.800 VNĐ/cp
Vốn hóa	925 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	50.000.000 CP
KLGD bình quân 10 ngày	667.818 CP
% sở hữu nước ngoài	7,9%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.200 VNĐ/cp
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,2%
Beta	1,5

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PVC	-35,3%	-22,3%	-14,7%	-20,3%
VN-Index	-8,1%	-12,5%	-3,2%	-5,8%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Hoàng Thanh Nga

(84 8) 3914 6888 ext: 150

nguyenhoangthanhnga@baoviet.com.vn

Tổng Công ty Dung dịch Khoan & Hóa phẩm Dầu khí

Mã giao dịch: PVC

Reuters: PVC.HM

Bloomberg: PVC VN

Dự án Lô B Ô Môn dự kiến là cú hích lớn về doanh thu cho PVC từ năm 2017

Biến động giá dầu ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của PVC trong Q2/2015

Với sự sụt giảm mạnh của giá dầu, doanh thu thuần Q2/2015 của PVC giảm 25% so với cùng kỳ, đạt 943 tỷ đồng. Từ đầu năm 2015 số lượng giếng khoan PVC phục vụ giảm từ 120 giếng còn 60 giếng ảnh hưởng mạnh đến mảng cung cấp dung dịch khoan cho các công ty dầu khí và qua đó ảnh hưởng đến kết quả doanh thu của PVC trong Q2/2015. Với tình hình hiện tại của giá dầu, doanh thu 6 tháng cuối năm của PVC dự kiến khoảng 1.570 tỷ đồng, và kết quả kinh doanh cả năm ước đạt khoảng 3.410 tỷ đồng, hoàn thành 92% kế hoạch đề ra.

Thu nhập bất thường từ hoàn thuế VAT 40 tỷ trong 6 tháng đầu năm 2015 tạo ra tăng trưởng đột biến về lợi nhuận trước thuế, đạt 182.4 tỷ đồng, giúp PVC vượt 30% kế hoạch đề ra cho 6 tháng đầu năm và hoàn thành đến 88% kế hoạch năm 2015. Theo đó, PVC nhiều khả năng vượt chỉ tiêu kế hoạch lợi nhuận khoảng 36% đạt 220 tỷ.

Điểm sáng dự Án Lô B Ô Môn và nhà máy Barite mới

Dự án Lô B Ô Môn dự kiến là cú hích lớn về doanh thu cho PVC từ năm 2017 với số lượng giếng khai thác lớn. Doanh thu của PVC có thể tăng trên 30% so với hiện tại nếu PVC trúng thầu cung cấp dịch vụ cho toàn bộ số lượng giếng dự kiến.

Mỏ Barite mới ở Lào giải quyết bài toán nguyên liệu đầu vào và tạo nguồn cung phục vụ xuất khẩu cho PVC.

Nhận định và Khuyến nghị

Trong giai đoạn giá dầu chưa có nhiều tín hiệu cho thấy quá trình tăng trở lại, triển vọng doanh thu của PVC trong các năm tới phụ thuộc nhiều vào kết quả đấu thầu tại dự án Lô B Ô Môn. Chúng tôi nhận định khả năng cao PVC có thể trúng thầu phục vụ khai thác cho số giếng này với lợi thế là công ty con thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Việt Nam. Với số lượng giếng dự kiến khai thác lớn, chúng tôi kỳ vọng lớn vào tăng trưởng doanh thu của PVC kể từ năm 2017.

PVC đang nằm trong vùng giá hấp dẫn với P/E Forward 2015 là 4.94x và 2016 là 6x, thấp hơn hẳn một số doanh nghiệp cùng ngành khoảng 8x. Kết quả kinh doanh 2016 được chúng tôi dự tính trên số lượng giếng khai thác hiện tại và điều chỉnh thu nhập bất thường so với năm 2015.

Với triển vọng tăng trưởng doanh thu từ dự án Lô B Ô Môn và vùng giá hiện tại của PVC, chúng tôi khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu PVC trong dài hạn với giá mục tiêu là 27,000 VNĐ/cp cao hơn 45% so với giá đóng cửa ngày 21/08/2015.

Báo cáo cập nhật
THÔNG TIN SỞ HỮU

Sở hữu nhà nước	36%
Sở hữu nước ngoài	7,9%
Sở hữu khác	56,1%

CÔNG ĐỒNG LỚN

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	36%
Halley Sicav - Halley Asian Prosperity	9,55%

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH
Kết quả kinh doanh

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Doanh thu	2.518	3.709	3.615	4.312
Giá vốn	2.144	3.041	3.074	3.471
Lợi nhuận gộp	374	668	541	841
Doanh thu tài chính	60	19	19	31
Chi phí tài chính	37	39	36	50
Lợi nhuận sau thuế	124	139	79	211

Bảng cân đối kế toán

Đơn vị (tỷ VND)	2011	2012	2013	2014
Tiền & khoản tương đương tiền	174	350	449	496
Các khoản phải thu ngắn hạn	353	707	672	740
Hàng tồn kho	828	561	754	847
Tài sản cố định hữu hình	190	235	225	265
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	2	4	13	13
Tổng tài sản	1.633	1.944	2.182	2.433
Nợ ngắn hạn	239	227	370	450
Nợ dài hạn	41	85	66	72
Vốn chủ sở hữu	624	838	846	973
Tổng nguồn vốn	1.633	1.944	2.182	2.433

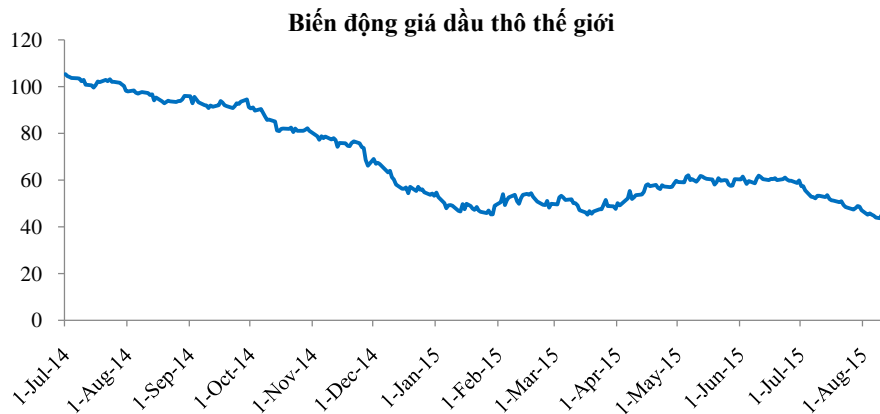
Chỉ số tài chính

Chỉ tiêu	2011	2012	2013	2014
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	44,6%	47,3%	-2,5%	19,3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	1,7%	12,5%	-43,7%	168,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	14,8%	18,0%	15,0%	19,5%
Lợi nhuận thuần biên (%)	4,9%	3,8%	2,2%	4,9%
ROA (%)	8,9%	7,8%	3,8%	9,1%
ROE (%)	20,8%	19,1%	9,3%	23,2%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	0,54	0,48	0,54	0,51
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	1,40	1,11	1,40	1,28
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	3.541	2.790	1.571	4.217
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	17.824	16.752	16.918	19.450

Biến động giá dầu ảnh hưởng mạnh đến hoạt động kinh doanh của PVC trong Q2/2015

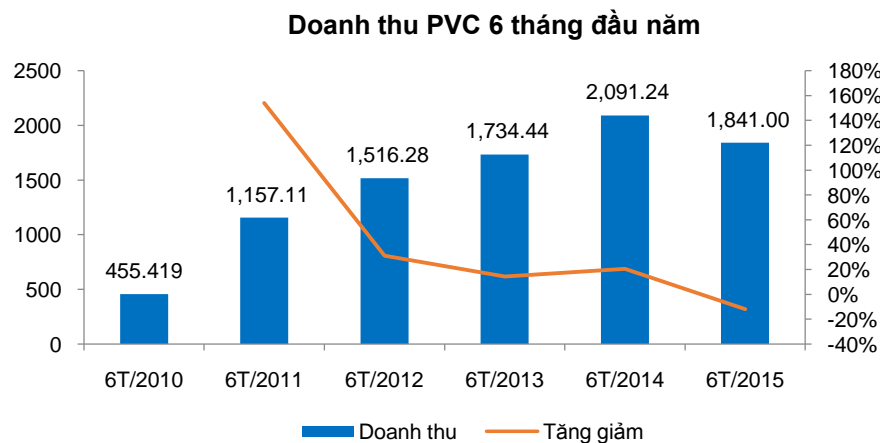
Với sự sụt giảm mạnh của giá dầu, doanh thu thuần Q2/2015 của PVC giảm 25% so với cùng kỳ, chỉ đạt 943 tỷ. Năm 2015 đánh dấu một năm đầy khó khăn của các doanh nghiệp trong ngành dầu khí. PVC không nằm ngoài sự ảnh hưởng này. Từ đầu năm 2015 số lượng giếng khoan PVC phục vụ giảm từ 120 giếng còn 60 giếng, ảnh hưởng mạnh đến mảng cung cấp dung dịch khoan và qua đó ảnh hưởng đến kết quả doanh thu của PVC trong Q2/2015.

Giá dầu thô thế giới đã có biến động giảm mạnh trong giai đoạn từ nửa cuối năm 2014 cho đến nay do tăng trữ lượng khai thác dầu đá phiến nội địa Mỹ, sự sụt giảm nhu cầu ở Trung Quốc và Châu Âu kèm theo việc dỡ bỏ hàng rào cấm vận với Iran... Giai đoạn đầu tháng 6/2014 giá dầu thô nằm ở mức 105.34 USD/ thùng, tạo đáy vào khoảng đầu năm 2015 ở mức 45 usd/ thùng trước khi hồi phục lại lên mức quanh 60 usd/ thùng vào tháng 6/2015. Hiện tại với việc đạt được thỏa thuận về vấn đề hạt nhân của Iran và nhóm P5+1 (gồm Mỹ, Anh, Pháp, Nga, Trung Quốc và Đức), giá dầu tiếp tục tạo lại đáy cũ trong hai tháng trở lại đây với giá đóng cửa ngày 12/08/2015 ở mức 43 usd/ thùng.



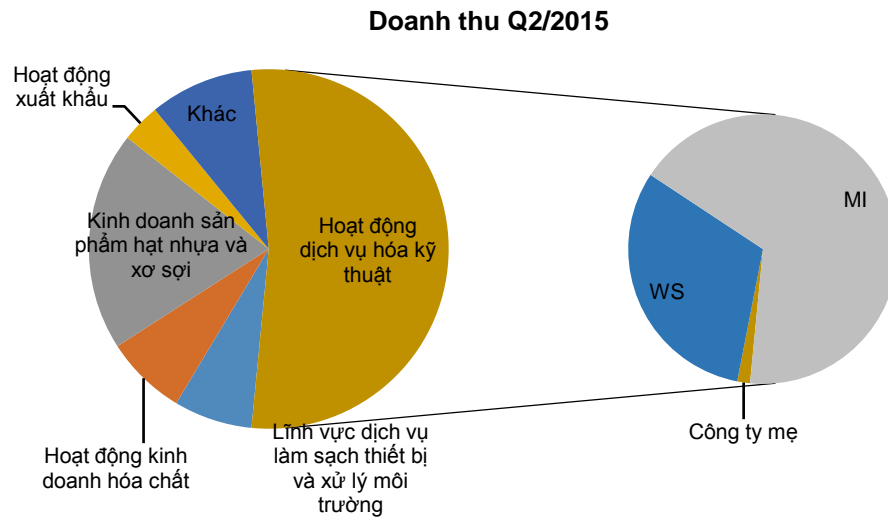
Nguồn: Bloomberg

Nhờ vào kết quả kinh doanh chưa bị ảnh hưởng nhiều của Q1/2015, 6 tháng đầu năm PVC đạt khoảng 1,841 tỷ doanh thu chỉ giảm khoảng 12% so với cùng kỳ 2014 và đạt khoảng 50% kế hoạch doanh thu 2015.



Nguồn: PVC

Cung cấp dung dịch khoan vẫn là mảng kinh doanh đóng vai trò quan trọng nhất trong tăng trưởng của PVC với hơn 50% doanh thu đến từ mảng này. PVC vẫn là doanh nghiệp có thị phần cao nhất trong mảng cung cấp dung dịch khoan nhờ lợi thế là công ty con thuộc tập đoàn dầu khí. Chúng tôi ước tính kết quả kinh doanh mảng này đã giảm khoảng trên 50% trong Q2 2015 so với cùng kỳ.



Doanh thu 6 tháng cuối năm theo dự đoán của chúng tôi sẽ giảm mạnh so với cùng kỳ do tác động giảm của giá dầu trong thời gian gần đây so với cùng kỳ năm 2014. Doanh thu 6 tháng cuối năm của PVC chúng tôi dự kiến khoảng 1.570 tỷ đồng tạo nên kết quả kinh doanh cả năm đạt khoảng 3.410 tỷ đồng hoàn thành 92% kế hoạch đề ra.

Thu nhập bất thường từ hoàn thuế VAT 40 tỷ trong 6 tháng đầu năm 2015 tạo ra tăng trưởng đột biến về lợi nhuận đạt 182.4 tỷ đồng lợi nhuận trước thuế giúp PVC vượt 30% kế hoạch đề ra cho 6 tháng đầu năm và hoàn thành đến 88% kế hoạch năm 2015. Khoản thu nhập bất thường 40 tỷ này mang lại từ việc hoàn thuế VAT của doanh nghiệp trong năm 2014 với thuế VAT điều chỉnh giảm từ 10% còn 5%. Dự kiến PVC vẫn còn một khoản thuế được hoàn nhập trong 6 tháng cuối năm 2015. Với thu nhập bất thường từ hoàn thuế, PVC nhiều khả năng vượt chỉ tiêu kế hoạch lợi nhuận khoảng 36% đạt 220 tỷ.

Triển vọng kinh doanh 2016 – 2017 - Điểm sáng nhà máy Barite mới và dự Án Lô B Ô Môn

Dự án Lô B Ô Môn dự kiến là cú hích lớn về doanh thu cho PVC từ năm 2017. Chúng tôi dự kiến với số lượng giếng khai thác ở lô B Ô Môn, nếu PVC trúng thầu phục vụ khai thác cho toàn bộ số lượng giếng này thì doanh thu có thể tăng trên 30% so với hiện tại. Chúng tôi nhận định khả năng cao PVC có thể trúng thầu phục vụ khai thác cho số giếng này với lợi thế là công ty con thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Việt Nam sở hữu phần lớn quyền lợi tại Dự Án Lô B Ô Môn sau khi mua lại 100% các công ty con của Chevron tại Việt Nam vào tháng 6/2015. Tuy

nhiên hiện tại kết quả đấu thầu phục vụ cho dự án này vẫn chưa rõ ràng và nhiều khả năng doanh thu từ dự án này đối với PVC chỉ được ghi nhận từ năm 2017 khi các doanh nghiệp dầu khí chính thức khoan thăm dò và khai thác.

Mỏ Barite mới ở Lào giải quyết bài toán nguyên liệu đầu vào và tạo nguồn cung phục vụ xuất khẩu cho PVC. Hiện tại PVC có mỏ Barite duy nhất ở Tuyên Quang dự kiến đóng cửa cuối năm 2015 do hết trữ lượng khai thác, nhà máy Barite sẽ giúp PVC thay thế nguồn barite đầu vào. Từ năm 2008, PVC liên kết với tập đoàn VTS của CHDCND Lào thành lập công ty liên doanh DMC -VTS (trong đó PVC sở hữu 44,84% cổ phần và 30% quyền biểu quyết) triển khai việc tìm kiếm, thăm dò quặng Barite và xây dựng nhà máy chế biến sản phẩm Barite tại Lào. Với tổng mức đầu tư trên 3,5 triệu USD, Nhà máy được xây dựng trên tổng diện tích khoảng 3 ha tại huyện Vilabouly, tỉnh Savannakhet, một huyện vùng biên giữa hai nước Lào – Việt Nam với sản lượng trung bình ước tính là 50,000 tấn. Ngày 01/06/2015 nhà máy đã bắt đầu tổ chức đi vào hoạt động và cho ra những lô sản phẩm đầu tiên. Tuy nhiên hiện tại nhà máy vẫn chưa có doanh thu do PVC đang chuẩn bị những giấy tờ pháp lý cần thiết để đưa lô sản phẩm Barite đầu tiên tại mỏ Barite ở Lào ra thị trường. Mặc dù quặng Barite ở mỏ mới thực sự giúp PVC giải quyết bài toán đầu vào tuy nhiên chúng tôi vẫn còn nhiều nhận định chưa rõ ràng về rủi ro đầu tư tại Lào cũng như ảnh hưởng của cơ cấu sở hữu của PVC tại công ty liên kết này.

Triển vọng kinh doanh từ các mảng kinh doanh mới như làm sạch xử lý môi trường, kinh doanh hạt nhựa và các sản phẩm lưu huỳnh kỳ vọng bù đắp 1 phần nhỏ sự sụt giảm doanh thu từ mảng dịch vụ khoan.. Trong 6 tháng đầu năm 2015, mảng kinh doanh làm sạch xử lý môi trường đã mang lại 61 tỷ đồng doanh thu và xấp xỉ 4,7 tỷ đồng lợi nhuận gộp cho PVC.

Nhận định và Khuyến nghị

Trong giai đoạn giá dầu chưa có nhiều tín hiệu cho thấy quá trình tăng trở lại, triển vọng doanh thu của PVC trong các năm tới phụ thuộc nhiều vào kết quả đấu thầu tại dự án Lô B Ô Môn. Chúng tôi nhận định khả năng cao PVC có thể trúng thầu phục vụ khai thác cho số giếng này với lợi thế là công ty con thuộc Tập Đoàn Dầu Khí Việt Nam. Với số lượng giếng dự kiến khai thác lớn, chúng tôi kỳ vọng lớn vào tăng trưởng doanh thu của PVC kể từ năm 2017.

PVC đang nằm trong vùng giá hấp dẫn với P/E Forward 2015 là 4.94x và 2016 là 6x, thấp hơn hẳn một số doanh nghiệp cùng ngành khoảng 8x. Kết quả kinh doanh 2016 được chúng tôi dự tính trên số lượng giếng khai thác hiện tại và điều chỉnh thu nhập bất thường so với năm 2015.

Với triển vọng tăng trưởng doanh thu từ dự án Lô B Ô Môn và vùng giá hiện tại của PVC, chúng tôi khuyến nghị OUTPERFORM với cổ phiếu PVC cho mục tiêu đầu tư dài hạn với giá mục tiêu là 27,000 VNĐ/cp, cao hơn 45% so với giá đóng cửa ngày 21/08/2015.

THUYẾT MINH BÁO CÁO

Giá kỳ vọng. Là mức đánh giá của chuyên viên dựa trên phân tích hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp, các yếu tố về tiềm năng, triển vọng phát triển, các rủi ro mà doanh nghiệp có thể gặp phải để xác định giá trị hợp lý cổ phiếu của doanh nghiệp đó. Phương pháp sử dụng để xác định giá trị kỳ vọng là các phương pháp được sử dụng rộng rãi như: phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFE, FCFF, DDM); phương pháp định giá dựa vào tài sản NAV; phương pháp so sánh ngang dựa trên các chỉ số (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA,..). Việc áp dụng phương pháp nào tùy thuộc vào từng ngành, doanh nghiệp, tính chất của cổ phiếu. Ngoài ra, tâm lý thị trường cũng có thể ảnh hưởng tới việc xác định giá mục tiêu của cổ phiếu.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA BVSC

Hệ thống khuyến nghị của BVSC được xây dựng trên cơ sở mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt tới giá kỳ vọng, có 5 mức khuyến nghị được BVSC sử dụng tương ứng với các mức chênh lệch có độ lớn từ thấp đến cao. Lưu ý là các khuyến nghị đầu tư có thể sẽ thay đổi vào mỗi cuối quý sau khi BVSC thực hiện đánh giá lại doanh nghiệp.

Các mức khuyến nghị

Khuyến nghị	Định nghĩa
OUTPERFORM	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng trên 15%
NEUTRAL	Giá thị trường thấp hơn giá kỳ vọng 0% - 15%
UNDERPERFORM	Giá kỳ vọng thấp hơn giá thị trường



KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này đã được xem xét cẩn trọng và được cho là đáng tin cậy nhất, tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt (BVSC) không đảm bảo tuyệt đối tính chính xác và đầy đủ của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo này là quan điểm cá nhân của các chuyên viên phân tích tại thời điểm viết báo cáo và có thể thay đổi bất cứ lúc nào. Do đó, chúng tôi không có trách nhiệm phải thông báo cho nhà đầu tư.

Báo cáo chỉ nhằm mục tiêu cung cấp thông tin mà không hàm ý chào bán, lôi kéo, khuyên người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn thông tin tham khảo.

BVSC có thể có những hoạt động hợp tác kinh doanh, tham gia đầu tư hoặc thực hiện các nghiệp vụ ngân hàng đầu tư với đối tượng được đề cập đến trong báo cáo này. Người đọc cần lưu ý rằng BVSC có thể có những xung đột lợi ích đối với các nhà đầu tư khi thực hiện báo cáo phân tích này.

BỘ PHẬN PHÂN TÍCH VÀ TƯ VẤN ĐẦU TƯ

Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính: 8 Lê Thái Tổ, quận Hoàn Kiếm, Hà Nội

Tel: (84 4) 3 928 8080 Fax: (8 44) 3 928 9888

Chi nhánh: Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM

Tel: (84 8) 3 914 6888 Fax: (84 8) 3 914 7999