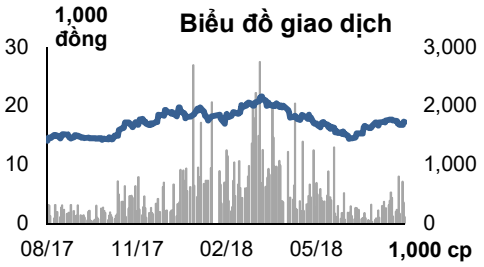
BÁO CÁO CẬP NHẬT
06/09/2018

truefriend KIS CTCP Chứng khoán KIS Việt Nam

PVT (HSX)

Đánh giá	**TĂNG TỶ TRỌNG**
	Vận tải
Giá thị trường (VND):	**22,300**
Giá mục tiêu (VND) :	**17,350**
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	*28.5%*
Suất sinh lợi cổ tức:	*5.8%*
Suất sinh lợi bình quân năm:	**34.3%**



Diễn biến giá cổ phiếu (%)

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	-3%	7%	7%	23%
Tương đối	-1%	6%	13%	0%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

Thống kê 06/09/2018

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	14.3k-21.6k
SL lưu hành (triệu cp)	281
Vốn hóa (tỷ đồng)	4,883
Vốn hóa (triệu USD)	210
% khối ngoại sở hữu	34%
SL cp tự do (triệu cp)	120
KLGD TB 3 tháng (cp)	204,567
VND/USD	23,314
Index: VNIndex/HNX	958/110

Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu sở hữu 06/09/2018

Tập đoàn Dầu khí VN	51%
Yurie VietNam Trust	6%
Ngân hàng PVCombank	6%
Market Vectors VN ETF	5%

Nguồn: Bloomberg

Nguyễn Phong Danh
(+84 28) 3914 8585 - Ext: 1459
danh.np@kisvn.vn
www.kisvn.vn

Tổng Công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí (HSX: PVT)

Quan điểm đầu tư:

- PVTrans sẽ vận chuyển 25% dầu thô cho Lọc hóa dầu Nghi Sơn khi đi vào hoạt động thương mại Q4.2018. Ngoài ra, Lọc dầu Dung Quất vận hành liên tục trong năm 2018 đảm bảo mảng vận tải dầu thô tăng trưởng ở mức 30% cùng kỳ.
- Hợp đồng cho thuê FSO Đại Hùng Queen được điều chỉnh tăng giá 21.7% và hợp đồng O&M FPSO Lewek Emas được tái ký thêm 5 năm khiến lợi nhuận gộp mảng FPSO tăng trưởng ấn tượng +40% YoY. Hợp đồng O&M cho CPP Sao Vàng – Đại Nguyệt cũng đã được ký kết, gia tăng lợi nhuận sau năm 2019.
- Trong 3 năm đến, 8 nhà máy than đi vào hoạt động, gia tăng mạnh mẽ nhu cầu vận chuyển than từ 4-5 lần so với hiện tại, thúc đẩy mảng vận tải than của PVTrans. PVT có khả năng trúng thầu vào đảm nhận 20-30% khối lượng vận tải này.
- PVN có kế hoạch thoái vốn tại PVTrans về mức 36% trong năm 2019.
- Doanh thu và lợi nhuận 1H2018 đạt 3,881 tỷ VND (+28.5% YoY), LNST đạt 324 tỷ VND (+114.6% YoY). Năm 2018, doanh thu của PVT ước đạt 6,840 tỷ VND (+11% YoY), LNST ước đạt 661 tỷ VND (+23.8% YoY)

Rủi ro:

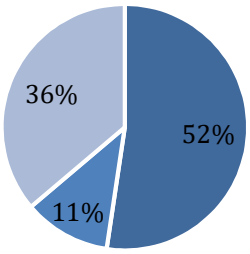
- Nhu cầu phụ thuộc lớn vào hoạt động của các nhà máy lọc dầu trong nước. Do đó, khối lượng vận chuyển có thể sụt giảm khi vào các đợt bảo dưỡng định kỳ.
- Đội tàu lớn tuổi, đòi hỏi đầu tư thay thế mới các tàu LPG, tàu chở dầu sản phẩm. Ngoài ra, cần phải đầu tư mới tàu VLCC và xà lan phục vụ phục vụ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và các nhà máy nhiệt điện. Tổng vốn đầu tư ước tính 5,600 tỷ VND, gia tăng áp lực vay nợ và lãi vay.

Định giá:

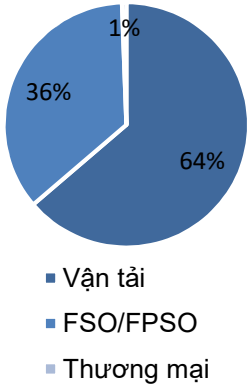
- Dựa vào phương pháp P/E, chúng tôi định giá PVT ở mức 22,300đ/cp cuối 2019 với mức P/E tại 12x. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 34.3% so với giá thị trường là 17,350 đồng, bao gồm cổ tức 1,000 VND/cp. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG.**

Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	2020E
DT Thuần (tỷ đồng)	6,734	6,148	6,840	7,191	7,247
Tăng trưởng (%)	*17%*	*-9%*	*11%*	*5%*	*1%*
LN hoạt động (tỷ đồng)	527	604	790	864	1,010
Biên lợi nhuận (%)	*8%*	*10%*	*12%*	*12%*	*14%*
LN khác	59	75	36	-19	48
LNST (tỷ đồng)	483	534	661	665	762
Biên lợi nhuận (%)	*7.2%*	*8.7%*	*9.7%*	*9.3%*	*10.5%*
SLCP lưu hành (triệu cp)	281	281	281	281	281
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,388	1,503	1,841	1,855	2,178
Tăng trưởng (%)	*3%*	*8%*	*22%*	*1%*	*17%*
ROE (%)	11.9%	12.4%	14.5%	13.8%	15.1%
Nợ ròng/VCSH (%)	1%	-5%	1%	33%	30%
PE (x)	12.4	11.5	9.4	9.3	7.9
PB (x)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	5.8	5.2	4.4	4.8	4.2
Cổ tức (VND)	800	1,000	1,000	1,000	1,000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	*4.6%*	*5.8%*	*5.8%*	*5.8%*	*5.8%*

Cơ cấu doanh thu PVT 1H2018



Cơ cấu lợi nhuận gộp PVT 1H2018



1. Kết quả kinh doanh 6 tháng 2018

Mảng vận tải đóng vai trò là mảng kinh doanh cốt lõi của PVTrans. Trong 1H2018, Nhà máy Dung Quất vận hành bình thường (công suất sản xuất đạt 116%), khiến khối lượng vận tải dầu thô hồi phục. PVTrans đã thực hiện vận tải 3.8 triệu tấn dầu thô (+26.7% YoY), vận tải than đạt 450.000 tấn, LPG đạt 750.000 tấn, xăng dầu sản phẩm đạt 1.3 triệu m3. Xét cả mảng vận tải, doanh thu 1H2018 đạt 2,030 tỷ đồng (+32.4% YoY), lợi nhuận gộp đạt 292 tỷ đồng (+55.2% YoY).

Về dịch vụ cho thuê và quản lý kho nổi FSO/FPSO. Trong năm 2018, giá cho thuê FSO PVN Đại Hùng Queen được điều chỉnh tăng từ 46.000 USD/ngày lên 56.000 USD/ngày do giá dầu ở mức cao và ổn địnhTrong kỳ, PVTrans cũng ký kết gia hạn 5 năm hợp đồng O&M Sông Đốc Pride . 1H2018, doanh thu mảng FSO/FPSO đạt 443 tỷ VND (+18.9% YoY), lợi nhuận gộp đạt 164 tỷ VND (+39.5% YoY).

Doanh thu từ các dịch vụ thương mại, dịch vụ hàng hải khác đạt 1,402 tỷ đồng (+25.7% YoY), lợi nhuận gộp 3 tỷ (-75% YoY).

Trong kỳ, PVTrans đã tiến hành thanh lý tàu PVTrans Hecules M, ghi nhận lợi nhuận đột biến là 79 tỷ VND. Doanh thu và lợi nhuận sau thuế 1H2018 đạt 3,876 tỷ VND (+28.3% YoY) và 319 tỷ VND (+100% YoY).

	1H2018	1H2017	
Doanh thu	**3,876**	**3,021**	**28.3%**
Dịch vụ vận tải	2,030	1,534	32.4%
FPSO/FSO	443	372	18.9%
Thương mại và dịch vụ	1,402	1,115	25.7%
Lợi nhuận gộp	**458**	**313**	**46.7%**
Dịch vụ vận tải	292	188	55.2%
FPSO	164	117	39.5%
Thương mại và dịch vụ	3	7	-57.1%
Chi phí BH & QLDN	103	118	-12.7%
EBITDA	**821**	**650**	**28.1%**
Khấu hao	294	230	27.8%
Lợi nhuận từ HĐKD	**356**	**193**	**84.5%**
Chi phí lãi vay ròng	48	67	-28.4%
Lợi nhuận khác	99	16	518%
Lợi nhuận ròng	**388**	**194**	**100%**
Lợi ích CĐ thiểu số	69	36	91.7%
Lợi ích công ty mẹ	**319**	**159**	**100%**

Nguồn: BCTC của PVT

2. Tăng trưởng vận tải từ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn

Từ Q4.2018, nhà máy Lọc hóa dầu Nghi Sơn sẽ đi vào vận hành thương mại. PVTrans đang tích cực tham gia đấu thầu mảng vận tải dầu thô. Hiện tại PVTrans đã thực hiện vận chuyển thử nghiệm 270.000 tấn dầu thô, tuy nhiên PVTrans vẫn đang thuê tàu trần của bên thứ 3 để vận tải khối lượng này, biên lợi nhuận chỉ khoảng 3%. Chúng tôi ước tính, việc đầu tư tàu VLCC (Tàu chở dầu từ 250 – 300.000 DWT) cho nhà máy Nghi Sơn sẽ được tiến hành vào Q2.2019, cải thiện đáng kể biên lợi nhuận (ước tính là 23%, tương tự đối với nhà máy lọc dầu Dung Quất). Ước tính lợi nhuận mảng vận tải dầu thô trong năm 2018 là 297 tỷ VND (+16% YoY) và 2019 là 355 tỷ VND (+19.5% YoY).

Khối lượng vận tải dầu thô của PVTrans giai đoạn 2017 - 2020

Đơn vị: nghìn tấn	2017	2018F	2019F	2020F
Dung Quất	6,060	7,164	7,164	6,180
Nghi Sơn	-	1,021	2,500	2,500
Tổng	**6,060**	**8,185**	**9,664**	**8,680**

Nguồn: KISVN tổng hợp

Riêng đối với mảng vận tải dầu sản phẩm, khi nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động, PVTrans sẽ tiến hành chuyển 1-2 tàu vận tải ở thị trường quốc tế về vận tải các chuyến nội địa từ Nghi Sơn đến các kho của PVOil với biên lợi nhuận cao hơn thị trường quốc tế. Chúng tôi đánh mảng vận tải dầu sản phẩm nội địa sẽ cải thiện biên lợi nhuận do 2 nguyên nhân sau:

- Các doanh nghiệp kinh doanh xăng dầu đầu mối tăng cường nhập xăng/dầu nội địa nhằm giảm rủi ro chênh lệch giá thành phẩm từ lúc mua và xuất bán. (giảm từ 10 – 15 ngày so với nhập khẩu)
- Tiết kiệm chi phí vận tải so với nhập khẩu từ nước ngoài

Nhu cầu vận tải của Nhà máy lọc hóa dầu Nghi Sơn (nghìn tấn/năm)	
Dầu thô	10,171
Xăng M92&95	2,419
Dầu Diesel	3,867
Kerosense/Jet	623
Poly propylen	392
Sản phẩm hóa dầu khác	1,535

Nguồn: KISVN tổng hợp

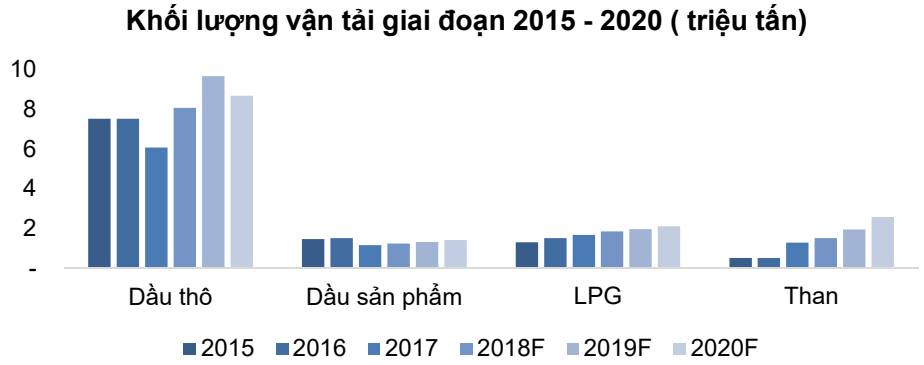
3. Dự phóng 2H2018 – 2020

Trong năm 2018, hoạt động vận tải khá thuận lợi khi khối lượng vận tải dầu thô từ Dung Quất hồi phục sau đại tu và nhà máy Nghi Sơn đi vào hoạt động từ Q4.2019, ước tính khối lượng vận tải trong năm 2019 đạt 12.6 triệu tấn hàng hóa (+24.21% YoY). Doanh thu mảng vận tải ước đạt 3,868 tỷ VND (+16.1% YoY), lợi nhuận ước đạt 624 tỷ VND (+12% YoY).

Giá dầu ổn định và ở mức cao từ đầu năm 2018 khiến giá cho thuê FSO Đại Hùng Queen tăng 21.7% YoY, đóng góp phần lớn tăng trưởng lợi nhuận. Dự kiến trong 2H2018, PVT cũng sẽ ghi nhận doanh thu hồi tố giá cho thuê FSO giai đoạn T8-T12/2017, ước tính khoảng 30 tỷ VND. Mảng FSO/FPSO trong năm 2018 ước đạt ghi nhận doanh thu 865 tỷ VND (+18.7% YoY) , lợi nhuận đạt 358 tỷ VND (+61.3% YoY).

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận trong năm 2018 của PVTrans sẽ đạt 6,840 tỷ VND (+11.3% YoY), LNST đạt 551 tỷ VND (+22.4% YoY).

Giai đoạn 2019 – 2020, nhu cầu vận tải dầu/sản phẩm dầu nội địa tăng cao do nhà máy lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động mở ra cơ hội lớn cho PVT gia tăng khối lượng vận tải. Việc đầu tư tàu VLCC phục vụ Nghi Sơn sẽ cải thiện đáng kể biên lợi nhuận so với thuê tàu ngoài hiện tại. Chúng tôi dự phóng doanh thu năm 2019 của PVT đạt 7,191 tỷ VND (+5.1 %YoY), lợi nhuận sau thuế đạt 564 tỷ VND (+2.4% YoY). Doanh thu năm 2020 đạt 7,247 tỷ VND (+1% YoY), LNST đạt 653 tỷ VND (+15.7% YoY)

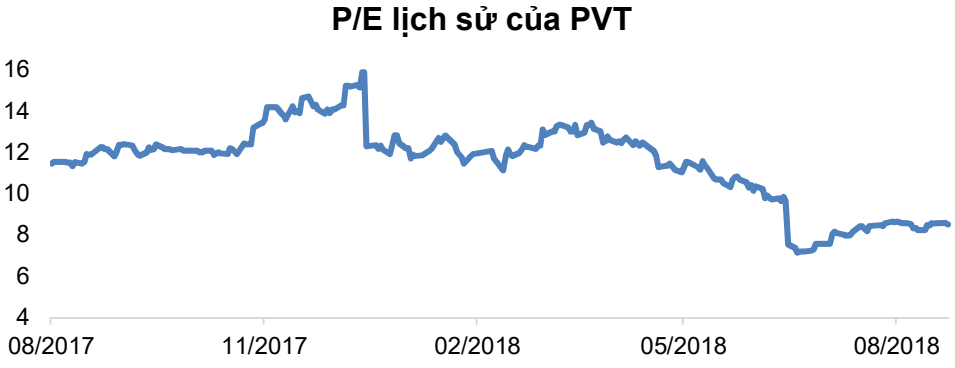


Tuy vậy đội tàu của PVTrans có độ tuổi trung bình là 20 năm (đòi hỏi phải đầu tư thay thế lớn trong 2 năm đến. Tổng vốn đầu tư ước tính là 5,604 tỷ VND (được tài trợ bởi 70% nợ USD và 30% vốn chủ sở hữu). Áp lực trả nợ và lãi vay giai đoạn đầu gây áp lực lên dòng tiền trả cổ tức trong tương lai.

	Loại hình đầu tư	Tải trọng	Dự án	2018		2019		2020	
				Tổng vốn	Số lượng	Tổng vốn	Số lượng	Tổng vốn	Số lượng
Tàu VLCC	Đầu tư mới	250-300.000 DWT	Lọc hóa dầu Nghi Sơn			1,462	1		
Tàu Aframax	Thay thế tàu cũ	12-15.000 DWT	Lọc hóa dầu Dung Quất	448	1	-	-		
Tàu dầu sản phẩm	Đầu tư mới	10-20.000 DWT	Lọc hóa dầu Nghi Sơn	-	-	-	-	296	1
Tàu hàng rời	Đầu tư mới	50-80.000 DWT	Nhiệt điện Long Phú 1 và Sông Hậu 1	828	2	828	2		
Xà lan hàng rời	Đầu tư mới	10.000 DWT	Nhiệt điện Long Phú 1 và Sông Hậu 1			337	2	337	2
Xà lan hàng rời	Đầu tư mới	2.000 DWT	Nhiệt điện Thái Bình 2			111	6	111	6
Tàu LPG	Thay thế tàu cũ	4-5.500 DWT	Lọc hóa dầu Nghi Sơn			235	1	611	3
Tổng				1,276	3	2,973	12	1,355	12

4. Định giá

Chúng tôi định giá PVTrans dựa vào phương pháp P/E. Dựa vào P/E trung bình của PVT 1 năm qua tại mức 12x, giá của cổ phiếu PVTrans tại cuối năm 2019 là 22,300 VND/cp. Bao gồm cổ tức 1,000 đồng/cp, tổng mức sinh lời kỳ vọng đạt 34.3% so với giá thị trường là 17,350 VND/cp. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG.**



Nguồn: Bloomberg

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH			Vốn hóa: 4,883 tỷ VND	
Đvị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E
Doanh thu thuần	6,734	6,148	6,840	7,191
Tăng trưởng (%)	*17%*	*-9%*	*11%*	*5%*
Mảng vận tải	*3,185*	*3,333*	*3,868*	*4,389*
Mảng FSO/FPSO	*708*	*729*	*865*	*886*
Mảng thương mại	*2,841*	*2,085*	*2,107*	*1,916*
GVHB	5,971	5,302	5,802	6,075
Biên LN gộp (%)	*11%*	*14%*	*13%*	*13%*
Chi phí BH & QLDN	236	242	247	252
EBITDA	974	1,069	1,347	1,633
Biên lợi nhuận (%)	*14%*	*17%*	*20%*	*23%*
Khấu hao	447	466	557	769
Lợi nhuận từ HĐKD	527	604	790	864
Biên LN HĐKD (%)	*8%*	*10%*	*12%*	*12%*
Chi phí lãi vay ròng	-16	8	0	14
Khả năng trả lãi vay(x)	*-32.8*	*79.6*	*-2986.4*	*62.5*
Lãi/lỗ khác	59	75	36	-19
Thu nhập thanh lý	*14*	*1*	*88*	*47*
Thu nhập cổ tức	*29*	*3*	*3*	*3*
Lỗ tỷ giá	*-27*	*-8*	*-56*	*-69*
Thu nhập khác	*43*	*79*	*1*	*0*
Thuế	118	137	165	166
Thuế suất hiệu dụng (%)	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
Lợi nhuận ròng	483	534	661	665
Biên lợi nhuận (%)	7.2%	8.7%	9.7%	9.3%
Lợi ích CĐ thiểu số	68	84	110	110
LN cho công ty mẹ	416	450	551	555
Số lượng CP (triệu)	281	281	281	281
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,388	1,503	1,841	1,855
Tăng EPS (%)	13%	8%	22%	1%
Cổ tức (VND)	800	1,000	1,000	1,000
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	58%	67%	54%	54%

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN
EBIT = EBITDA – Khấu hao
Chi phí lãi vay ròng = Chi phí lãi vay – lãi tiền gửi
Lãi/lỗ khác gồm lãi/lỗ hoạt động tài chính, lãi lỗ từ LDLK và lãi/lỗ khác
Tỷ lệ trả cổ tức = Cổ tức đã trả / LN ròng cho công ty mẹ

CĐKT VÀ DÒNG TIỀN (Tỷ đồng)	2016	2017	2016E	2017E
Thay đổi vốn lưu động	-232	116	-59	-59
Capex	-144	438	1,276	2,973
Dòng tiền khác	161	-130	-18	-34
Dòng tiền tự do	1,146	576	20	-1,446
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	231	281	281	281
Thay đổi nợ ròng	-915	-294	262	1,728
Nợ ròng cuối năm	**64**	**-231**	**31**	**1,759**
Giá trị doanh nghiệp (EV)	5,679	5,597	5,968	7,806
Tổng VCSH	4,333	4,645	4,992	5,343
Lợi ích cổ đông thiểu số	760	972	1,082	1,192
VCSH	3,573	3,673	3,910	4,150
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,696	13,051	13,893	14,747
Nợ ròng / VCSH (%)	1%	-5%	1%	33%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.1	-0.2	0.0	1.1
Tổng tài sản	**9,070**	**9,192**	**9,845**	**11,677**

Nợ ròng = Nợ – Tiền & tương đương tiền

CHỈ SỐ KHẢ NĂNG SINH LỢI VÀ ĐỊNH GIÁ	2016	2017	2018E	2019E
ROE (%) (không gồm lợi ích CĐ thiểu số)	12%	12%	15%	14%
ROA (%)	5%	6%	7%	6%
ROIC (%)	10%	12%	14%	11%
WACC (%)	15%	15%	15%	12%
PER (x)	12.4	11.5	9.4	9.3
PBR (x)	1.4	1.3	1.2	1.2
PSR (x)	0.7	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	5.8	5.2	4.4	4.8
EV/sales (x)	0.8	0.9	0.9	1.1
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4.6%	5.8%	5.8%	5.8%

Liên hệ:

Trụ sở chính HCM
Tầng 3, Maritime Bank Tower
180-192 Nguyễn Công Trứ, Q1, TP.HCM
Tel: (+84 28) 3914 8585
Fax: (+84 28) 3821 6898

Chi nhánh Hà Nội
Tầng 6, CTM Tower
299 Cầu Giấy, Q. Cầu Giấy, Hà Nội
Tel: (+84 24) 3974 4448
Fax: (+84 24) 3974 4501

Phòng Khách hàng Định chế

Lâm Hạnh Uyên
Trưởng phòng Quản lý Khách hàng
Tổ chức
(+84 28) 3914 8585 (x1444)
uyen.lh@kisvn.vn

Nguyên tắc khuyến nghị

TĂNG TỶ TRỌNG: nếu giá mục tiêu cao hơn 15% hoặc hơn (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

TRUNG LẬP: nếu giá mục tiêu cao/thấp hơn -5 đến15% (bao gồm suất sinh lợi cổ tức) so với giá thị trường.

GIẢM TỶ TRỌNG: nếu tổng tỷ suất sinh lợi 12 tháng (bao gồm cổ tức) thấp hơn -5%.

Khuyến cáo

Bản báo cáo này do Công ty Cổ phần Chứng khoán KIS Việt Nam (KIS) phát hành với sự đóng góp của các chuyên gia của KIS được nêu trong báo cáo. Báo cáo này được viết nhằm mục đích cung cấp thông tin cho khách hàng là các tổ chức đầu tư, các chuyên gia hoặc các khách hàng cá nhân của KIS tại Việt Nam.

Bản báo cáo này không nên và không được diễn giải như một đề nghị mua hoặc bán hoặc khuyến khích mua hoặc bán bất cứ khoản đầu tư nào. Khi xây dựng bản báo cáo này, chúng tôi hoàn toàn đã không cân nhắc về các mục tiêu đầu tư, tình hình tài chính hoặc các nhu cầu cụ thể của các nhà đầu tư. Cho nên khi đưa ra các quyết định đầu tư cho riêng mình các nhà đầu tư nên dựa vào ý kiến tư vấn của chuyên gia tư vấn tài chính độc lập của mình và tùy theo tình hình tài chính cá nhân, mục tiêu đầu tư và các quan điểm thích hợp khác trong từng hoàn cảnh.

Khi viết bản báo cáo này, chúng tôi dựa vào các nguồn thông tin công khai và các nguồn thông tin đáng tin cậy khác, và chúng tôi giả định các thông tin này là đầy đủ và chính xác, mặc dù chúng tôi không tiến hành xác minh độc lập các thông tin này. KIS không đưa ra, một cách ẩn ý hay rõ ràng, bất kỳ đảm bảo, cam kết hay khai trình nào và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác và đầy đủ của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này.

Các nhận định, đánh giá và dự đoán trong báo cáo này được đưa ra dựa trên quan điểm chủ quan của chúng tôi vào thời điểm đưa ra báo cáo này và có thể thay đổi bất kỳ lúc nào mà không cần báo trước.

KIS có thể đã, đang và sẽ tiếp tục thực hiện các dịch vụ tư vấn đầu tư hoặc tiến hành các công việc kinh doanh khác cho các công ty được đề cập đến trong báo cáo này. Ngoài ra, KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có liên quan đến việc viết hay phát hành báo cáo này có thể đã, đang và sẽ mua hoặc bán có kỳ hạn chứng khoán hoặc chứng khoán phái sinh (bao gồm quyền chọn) của các công ty được đề cập trong báo cáo này, hoặc chứng khoán hay chứng khoán phái sinh của công ty có liên quan theo cách phù hợp hoặc không phù hợp với báo cáo và các ý kiến nêu trong báo cáo này. Vì thế, nhà đầu tư nên ý thức rằng KIS cũng như các nhân sự cấp cao, giám đốc và nhân viên của KIS có thể có xung đội lợi ích mà điều đó có thể ảnh hưởng đến nhận định.

Báo cáo này không được sao chụp, nhân bản hoặc xuất bản (toàn bộ hoặc từng phần) hoặc tiết lộ cho bất kỳ người nào khác mà không được sự chấp thuận bằng văn bản của KIS.