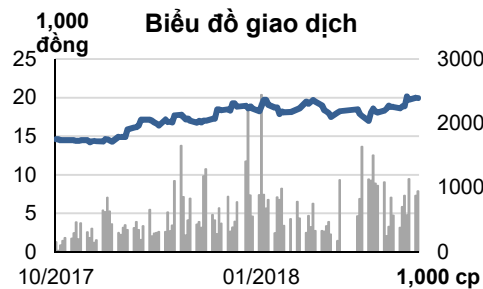


**PVT (HOSE) Tổng Công ty Vận Tài Dầu Khí (HSX: PVT)**

**Đánh giá TĂNG TỶ TRỌNG**

	Vận tài
Giá thị trường (VND):	20,000
Giá mục tiêu (VND) :	23,200
Tỷ lệ tăng giá bình quân năm:	16%
Suất sinh lợi cổ tức:	5%
Suất sinh lợi bình quân năm:	21%



**Diễn biến giá cổ phiếu (%)**

	YTD	1T	3T	12T
Tuyệt đối	6%	9%	8%	64%
Tương đối	-12%	0%	-14%	-2%

Nguồn: Bloomberg, so với VNIndex

**Thông kê 20/03/18**

Thấp/Cao 52 tuần (VND)	11.6k-20.2k
SL lưu hành (triệu cp)	281
Vốn hóa (tỷ đồng)	5,615
Vốn hóa (triệu USD)	247
% khối ngoại sở hữu	33%
SL cp tự do (triệu cp)	138
KLGD TB 3 tháng (cp)	900,382
VND/USD	22,766
Index: VNIndex / HNX	1,159/135

Nguồn: Bloomberg

**Cơ cấu sở hữu 20/03/18**

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51.0%
PVCombank	6.5%
Market Vectors VietNam ETF	5.0%
VietNam Holding Limited	5.0%

Nguồn: Bloomberg

**Nguyễn Phong Danh**

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

**Quan điểm đầu tư:**

- PVTrans nhiều khả năng sẽ vận chuyển 1 phần dầu thô cho Lọc hóa dầu Nghi Sơn khi đi vào hoạt động thương mại Q2/2018. Ngoài ra, Lọc dầu Dung Quất vận hành liên tục trong năm 2018 đảm bảo mảng vận tải dầu thô hồi phục và tăng trưởng ở mức 35% so với cùng kỳ.
- PVTrans tiếp tục vận hành liên tục, an toàn, hiệu quả với FSO PVN Đại Hùng Queen, đóng góp 24% lợi nhuận gộp. Q2.2017, PVTrans đã trúng hợp đồng cung ứng dịch vụ vận hành và bảo dưỡng tàu 1 năm FPSO Sông Đốc Pride MV19 cải thiện lợi nhuận mảng FSO.
- 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.
- Dù nhà máy lọc dầu Dung Quất phải bảo dưỡng 52 ngày trong năm qua nhưng doanh thu năm 2017 đạt 6,125 tỷ VND (-9% YoY), LNST đạt 497 tỷ VND (+1% YoY). Năm 2018, doanh thu ước tính đạt 8,111 tỷ VND (+ 32% YoY) và LNST đạt 592 tỷ VND (+19% YoY).

**Rủi ro:**

- Nhu cầu phụ thuộc lớn vào hoạt động vận hành 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. Đầu tư mới tàu dầu thô VLCC và xà lan phục vụ phục vụ nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và các nhà máy nhiệt điện. Tổng vốn đầu tư giai đoạn 2017 – 2020 ước tính 6,600 tỷ VND, gia tăng áp lực vay nợ và lãi vay.
- Lợi nhuận bị ảnh hưởng bởi yếu tố tỷ giá, nợ vay bằng ngoại tệ USD ước tính 1,400 tỷ VND và có xu hướng tăng khi đầu tư tàu mới và thay thế.

**Định giá:**

- Chúng tôi định giá PVT ở mức 23,200đ/cp cuối 2018. Tổng mức lợi nhuận kỳ vọng đạt 21% so với giá thị trường 20.000 đồng bao gồm cổ tức 1,000đ/cp. Khuyến nghị **TĂNG TỶ TRỌNG**.

Tỷ đồng	2015	2016	2017	2018E	2019E
DT Thuần (tỷ đồng)	5,761	6,734	6,129	8,111	9,297
Tăng trưởng (%)	9%	17%	-9%	32%	15%
LN hoạt động (tỷ đồng)	558	527	563	650	901
Biên lợi nhuận (%)	10%	8%	9%	8%	10%
LN khác	80	192	233	233	229
LNST (tỷ đồng)	433	483	497	592	759
Biên lợi nhuận (%)	7.5%	7.2%	8.1%	7.3%	8.2%
SLCP lưu hành (triệu cp)	256	281	281	281	281
EPS (hiệu chỉnh, VND)	1,177	1,329	1,338	1,657	2,190
Tăng trưởng (%)	8%	3%	1%	24%	32%
ROE (%)	11.3%	11.9%	11.6%	13.8%	17.0%
Nợ ròng/VCSH (%)	23%	1%	-5%	9%	36%
PE (x)	16.9	15.0	14.9	12.0	9.1
PB (x)	1.5	1.6	1.5	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	7.9	6.6	6.2	5.8	5.4
Cổ tức (VND)	-	800	1000	1000	1000
Suất sinh lợi cổ tức (%)	0.0%	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%

## 1. Kết quả kinh doanh năm 2017

Mảng vận tải đóng vai trò là mảng kinh doanh cốt lõi của PVTrans. Dù trong năm nhà máy lọc dầu Dung Quất phải dừng bảo dưỡng 52 ngày, ảnh hưởng mạnh đến sản lượng vận tải nhưng PVTrans đã chủ động bảo dưỡng sớm tàu Mercury trong thời gian này, giảm ảnh hưởng đến kết quả hoạt động kinh doanh trong tương lai. Trong năm PVT đã vận tải 6.06 triệu tấn dầu thô (-19% YoY) và 1.15 m3 tấn (-23 % YoY) xăng dầu thành phẩm

Nhà máy GPP Cà Mau đi vào hoạt động vào cuối năm 2017, công suất 218,000 tấn/năm, gia tăng nguồn cung LPG cho hoạt động vận tải trong nước. Tháng 12.2017, PVT đã vận chuyển LPG đầu tiên từ nhà máy GPP Cà Mau. Cho cả năm 2017, vận tải LPG đạt 1.05 triệu tấn, tăng 5%. Doanh thu từ các mảng vận tải hàng rời và LPG bù đắp suy giảm từ vận tải dầu thô.

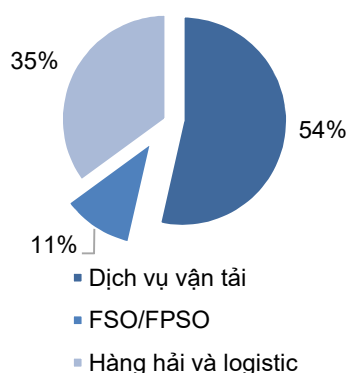
Cũng trong năm 2017, PVTrans đã tham gia vận chuyển than cho Nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1, Duyên Hải 1 và chuyển tải NMND Duyên Hải 3 với tổng sản lượng khoảng 1.28 triệu tấn, tăng 156% YoY.

Xét cả mảng vận tải, năm 2017, doanh thu đạt 3,326 tỷ đồng (+11% YoY), lợi nhuận gộp ước tính đạt 550 tỷ đồng (+11% YoY).

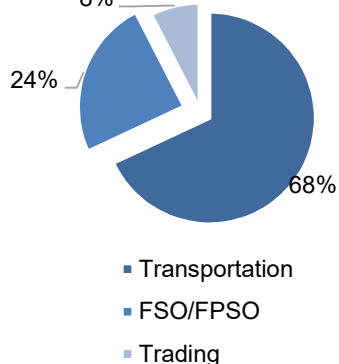
Về dịch vụ cho thuê và quản lý kho nổi FSO/FPSO: Dịch vụ FSO tiếp tục được duy trì ổn định trong năm 2017, với doanh thu ước đạt 687 tỷ đồng, lợi nhuận gộp 197 tỷ. Q2.2017, PVTrans đã trúng thầu hợp đồng cung cấp dịch vụ vận hành và bảo dưỡng tàu FPSO Sông Đốc Pride MV 19 trong vòng 1 năm.

Các dịch vụ thương mại, dịch vụ hàng hải khác với doanh thu ước đạt 2,116 tỷ đồng, chiếm 35% tổng doanh thu và 8% lợi nhuận gộp

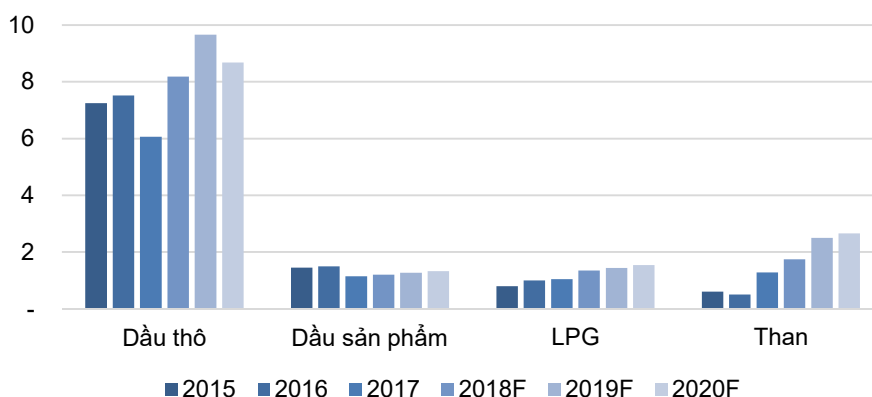
**Cơ cấu doanh thu PVT năm 2017**



**Cơ cấu lợi nhuận gộp PVT năm 2017**



**Khối lượng vận tải của PVTrans 2015 - 2020**



## 2. Dự phóng 2018

Dự kiến Q3.2018, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ bắt đầu vận hành thương mại. Các bước đàm phán vận tải dầu thô nguyên liệu vẫn đang được tiến hành, ước tính PVT có thể sẽ đảm nhận 25% khối lượng vận tải dầu thô đầu, tương đương khoảng 2.5 triệu tấn dầu thô/năm. PVT hiện đã vận chuyển các chuyến đầu thô phục vụ thử nghiệm, dự kiến sẽ tiếp tục đến cuối năm 2018 và tiến hành đầu tư 1 một VLCC mới trọng tải từ 250,000 – 300,000 DWT. Bên cạnh đó sản lượng dầu thô vận tải từ Dung Quất hồi phục đạt 7 triệu tấn/năm sau bảo dưỡng, khối lượng vận tải dầu thô sẽ tăng +36% vào năm 2018 và +18% vào năm 2019 khi lọc dầu Nghi Sơn đi vào hoạt động ổn định

## Khối lượng vận tải dầu thô của PVTrans giai đoạn 2015 - 2020

Đơn vị: nghìn tấn	2015	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Dung Quất	7,253	7,522	6,060	7,164	7,164	6,180
Nghi Sơn	-	-	-	1,021	2,500	2,500
<b>Tổng</b>	<b>7,253</b>	<b>7,522</b>	<b>6,060</b>	<b>8,185</b>	<b>9,664</b>	<b>8,680</b>

Nguồn: KISVN tổng hợp

PVT hiện đang làm việc với các bên liên quan để xây dựng các phương án và tuyển vận chuyên cho NMNĐ Thái Bình 1, Thái Bình 2, Long Phú 1 và Sông Hậu 1. Hoạt động vận tải than cho các nhà máy nhiệt điện sẽ được đấu thầu từng năm, PVTrans ước tính có thể trúng khoảng 20-30% các gói thầu này. Nhu cầu than dự kiến sẽ tăng cao do hàng loạt nhà máy mới sẽ vận hành trong năm 2018.

## Nhu cầu than của các nhà máy nhiệt điện than mới giai đoạn 2018 - 2020

Nhà máy	Sở hữu	2018	2019	2020
Vũng Áng 1	PVN	2.9	2.9	2.9
Vĩnh Tân 4	EVN	2.3	3.0	3.0
Thái Bình 1	EVN	1.6	1.6	1.6
Long Phú 1	PVN	0.3	2.8	3.0
Duyên Hải 3	EVN	3.0	3.0	3.0
Vĩnh Tân 4 mở rộng	EVN		1.6	1.6
Thái Bình 2	PVN		1.7	3.0
Sông Hậu 1	PVN		3.0	3.0
Duyên Hải 3 Mở rộng	EVN		1.6	1.6
Vĩnh Tân 1	BOT		3.0	3.0
<b>Tổng (triệu tấn)</b>		<b>10.0</b>	<b>24.2</b>	<b>25.7</b>

Nguồn: KISVN tổng hợp

Giá dầu Brent đầu 2018 trung bình đạt 67 USD/thùng (+22.2% YoY), nếu giá dầu tiếp tục duy trì mức cao và ổn định trong năm thì có khả năng sẽ đàm phán điều chỉnh tăng giá cho thuê FSO Đại Hùng Queen, cải thiện lợi nhuận gộp. Trong năm 2018, PVTrans cũng sẽ tham gia đấu thầu gói O&M của FSO Sao Vàng Đại Nguyệt và FSO Ruby .

Chúng tôi dự phóng doanh thu PVT trong 2018, 2019 lần lượt đạt 8,111 tỷ (+32.3% YoY) và 9,297 tỷ (+14.6% YoY); LNST 2018 và 2019 được kỳ vọng đạt 592 tỷ (+19.1% YoY) và 759 tỷ +28.2% YoY). EPS dự kiến đạt lần lượt 1,657 VND (+24% YoY) và 2,190 VND (+32% YoY).

MÔ HÌNH TÀI CHÍNH PVT		Vốn hóa: 5615 tỷ VND			
Đvị: Tỷ đồng	2016	2017	2018E	2019E	
Doanh thu thuần	6,734	6,129	8,111	9,297	
Tăng trưởng (%)	17%	-9%	32%	15%	
Vận tải	2,995	3,326	5,303	6,610	
FSO	663	687	701	771	
Thương mại	3201	2,116	2,107	1,916	
GVHB	5,971	5,322	7,139	8,027	
Biên LN gộp (%)	11%	13%	13%	13%	
Chi phí BH & QLDN	236	243	321	368	
EBITDA	974	1,029	1,218	1,616	
Biên lợi nhuận (%)	14%	17%	15%	17%	
Khấu hao	447	466	568	715	
Lợi nhuận từ HĐKD	527	563	650	901	
Biên LN HĐKD (%)	8%	9%	8%	10%	
Chi phí lãi vay ròng	117	151	143	181	
Khả năng trả lãi vay(x)	4.5	3.7	4.5	5.0	
Lãi/lỗ khác	192	233	233	229	
Thuế	118	149	148	190	
Thuế suất hiệu dụng (%)	20%	23%	20%	20%	
Lợi nhuận ròng	483	497	592	759	
Biên lợi nhuận (%)	7%	8%	7%	8%	
Lợi ích CĐ thiểu số	68	78	74	75	
LN cho công ty mẹ	416	418	518	685	
Số lượng CP (triệu)	281	281	281	281	
EPS hiệu chỉnh (VND)	1,329	1,338	1,657	2,190	
Tăng EPS (%)	13%	1%	24%	32%	
Cổ tức (VND)	800	1,000	1,000	1,000	
Tỷ lệ trả cổ tức (%)	60%	75%	60%	46%	

EBITDA = DT thuần – (GVHB – Khấu hao) – Chi phí BH & QLDN

EBIT = EBITDA – Khấu hao

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	2018E	2019E
Vòng quay phải thu (x)	8.7	7.9	8.1	8.1
Vòng quay HTK (x)	36.9	39.6	37.2	37.9
Vòng quay phải trả (x)	3.4	2.9	3.1	3.1
Thay đổi vốn lưu động	-232	116	-454	-178
Capex	-144	438	2,056	2,935
Dòng tiền khác	161	-187	-53	-72
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>1,146</b>	<b>596</b>	<b>-389</b>	<b>-1,211</b>
Phát hành cp	0	0	0	0
Cổ tức	231	302	281	281
Thay đổi nợ ròng	-915	-294	671	1,493
<b>Nợ ròng cuối năm</b>	<b>64</b>	<b>-231</b>	<b>440</b>	<b>1,933</b>
Giá trị doanh nghiệp (EV)	6,425	6,342	7,087	8,654
<b>Tổng VCSH</b>	<b>4,333</b>	<b>4,645</b>	<b>4,904</b>	<b>5,314</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	760	972	1,046	1,121
VCSH	3,573	3,673	3,858	4,193
Giá trị sổ sách/cp (VND)	12,696	13,051	13,708	14,898
Nợ ròng / VCSH (%)	1%	-5%	9%	36%
Nợ ròng / EBITDA (x)	0.1	-0.2	0.4	1.2
<b>Tổng tài sản</b>	<b>9,070</b>	<b>9,192</b>	<b>10,173</b>	<b>12,143</b>

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%	14%	17%
ROA (%)	5%	5%	6%	6%
ROIC (%)	12%	14%	14%	14%
WACC (%)	15%	15%	14%	14%
PER (x)	15.0	14.9	12.0	9.1
PBR (x)	1.6	1.5	1.5	1.3
PSR (x)	0.8	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	6.6	6.2	5.8	5.4
EV/sales (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Suất sinh lợi cổ tức (%)	4.0%	5.0%	5.0%	5.0%

**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 4) 3974 4448  
Fax: (+84 4) 3974 4501

**Phòng Phân tích Doanh nghiệp****Hoàng Huy, CFA**

Trưởng phòng Phân tích Doanh nghiệp  
(+84 28) 3914 8585 (x1450)  
huy.hoang@kisvn.vn

**Trần Nguyên Dương**

Chuyên viên Phân tích cao cấp  
–  
Vật liệu xây dựng & ICT  
(+84 28) 3914 8585 (x1462)  
duong.tn@kisvn.vn

**Nguyễn Phong Danh**

Chuyên viên Phân tích –  
Dầu khí và Năng lượng  
(+84 28) 3914 8585 (x1459)  
danh.np@kisvn.vn

**Võ Hoàng Bảo**

Chuyên viên Phân tích –  
Logistics, Hàng Không, Xe hơi  
(+84 28) 3914 8585 (x1460)  
bao.vh@kisvn.vn

**Trần Thị Ngọc Mai**

Chuyên viên Phân tích –  
Bất Động Sản & Xây dựng  
(+84 28) 3914 8585 (x1461)  
mai.tt@kisvn.vn

**Nguyễn Hoàng Hà**

Chuyên viên Phân tích –  
Dược và F&B  
(+84 28) 3914 8585 (x1463)  
ha.nh@kisvn.vn

**Phòng Phân tích Vĩ mô****Bạch An Viễn**

Trưởng phòng Phân tích Vĩ mô  
(+84 28) 3914 8585 (x1449)  
vien.ba@kisvn.vn

**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 đến 15% (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 đột 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.