

**Ngành Vận tải biển– ICB2773
Ngày 23 tháng 06 năm 2016**

**BÁO CÁO PHÂN TÍCH DOANH NGHIỆP
TỔNG CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ- PVT**



ĐỒ THỊ GIAO DỊCH



KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

Quan điểm đầu tư	MUA
Giá kỳ vọng (đ/cp)	16,190
Giá thị trường	13,000
Triển vọng 3 tháng	N/A
Triển vọng 6 tháng	N/A
Triển vọng 12 tháng	Tăng

THÔNG TIN GIAO DỊCH AO DỊCH

CPLH hiện tại (triệu cp)	255
Tổng giá trị vốn hóa (tỷ)	3,044
Giá trị sổ sách/cổ phần	23,589
Sở hữu nước ngoài (%)	17.37%
Giá hiện tại (đ/cp) tại ngày 23/06/2016	13,000
KLTB 10 ngày (cp)	1,535,874
Giá thấp nhất 52T (đ)	8,500
Giá cao nhất 52T (đ)	14,000
+/- 7 ngày qua	
+/- 1 tháng qua	

Chuyên viên phân tích
Chu Tuấn Phong
Email : phongqct@bsc.com.vn

Chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu PVT với giá mục tiêu 16,190 đồng/cp. Ngày 23/6/2016, PVT đang giao dịch tại mức giá 13,000 đồng/cp tương đương với mức upside 25%. Năm 2016, chúng tôi dự báo PVT đạt EPS 1,742 đồng/cổ phiếu, tương đương với P/E forward đạt 7.46x, tương đối hấp dẫn so với mức trung bình của ngành và thị trường.

PVT là doanh nghiệp đầu ngành vận tải biển, với đội tàu lớn nhất Việt Nam, có nền tảng kinh doanh bền vững nhờ ưu thế độc quyền vận tải dầu thô cho NMLD Dung Quất và hơn 90% thị phần phân phối khí LPG. Vì vậy, nguồn cầu cho đội tàu của PVT hoạt động luôn được đảm bảo, trái ngược với các doanh nghiệp vận tải hàng rời lớn khác như VOS (cầu vận chuyển phụ thuộc lớn vào nhu cầu từ Trung Quốc).

Sản lượng vận chuyển kỳ vọng tăng nhờ: (1) Nguồn cầu vận chuyển ổn định từ nhà NMLD Dung Quất. (2) Vận chuyển dầu thô và thành phẩm cho NMLD Nghi Sơn (dự kiến đi vào hoạt động tháng 7/2017). (3) Thực hiện vận tải toàn bộ khí LPG cho PV Gas trading cả năm 2016. (4) Tăng trưởng mảng FPS/FPSO với BLNG cao nhờ FSO Đại Hùng Queen đi vào hoạt động từ tháng 5/2015 và mảng O&M từ tháng 4/2015.

Rủi ro đầu tư: biến động tỷ giá USD/VND. Tại ngày 31/12/2015, PVT có dư nợ ngoại tệ là 110 triệu USD. Vì vậy với 1% biến động tỷ giá USD/VND, PVT có thể phải ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 25 tỷ. Với kế hoạch đầu tư 33 tàu tới năm 2020, dư nợ USD của PVT có thể tăng mạnh trong tương lai. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý, PVT ghi nhận doanh thu bằng USD từ mảng FSO/FPSO, tạo ra nguồn thu nhập ngoại tệ, giảm bớt rủi ro tỷ giá.

Các chỉ tiêu tài chính	2012	2013	2014	2015	2016F
Doanh thu thuần (tỷ đ)	4,461	4,961	5,268	5,761	6,358
% tăng trưởng (yoy)		11%	6%	9%	10%
Tổng tài sản (tỷ đ)	7,932	9,546	9,349	9,656	10,206
% tăng trưởng (yoy)		20%	-2%	3%	6%
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,590	2,819	3,131	3,397	3,478
LN sau thuế (tỷ đ)	8	314	402	433	507
% tăng trưởng (yoy)		4039%	28%	8%	17%
EPS cuối kỳ (đ/cp)		1,029	1,334	1,439	1,742
ROS	0.17%	6.32%	7.63%	7.51%	7.97%
ROE	0.29%	11.13%	12.84%	10.00%	14.56%
ROA	0.10%	3.29%	4.30%	4.48%	4.96%

Nguồn: PVT, BSC

GIỚI THIỆU CHUNG VỀ DOANH NGHIỆP

Giới thiệu chung

Tên công ty:	Tổng Công ty cổ phần Vận tải Dầu khí
Tên viết tắt:	PVTrans Corp
Địa chỉ:	Tầng 2, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel:	84-(8) 39111301
Fax:	84-(8) 39111300
Website:	http://pvtrans.com/
Vốn điều lệ:	2,558 tỷ đồng
Lĩnh vực	Vận tải biển
Ngành nghề kinh doanh chính	- Vận tải dầu thô, các sản phẩm dầu khí - Tham gia cung ứng thuyền viên - Thuê, cho thuê tàu biển, phương tiện vận tải khác - Quản lý khai thác kho nổi

Lịch sử hình thành

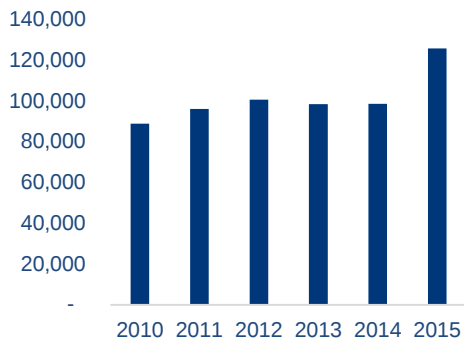
Thời gian	Sự kiện
2002	Thành lập Tổng công ty cổ phần vận tải dầu khí
2003	Mua tàu Aframax chở dầu thô đầu tiên của Việt Nam- Poseidon
2006	Đưa vào khai thác tàu dầu thô thứ 2- Hercules
2007	Tiến hành cổ phần hóa và chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần. Niêm yết lần đầu ngày 10/12/2007

TT	Các công ty liên kết	Tỷ lệ sở hữu
1	CT TNHH PVtrans-Emas	50%
2	CTCP dịch vụ khai thác dầu khí PTSC	48.5%
3	CTCP Vận tải dầu khí Đông Dương	38.67%
4	CTCP dịch vụ vận tải dầu khí Cửu Long	22.63%

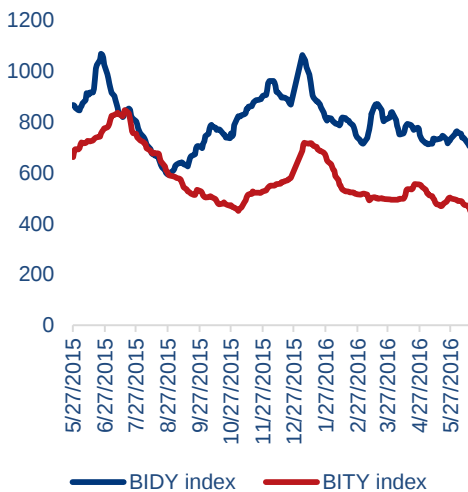
TT	Các công ty con	Vốn điều lệ (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết
1	CTCP vận tải dầu khí Vũng Tàu	156	99.85%	99.85%
2	CTCP vận tải dầu khí Hà Nội	108	99.72%	99.72%
3	CTCP vận tải dầu khí Quảng Ngãi	20	95%	95%
4	CTCP vận tải sản phẩm khí quốc tế	300	67.74%	67.74%
5	CTCP vận tải dầu khí Thái Bình Dương	942	64.92%	64.92%
6	CTCP vận tải dầu Phương Đông Việt	170	62.35%	62.35%
7	CTCP Vận tải xăng dầu Phương Nam	382	53.75%	53.75%

TT	Cơ cấu sở hữu	Tỷ lệ
1	Tập đoàn dầu khí VN	51%
2	NHTM CP Đại Chúng	6.48%
3	ETF	4.97%
4	Khác	37.55%

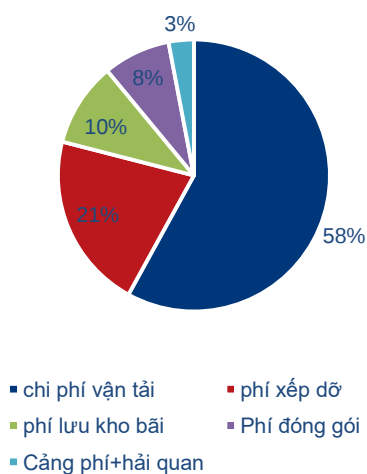
- Sau gần 5 năm hoạt động theo mô hình doanh nghiệp nhà nước, công ty đã tiến hành quá trình cổ phần hóa từ tháng 3.2006 theo quyết định số 758/QĐ-BCN ngày 30/3/2006 của bộ công nghiệp và chính thức chuyển đổi thành tổng công ty cổ phần vận tải dầu khí kể từ ngày 23/07/2007
- Ngày 10/12/2007, PV Trans chính thức niêm yết trên sở giao dịch chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh (Hose)

NGÀNH VẬN TẢI BIỂN VIỆT NAM
Sản lượng vận chuyển


Nguồn: Tổng cục thống kê

Chỉ số giá vận tải hàng lỏng


Nguồn: Bloomberg

Cơ cấu chi phí vận tải biển


Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam

Sản lượng vận chuyển nội địa tăng trưởng khá, CAGR giai đoạn 2010-2015 đạt 7.03%. Tổng sản lượng vận tải của đội tàu biển Việt Nam năm 2015 đạt 125,8 triệu tấn (+27,5%yoy). Kết quả thực hiện 4 tháng đầu năm 2016 đội tàu vận tải biển Việt Nam đạt 30 triệu tấn (+5%yoy).

Tuổi trung bình của đội tàu cao, khoảng 17 tuổi khá cao so với độ tuổi trung bình khai thác hiệu quả của đội tàu biển thế giới (thường khoảng trên dưới 10 tuổi); điều này ảnh hưởng đến tính năng kỹ thuật, mức độ hiện đại, khả năng bảo đảm an toàn, hiệu quả khai thác đội tàu và tăng chi phí bảo trì bảo dưỡng.

Chỉ số BDTI và BCTI ở mức thấp, đóng cửa 15/6/2016 lần lượt ở mức 712 điểm (-22%yoy) và 449 điểm (-38%yoy). Nguyên nhân chính là do giá dầu phục hồi từ đầu năm 2016 làm giảm nhu cầu tiêu thụ dầu, trong khi đó nguồn cung tàu, đặc biệt là các tàu cỡ Panamax, VLCC tiếp tục tăng.

Đội tàu hàng lỏng chiếm tỷ trọng nhỏ trong cơ cấu đội tàu, 10.5% năm 2015. Trong số 165 tàu chở hàng lỏng, có 24 tàu chở hóa chất và dầu thô với tổng trọng tải 185.845 GT, 132 tàu dầu thành phẩm với tổng trọng tải 1.080.811 GT và 9 tàu chở khí hóa lỏng với tổng trọng tải 26.806 GT.

Đội tàu hàng lỏng chủ yếu thuộc về các tập đoàn nhà nước lớn: Vinalines, PVN, Petrolimex, còn lại là các chủ tàu nhỏ lẻ tại Hải Phòng, Thanh Hóa, Thái Bình, Cần Thơ... Đặc biệt tại Việt Nam chỉ có duy nhất PVT (công ty con của PVN) sở hữu tàu chở dầu thô với tổng trọng tải trên 300,000 DWT. Phần lớn đội tàu chở khí hóa lỏng cũng thuộc sở hữu của PVN.

Đội tàu dầu thành phẩm

	Số tàu	Trọng tải	Tỷ trọng
PVN	7	131,205	8%
Petrolimex	10	288,239	18%
Vinalines	8	451,375	28%

Nguồn: Cục hàng hải Việt Nam

Đội tàu biển Việt Nam chủ yếu hoạt động trên các tuyến nội địa với thị phần chiếm hơn 90%. Trên các tuyến quốc tế, đội tàu biển chủ yếu chạy các tuyến ngắn quanh khu vực Đông Nam Á và Đông Bắc Á và cũng chỉ chiếm khoảng 12% thị phần trên các tuyến này. Đối với đội tàu hàng lỏng, do năng lực cạnh tranh kém, thói quen thương mại mua CIF bán FOB, toàn bộ dầu thô xuất khẩu và dầu thành phẩm nhập khẩu của Việt Nam đều do các hãng tàu nước ngoài đảm nhiệm.

Chi phí logistics cao làm giảm hiệu quả hoạt động của ngành vận tải biển. Chi phí vận tải chiếm tỷ trọng lớn nhất trong tổng chi phí hoạt động của đội tàu (58%), trong đó dịch vụ logistics có vai trò rất lớn. Theo World Bank, chi phí logistics của Việt Nam bằng 25% GDP, Thái Lan là 19%, Trung Quốc 18%, Nhật Bản 11%, Singapore 8%, Mỹ là 7.7%. tác động tiêu cực lên khả năng cạnh tranh của tàu biển Việt Nam với các nước trong khu vực.

Các công ty vận tải biển sử dụng đòn bẩy tài chính cao và chịu tác động mạnh của biến động tỷ giá. Do đặc thù vận hành phải vay nợ lớn (đặc biệt là nợ ngoại tệ USD) phục vụ việc mua tàu, các doanh nghiệp vận tải biển nói

chung và vận tải hàng lỏng nói riêng chịu tác động lớn của cú sốc bên ngoài là lãi vay và tỷ giá.

Tiềm năng tăng trưởng.

Vận tải xăng dầu của các nước khu vực Asean dự báo tăng nhờ: (1) Tăng nhu cầu nhập khẩu dầu thô từ các nước Trung Đông và Châu Mỹ đáp ứng sự tăng lên của năng lực lọc hóa dầu của khu vực. Theo Gaffney, Cline & Associates, năng lực lọc hóa dầu của châu Á tăng thêm khoảng 6 triệu thùng/ngày trong giai đoạn 2014-2018 tương đương Cagr đạt 3.48%/năm, trong khi đó nguồn dầu thô trong khu vực có thể cạn kiệt trong 14 năm tới nếu công suất khai thác dầu thô giữ nguyên như hiện tại. (2) EIA dự báo nhu cầu tiêu thụ xăng dầu khu vực Asean tăng trưởng 2.3%/năm giai đoạn 2011-2020.

Tiềm năng tăng nhu cầu vận tải biển từ các dự án trong nước. Các dự án lớn như nhiệt điện Vũng Áng 1, Thái Bình 2, dự án về khí kho cảng LPG Thị Vải, nhà máy GPP Cà Mau, NMLD Nghi Sơn sẽ làm tăng nguồn cầu nội địa cho ngành vận tải biển.

Dự án NMLD	Công suất(tr tấn/năm)	Địa điểm	Hoàn thành	Tổng vốn
Nghi Sơn	10	Thanh Hóa	7/2017	9 tỷ USD, PVN góp 25.1%
Dung Quất mở rộng	3.5	Quảng Ngãi	2018	2 tỷ USD, PVN góp vốn liên doanh
Long Sơn	10	Vũng Tàu	2020	7-8 tỷ USD, PVN góp vốn liên doanh
Vũng Rô	8	Phước Yên	2017	3.2 tỷ USD

Nguồn: BSC tổng hợp.

Chính sách tác động tích cực.(1) Thành lập chính quyền cảng trong bộ luật hàng hải mới thông qua cuối tháng 11/2015 giúp nâng cao hiệu quả quản lý và đầu tư hệ thống cảng biển, nâng cao hiệu suất khai thác, giảm thời gian chờ bốc dỡ cho đội tàu. (2) Thành lập sàn giao dịch vận tải đầu năm 2016, giúp tăng tính liên kết giữa các yếu tố trong chuỗi logistics, các doanh nghiệp vận tải biển theo hợp đồng chuyển dễ dàng hơn trong việc kết nối với chủ hàng. (3) Hình thành cộng đồng kinh tế AEC ngày 31/12/2015 giúp hàng hóa được tự do lưu chuyển trong khối với 2 trong số 12 ngành công nghiệp được ưu tiên hội nhập gồm vận tải và dịch vụ logistics.

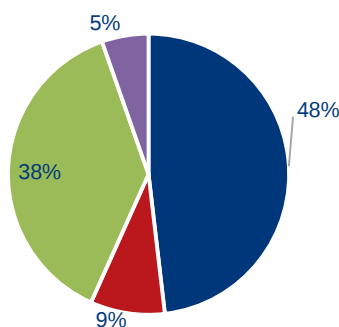
Rủi ro: (1) Biến động chính trị khó dự đoán trên biển Đông. (2) Diễn biến thời tiết bất lợi tác động tiêu cực tới việc vận hành khai thác tàu. (3) Tỷ giá USD/VND dự báo tăng làm phát sinh khoản lỗ tỷ giá lớn cho các công ty vận tải biển. (4) BDI index dự báo tiếp tục giảm sâu 2-3% trong năm 2016 do kinh tế Trung Quốc dự báo tăng trưởng chậm lại, làm giảm nhu cầu nhập khẩu các mặt hàng rời như quặng sắt, than đá...

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH CHÍNH

PVT là doanh nghiệp vận tải hàng lỏng đầu ngành, với 17 tàu dầu khí chuyên dụng. Năng lực đội tàu của PVT chiếm gần 30% tổng tải trọng đội tàu biển hàng lỏng cả nước.

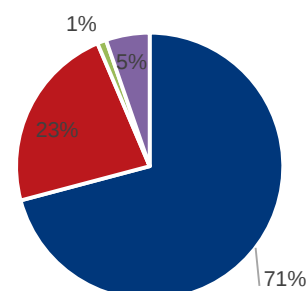
Hiện tại, hoạt động kinh doanh chính của PVT gồm dịch vụ vận tải, quản lý khai thác kho nổi FSO/FPSO, thương mại và dịch vụ khác, trong đó 2 mảng mang lại lợi nhuận lớn nhất là vận tải và dịch vụ FSO/FPSO.

Tỷ trọng DT



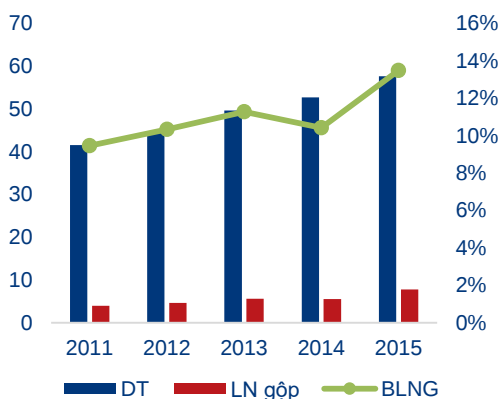
- Dịch vụ vận tải
- Dịch vụ FSO/FPSO
- Thương mại
- Khác

Cơ cấu LN gộp



- Dịch vụ vận tải
- Dịch vụ FSO/FPSO
- Thương mại
- Khác

KQKD năm 2015



Nguồn: PVT

Nguồn: PVT

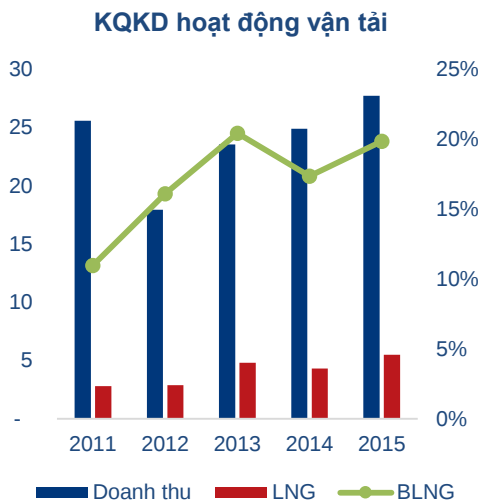
Kết quả kinh doanh năm 2015. Doanh thu thuần đạt 5,761 tỷ (+9.4%yoy), lợi nhuận gộp đạt 778 tỷ (+42%yoy) nhờ việc tàu FSO Đại Hùng Queen đi vào hoạt động ổn định từ tháng 5/2015, thay thế cho tàu FSO Kamari, giúp tăng doanh thu FSO từ 147 tỷ lên hơn 493 tỷ. Dịch vụ FSO/FPSO là dịch vụ có giá trị gia tăng cao với biên lợi nhuận khoảng 36%. Tuy nhiên, EBT năm 2015 chỉ đạt 546 tỷ (+12.5%yoy), phần lớn do tác động của khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 133 tỷ (tăng gần 2 lần so với năm 2014).

Hoạt động Vận Tải.

PVT đảm nhận 100% vận chuyển dầu thô cho NMLD Dung Quất, dầu thành phẩm do các thành viên trong tập đoàn phân phối và khoảng 90% thị phần vận chuyển khí LPG. Ngoài ra PVT còn thực hiện vận chuyển hàng rời (than, quặng) cho các nhà máy nhiệt điện và phân đạm do PVN đầu tư góp vốn. Cơ cấu doanh thu: 50% vận tải dầu thô, 20-23% vận tải dầu sản phẩm, 20-23% khí và 6% vận tải hàng rời.

Kết quả kinh doanh hoạt động vận tải 2015. Trong năm 2015, PVT thực hiện vận chuyển khoảng trên 1,000 chuyến tàu trong nước, trong đó: 95 chuyến dầu thô với khối lượng 7.2 triệu tấn (+29%yoy), 206 chuyến tàu sản phẩm với khối lượng 1.45 triệu tấn (+3.6%yoy), 716 chuyến LPG với khối lượng 800,000 tấn (+20.3%yoy), giúp cho doanh thu thuần đạt 2,773 tỷ (+11.3%yoy) và LNG đạt 551 tỷ (+27.4%yoy). Biên LNG tăng từ 17% năm 2014 lên 20% năm 2015 chủ yếu nhờ việc tăng số chuyến vận tải dầu thô từ khoảng 70 chuyến năm 2014 lên 95 chuyến năm 2015.

Vận tải dầu thô.

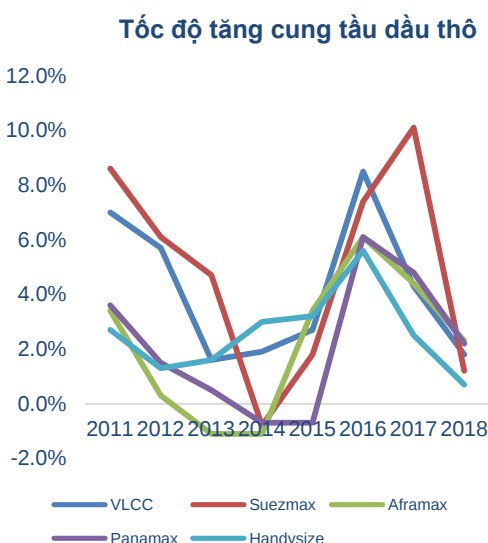


Nguồn: PVT

Tên tàu	Trọng tải (DWT)	Loại tàu	Tuổi tàu
Hercules	96,174	Aframax	21
PVT Athena	105,177	Aframax	16
PVT Mercury	104,000	Aframax	3

Nguồn: PVT

Đến năm 2020, PVT kế hoạch mua thêm 33 tàu, trong đó: 2 tàu VLCC cỡ lớn, 1 tàu dầu sản phẩm, 2 tàu chở hóa chất, 6 tàu chở khí, 4 sà lan và 18 tàu hàng rời.

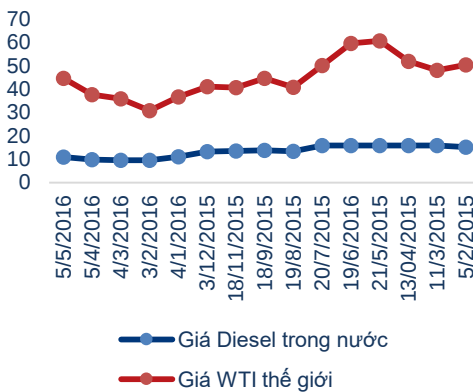


Nguồn: J.P.Morgan

PVT là doanh nghiệp Việt Nam duy nhất kinh doanh vận tải dầu thô, chủ yếu thực hiện vận chuyển nguyên liệu cho nhà máy lọc dầu Dung Quất, với đội tàu dầu thô lớn nhất Việt Nam, đạt tổng trọng tải trên 300,000 DWT. Hoạt động khai thác tàu dầu thô thường được chia làm 2 mùa: mùa thời tiết tốt (tháng 3 đến tháng 10)- PVT dùng 2 tàu phục vụ nhà máy Dung Quất và 1 tàu chạy định hạn quốc tế (Trung Đông, Úc), và mùa thời tiết xấu (tháng 11 đến tháng 3)- PVT dùng cả 3 tàu chạy tuyến nội địa.

- Nguồn cầu ổn định từ nhà máy lọc dầu Dung Quất.** PVT vận chuyển 100% nhu cầu dầu thô cho nhà máy lọc dầu Dung Quất trong đó khoảng 80% từ mỏ Bạch Hổ, tối đa khoảng 10-20% nhập khẩu từ nước ngoài (Azerbaijan). Vì vậy, việc Dung Quất hoạt động ổn định sẽ có ảnh hưởng lớn tới doanh thu vận tải dầu thô của PVT. Năm 2016, Dung Quất kế hoạch sản xuất 5.83 triệu tấn dầu sản phẩm, tương ứng với nhu cầu dầu thô khoảng 6.3 triệu tấn, giảm 1 triệu tấn so với năm 2015. Tuy nhiên chúng tôi cho rằng kế hoạch sản lượng này nhỏ hơn tiềm năng khai thác của Dung Quất do: (1) Tăng nhu cầu dầu thô đầu vào nhờ sản phẩm đầu ra của Dung Quất có thể được giảm thuế nhập khẩu từ 20% xuống còn 10%. (2) Giá dầu thô dự báo sẽ duy trì ở mức thấp sẽ thúc đẩy nhu cầu sử dụng dầu, khí đốt và tăng nhu cầu dự trữ. Xăng dầu tiêu thụ trong nước năm 2015 đạt khoảng 17-17,5 triệu m³/tấn các loại, tăng khoảng 12-15% so với năm 2014. Vì vậy chúng tôi dự đoán nhu cầu sử dụng dầu thô nguyên liệu tại Dung Quất năm 2016 ít nhất bằng công suất thiết kế của Dung Quất, ở mức 6.5 triệu tấn.
- Cầu từ Dung Quất (chưa mở rộng) giữ ổn định trong 5 năm tới** do (1) sản phẩm đầu ra và hoạt động của Dung Quất vẫn sẽ được nhà nước bảo hộ. (2) Tiềm năng thay thế dầu nhập khẩu khi sản phẩm dầu thành phẩm sản xuất trong nước mới chỉ đáp ứng 1/3 nhu cầu tiêu thụ nội địa. Tuy nhiên, chúng tôi cũng lưu ý việc sản phẩm đầu ra của Dung Quất có thể gặp phải cạnh tranh mạnh do một loạt các FTAs đi vào hiệu lực như FTA Việt Nam- Hàn Quốc, TPP: Thuế nhập khẩu xăng giảm xuống còn 10%, tùy từng loại mặt hàng.
- Giảm sản lượng khi Dung Quất đi vào sửa chữa định kỳ.** Theo thiết kế, Dung Quất cần dừng khoảng 2 tháng sửa chữa 3 năm một lần, lần gần đây nhất là tháng 4/2014. Vì vậy, đến khoảng tháng 4/2017, nguồn cầu từ Dung Quất sẽ bị gián đoạn: PVT phải cho thuê chuyển với các tàu dầu thô (hiệu quả thấp hơn so với thuê định hạn với PVN).
- Tiềm năng tăng trưởng dài hạn từ các NMLD mới** mà PVN tham gia góp vốn, đặc biệt là NMLD Nghi Sơn với công suất 10 triệu tấn/năm đã khởi công từ năm 2013, nguồn dầu thô nhập từ Kuwait. Để đảm bảo nhu cầu dầu thô cho NMLD Nghi Sơn, cần sử dụng 4 tàu VLCC, PVT dự kiến cung cấp 1 tàu VLCC cho dự án tương đương với khoảng 25% nhu cầu. Hiện tại, NMLD Nghi Sơn đã hoàn thành 83%, dự kiến đi vào vận hành thương mại tháng 7/2017.
- Cước vận chuyển ký định hạn,** điều chỉnh theo biến động nguyên liệu đầu vào (khoảng 40% là xăng dầu), chi phí cố định (chi phí đầu tư, khấu hao). Khi giá nhiên liệu biến động nhiều hơn một tỷ lệ thỏa thuận (khoảng 10-15%), giá cước vận chuyển sẽ được điều chỉnh. Vì vậy chúng tôi cho rằng có 2 yếu tố chính tác động tới giá cước

Tương quan giá dầu trong nước-Thế giới



Nguồn: Bloomberg, Hiệp hội xăng dầu.

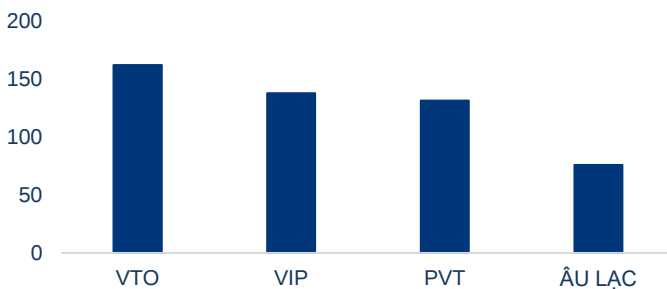
Vận tải dầu thành phẩm.

PVT sở hữu 7 tàu chở dầu thành phẩm, trong đó PVT duy trì 4 tàu phục vụ thị trường nội địa vận chuyển từ Dung Quất đi các kho chứa của PV Oil tại Hải Phòng, Vũng Tàu và miền Trung. Còn lại 3 tàu PVT cho thuê bareboat¹ (chỉ chịu chi phí khấu hao) tại thị trường Trung Đông.

Năm 2015, PVT thực hiện vận chuyển 1.45 triệu tấn dầu thành phẩm, chiếm khoảng 21.4% tổng sản lượng sản xuất của Dung Quất. Giống như vận tải dầu thô, mảng vận tải dầu thành phẩm của PVT chủ yếu có nguồn cầu từ NMLD Dung Quất (với các khách hàng chính: petrolimex, PV oil, Sài gòn petro), tuy nhiên thị phần bị chia nhỏ cho các đối thủ thuộc Petrolimex là VIP, VTO và các hãng tàu tư nhân như Âu Lạc.

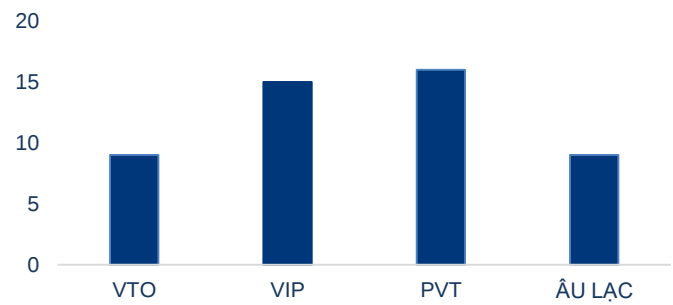
- **Nguồn cầu từ Dung Quất và Nghi Sơn.** Năm 2016, chúng tôi cho rằng PVT sẽ vận chuyển 21.4% tổng lượng dầu sản phẩm của Dung Quất (Dung Quất kế hoạch sản xuất 5.83 triệu tấn dầu thành phẩm). Từ năm 2017, khi NMLD Nghi Sơn đi vào sử dụng PVN dự báo vận chuyển khoảng 25% tổng sản lượng sản xuất của Nghi Sơn, tương ứng 2.3 triệu tấn, trong đó PVT đảm nhận khoảng 626,640 tấn.
- **Rủi ro chi phí sửa chữa định kỳ lớn** khi tuổi tàu trung bình của PVT cao so với các đối thủ chính như VIP hay VTO. Bên cạnh đó, so sánh về khả năng chuyên chở, PVT không giữ vị thế số một như với vận tải dầu thô: thị phần khai thác có thể bị cạnh tranh cao bởi các đối thủ như VIP, VTO với đội tàu mạnh, trẻ.

Năng lực đội tàu



Nguồn: PVT, BSC tổng hợp

Tuổi tàu trung bình



Nguồn: PVT, BSC tổng hợp

¹ PVT chỉ cung cấp tàu và thuyền viên, các chi phí nhiên liệu, cảng phí... do bên thuê chịu

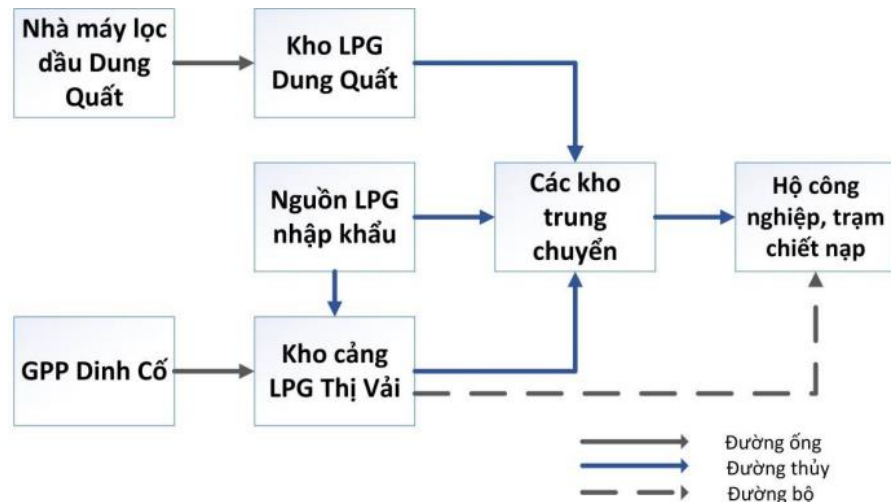
Vận tải khí LPG.

PVT thực hiện vận tải khí LPG qua công ty con GSP (PVT nắm 67.74%). Hiện tại, GSP đang khai thác 6 tàu chở khí với tuổi trung bình 22 tuổi, tổng trọng tải trên 19,000 DWT và nắm giữ 90% thị phần vận tải khí hóa lỏng LPG tại Việt Nam.

Tên tàu	Trọng tải	Tuổi tàu
Cửu Long Gas	3,500	19
Việt Gas	1,800	23
Sài Gòn Gas	3,500	19
Apollo Pacific	3,438	27
Aquamarine Gas	1,904	30
Oceanus 09	4,900	17

Nguồn: PVT

Hoạt động vận tải khí ở Việt Nam gồm vận tải qua đường ống từ bể khí về nhà máy xử lý khí, đường ống từ nhà máy xử lý đến hộ tiêu thụ công nghiệp. Việc vận chuyển từ nhà máy xử lý đến các kho chứa phần lớn vẫn sử dụng vận tải đường thủy.



Nguồn: BSC tổng hợp.

Tiềm năng tăng trưởng mảng vận tải khí LPG

- Tăng nhu cầu vận chuyển khí LPG trong tương lai nhờ:** (1) Giá dầu ở mức thấp thúc đẩy nhu cầu tiêu thụ các nguồn năng lượng sạch như khí hóa lỏng LPG². Theo Viện dầu khí Việt Nam, nhu cầu tiêu thụ khí LPG năm 2020 sẽ đạt 2.2 triệu tấn, tương đương với CAGR giai đoạn 2015-2020 đạt 8%. (2) Thực hiện vận chuyển toàn bộ khí LPG sản xuất và xuất nhập khẩu của PV Gas Trading trong cả năm 2016 thay vì chỉ thực hiện 6 tháng như trong năm 2015. 2 tháng/2016, Việt Nam nhập 225.5 nghìn tấn LPG (+56.63%yoy). (2) Đường ống Nam Côn Sơn II đi vào vận hành giúp sản lượng LPG của nhà máy lọc dầu Dinh Cố tăng 25%yoy lên mức 350,000 tấn/năm. (3) Đầu tư tăng công suất đội tàu đáp ứng tăng nhu cầu vận chuyển. Trong năm 2016 GSP kế hoạch đầu tư 291 tỷ đồng, trong đó đầu tư 140 tỷ (42 tỷ vốn chủ và 98 tỷ vốn vay) mua tàu LPG

² LPG gồm C3H8 và C4H10 được triết xuất từ dầu mỏ.

trọng tải dưới 4,000 DWT và 135 tỷ (40.6 tỷ vốn chủ và 95 tỷ vốn vay) mua 2 xà lan chở LPG trọng tải dưới 700 DWT.

Vận tải hàng rời.

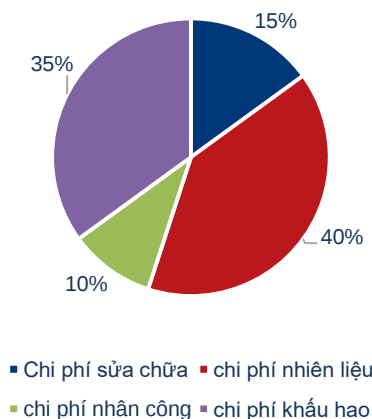
PVT chỉ mới tham gia vận tải hàng rời từ năm 2014, chủ yếu vận chuyển than cho nhà máy nhiệt điện Vũng Áng 1 với sản lượng 600,000 tấn/năm. Trong năm 2016, chúng tôi cho rằng các nhà máy nhiệt điện sẽ tăng công suất khai thác bù đắp lượng điện thiếu hụt từ thủy điện do hạn hán, kéo theo tăng nhu cầu vận tải than.

Doanh thu từ vận tải hàng rời có tiềm năng tăng trưởng nhờ: (1) Năm 2015, PVT ký hợp đồng vận chuyển 1 triệu tấn than với Vinacomin cho nhiệt điện Vũng Áng 1 (hợp đồng chuyển, giá cước biến động theo giá nhiên liệu). (2) Nhiệt điện Thái Bình 2 đi vào hoạt động quý 2/2016 với nhu cầu than 3 triệu tấn/năm. Đây là dự án do PVN làm chủ đầu tư nên chúng tôi cho rằng PVT sẽ đảm nhận phần lớn việc vận chuyển nguyên liệu cho nhà máy. (3) Từ năm 2017, với việc các nhà máy nhiệt điện lớn được xây dựng, nguồn cầu vận chuyển hàng rời cho PVT được đảm bảo và tăng mạnh.

Dự án	Công suất (MW)	Nhu cầu than (triệu tấn/năm)	Thời gian vận hành dự kiến
Vũng Áng 1	1,200	3.2	Q4/2014
Thái Bình 2	1,200	3	Q2/2016
Long Phú 1	1,200	3	2018
Sông Hậu 1	1,200	3	Q2/2019
Quảng Trạch 1	1,200	3	2020

Nguồn: BSC tổng hợp

Cơ cấu chi phí trên một tàu



Nguồn: PVT

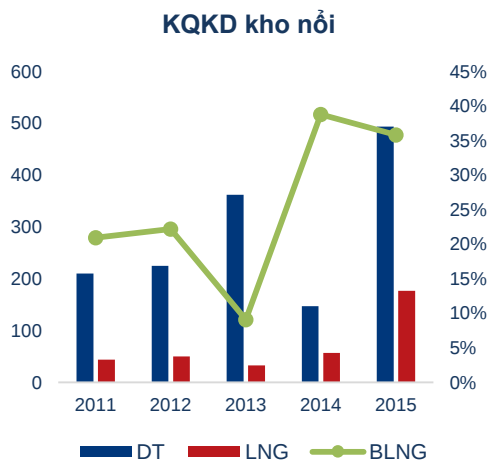
Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải khó duy trì cao như năm 2015.

Do đa số các tàu của PVT được ký hợp đồng định hạn với PVN, BLNG mảng vận tải được điều chỉnh theo biến động giá nhiên liệu đầu vào, đảm bảo lợi ích cho PVT. Động lực cải thiện BLNG chủ yếu dựa vào tăng sản lượng vận chuyển dầu thô, thành phẩm. Trong năm 2015, nhờ Dung Quất hoạt động vượt công suất thiết kế khoảng 10%, PVT tăng số chuyến vận tải dầu thô từ khoảng 70 chuyến lên 95 chuyến, giúp BLNG tăng đáng kể từ 17% lên 20%. **BLNG 2016 vận tải biển ước tính chỉ giao động trong khoảng 17-18%** do: (1) Dung Quất dự báo chỉ hoạt động tương đương công suất thiết kế, khoảng 6.5 triệu tấn dầu thô. (2) Tàu Hercules sửa chữa khoảng 20 ngày làm tăng chi phí sửa chữa tàu.

Dịch vụ FSO/FPSO.

FSO/FPSO là các kho chứa dầu trên biển, được đóng mới hoặc cải tiến thay đổi chức năng từ các tàu chở dầu cỡ lớn. Hiện nay các mỏ dầu đang khai thác ở Việt Nam chủ yếu sử dụng FSO/FPSO để chứa dầu khai thác từ giếng lên rồi vận chuyển về bờ bằng các tàu trung chuyển. Vì vậy, doanh thu mảng này phụ thuộc rất lớn vào kế hoạch khai thác dầu thô của các mỏ. Tại Việt Nam, chỉ có 3 đơn vị cung cấp dịch vụ này là PVS, Vietsopetro và PVT.

Hiện tại PVT đang khai thác FSO Đại Hùng Queen tại mỏ dầu Đại Hùng (công suất thiết kế 700,000 thùng/năm) và FPSO tại mỏ Chim Sáo (hoạt động 4/2015). FSO Đại Hùng Queen được đưa vào sử dụng từ 20/5/2015



Nguồn: PVT

thay thế cho FSO Kamari (chỉ hoạt động tháng 7,8 năm 2014) giúp doanh thu năm 2015 đạt 494 tỷ (tăng 3.4 lần so với 2014), LNG đạt 177 tỷ (tăng 3.1 lần).

Doanh thu 2016 dự báo chỉ tăng nhẹ so với 2015. Mặc dù FSO Đại Hùng Queen sẽ hoạt động cả năm 2016 thay vì 7 tháng như trong năm 2015, chúng tôi cho rằng doanh thu năm 2016 sẽ chỉ tăng nhẹ do: (1) Kế hoạch sản lượng khai thác của ngành dầu khí giảm khiến tỷ lệ uptime sẽ không còn được duy trì tốt như trong năm 2015. Năm 2016, ngành dầu khí đặt mục tiêu sản lượng dầu thô khai thác đạt 16,03 triệu tấn, giảm 8,8% so với ước thực hiện năm 2015. Khai thác khí ước đạt 9,61 tỷ m³, giảm 1,9% so với năm 2015. Xăng dầu các loại đạt 5,69 triệu, giảm 10,1% so với năm 2015. (2) Giá thuê không có biến động lớn so với năm 2015 do ký hợp đồng định hạn dài hạn với mỏ Đại Hùng, dao động quanh mức 50.000 USD/ngày.

BLNG có thể duy trì ở mức như trong năm 2015 mặc dù tỷ lệ uptime nhỏ hơn 100% (trong thời gian tàu không được thuê, PVT vẫn phải chịu chi phí khấu hao lớn). Nguyên nhân: (1) Mạng O&M (vận hành và bảo trì) với BLNG cao sẽ được duy trì hoạt động trong cả năm 2016 thay vì chỉ hoạt động hơn 8 tháng như trong năm 2015. (2) Tàu FSO Đại Hùng Queen hoạt động cả năm 2016.

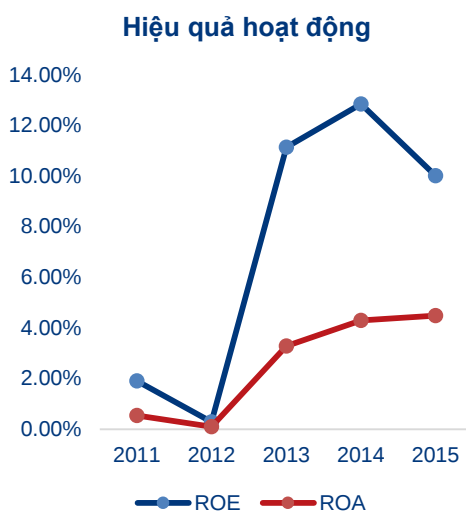
TÀI CHÍNH DOANH NGHIỆP

Các chỉ tiêu tài chính	2011	2012	2013	2014	2015
Hiệu quả hoạt động					
Doanh thu thuần (tỷ đ)	4,157	4,461	4,961	5,268	5,761
% tăng trưởng y-o-y		7%	11%	6%	9%
LN sau thuế (tỷ đ)	43	8	314	402	433
% tăng trưởng y-o-y		-82%	4039%	28%	8%
EPS cuối kỳ (đ/cp)	109	470	1,029	1,333	1,439
Lợi nhuận gộp biên	9%	10%	11%	10%	13%
ROS	1.04%	0.17%	6.32%	7.63%	7.51%
ROE	1.90%	0.29%	11.13%	12.84%	10.00%
ROA	0.54%	0.10%	3.29%	4.30%	4.48%
Chất lượng tài sản					
Giá trị sổ sách (đ/cp)	15,981	17,107	22,535	21,417	23,589
Tổng tài sản (tỷ đ)	8,029	7,932	9,548	9,350	9,656
Vốn chủ sở hữu (tỷ đ)	2,274	2,590	2,819	3,131	4,325
CPLH bình quân (Triệu cp)	233	233	233	256	256
Sức mạnh tài chính					
Vốn vay/VCSH	2.21	1.78	2.10	1.72	1.23
TS dài hạn/ Tổng TS	64%	59%	64%	65%	62%
Hệ số TT nhanh	1.87	1.97	1.83	2.07	1.62
Hệ số TT ngắn hạn	1.93	2.02	1.89	2.14	1.67
Năng lực HĐ					
Số ngày phải thu	129.88	153.91	48.94	44.76	53.85
Số ngày tồn kho	9.08	7.60	9.21	7.97	7.53
Số ngày phải trả	63.63	53.36	74.16	61.84	80.81

Nguồn: PVT, BSC tổng hợp.

Kết quả kinh doanh tăng trưởng cao, trái ngược với các cổ phiếu họ dầu khí như PVD, PVS. Năm 2015, PVT ghi nhận mức doanh thu tăng trưởng 9%, đạt 5,76 tỷ, LNST tăng 8% đạt 433 tỷ, trong khi đó PVD và PVS có mức doanh thu giảm lần lượt 26% và 33% so với năm 2014. Chúng tôi lưu ý, PVT là doanh nghiệp vận tải dầu, khí thuộc downstream trong chuỗi giá trị ngành dầu khí. Giá dầu giảm tăng nhu cầu tiêu thụ dầu của nền kinh tế, thay thế cho loại nguyên liệu hóa thạch khác như than đá từ đó tăng nhu cầu vận chuyển và giảm chi phí đầu vào cho đội tàu. Trong khi đó, giá dầu giảm sẽ tác động trực tiếp lên doanh thu của các doanh nghiệp khai thác dầu như PVD hay PVS.

Hệ số đòn bẩy cao giúp ROE tăng mạnh. Trong 3 năm gần đây, kết quả kinh doanh tăng trưởng khá ổn định, hệ số đòn bẩy cao đã giúp PVT tăng ROE và ROA lên đáng kể, từ dưới 1% lên mức trên 10%. Trong các năm tới, dựa trên dự báo hoạt động kinh doanh tăng trưởng khá, hệ số đòn bẩy duy trì ở mức 2.93x (năm 2016), ROE và ROA của PVT sẽ tiếp tục duy trì ở mức cao, khoảng trên 10%.



Nguồn: PVT

ROE Dupont

Tax burden	79%	83%	79%
Interest Burden	78%	84%	85%
EBIT margin	10%	11%	11%
Asset Turnover	52%	56%	60%
Leverage Ratio	3.39	2.99	2.84

Nguồn: BSC

Thanh khoản ở mức an toàn, luôn duy trì ở mức trên 1 trong giai đoạn nghiên cứu, thể hiện khả năng cao của PVT trong việc thanh toán các khoản nợ ngắn hạn tới hạn. Thêm vào đó, hệ số thanh toán lãi vay ở mức rất cao,

6.65x năm 2015. Với đặc thù ngành với tỷ trọng nợ vay lớn trong tổng nguồn vốn, đặc biệt là các khoản nợ dài hạn, hệ số thanh toán lãi vay cao thể hiện nền tảng tài chính khá ổn định của PVT.

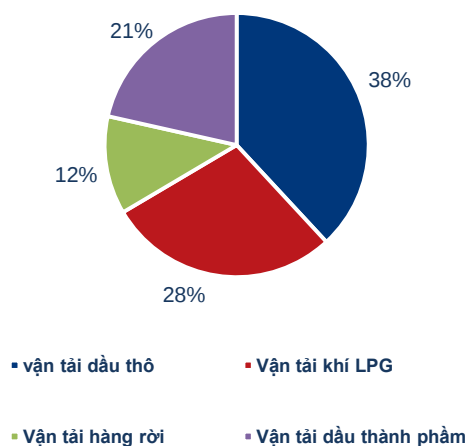
Rủi ro lỗ chênh lệch tỷ giá. Do đặc thù phải vay nợ ngoại tệ phục vụ việc mua tàu, PVT chịu ảnh hưởng lớn của các khoản lỗ chênh lệch tỷ giá (chưa thực hiện). Tính đến cuối năm 2015, dư nợ đô la Mỹ khoảng 109,839,802 USD. Như vậy nếu tỷ giá USD/VND tăng 1%, PVT có thể phải ghi nhận khoản lỗ tỷ giá chưa thực hiện khoảng 25 tỷ. Chúng tôi lưu ý, với kế hoạch đến năm 2020 đầu tư tổng số 33 tàu, dư nợ ngoại tệ sẽ tăng nhanh, tăng rủi ro về tỷ giá.

DỰ BÁO VÀ ĐỊNH GIÁ CỔ PHIẾU

Dự báo doanh thu 2016.

Tổng doanh thu năm 2016 đạt 6,357 tỷ (+10%yoy), trong đó doanh thu mảng dịch vụ vận tải dự báo đạt 3,174 tỷ (+14%yoy), mảng FSO/FPSO đạt 514 tỷ (+4%yoy), các mảng thương mại và dịch vụ khác chúng tôi dự báo tăng trưởng bằng với năm trước đó (đây là các mảng đóng góp tỷ trọng nhỏ trong tổng lợi nhuận gộp của PVT). Tới năm 2018, doanh thu của PVT dự báo tăng mạnh lên 8,526 tỷ, tăng 34% so với năm 2016 nhờ dự án NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động chính thức. Một cách thận trọng, các dự án NMLD hiện chưa đi vào xây dựng sẽ không được chúng tôi phản ánh trong mô hình định giá.

Cơ cấu doanh thu vận tải 2016



Dịch vụ vận tải. Trong năm 2016, chúng tôi cho rằng cơ cấu doanh thu mảng vận tải sẽ có sự thay đổi theo hướng giảm tỷ trọng mảng vận tải dầu thô xuống còn 38% đạt 1,209 tỷ do NMLD Dung Quất giảm sản lượng sản xuất, trong khi đó tỷ trọng mảng vận tải khí LPG dự báo tăng lên 28% đạt 901 tỷ nhờ các dự án khí mới và thực hiện vận chuyển cho PV Gas trading cả năm 2016 thay vì 5 tháng như năm 2015. Doanh thu mảng vận chuyển hàng rời tăng trưởng 129%yoy, chiếm 12% tổng doanh thu mảng vận tải, nhờ kí hợp đồng vận tải than cho Vinacomin và dự báo các nhà máy nhiệt điện tăng công suất để bù đắp lượng điện thiếu hụt cho thủy điện.

Trong dài hạn, chúng tôi cho rằng với lợi thế là đơn vị độc quyền vận tải dầu thô của Việt Nam, dự án Nghi Sơn đi vào hoạt động giữa năm 2017 sẽ tăng mạnh lượng cầu vận chuyển dầu thô cho PVT, giúp doanh thu mảng vận tải dầu thô dự báo đạt 1,820 tỷ, tăng 50.4% so với năm 2016 (chúng tôi thận trọng không phản ánh sản lượng dầu thô vận chuyển trong năm 2017 cho NMLD Nghi Sơn do nhà máy này trong giai đoạn chạy thử nghiệm)

Dịch vụ FSO/FPSO. Trong năm 2016, do ngành dầu khí đặt kế hoạch sản xuất giảm mạnh so với năm 2015, chúng tôi cho rằng tỷ lệ thuê tàu FSO Đại Hùng Queen và FPSO tại mỏ Chim Sáo sẽ không được giữ ở mức 100% cả năm 2016. Tuy nhiên, FSO Đại Hùng Queen sẽ hoạt động cả năm 2016 thay vì 7 tháng như trong 2015, cộng với mảng O&M, doanh thu từ mảng FSO/FPSO sẽ vẫn tăng trưởng khoảng 4%.

Biên lợi nhuận gộp

BLNG năm 2016 của PVT có thể tăng lên mức 10% so với mức 9% năm 2015 nhờ tăng trưởng mảng FSO với biên lợi nhuận cao (khoảng 36% năm 2015). Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dự báo giảm xuống còn khoảng 18%

do việc dự báo giảm số lượng chuyển vận tải dầu thô cho nhà máy Dung Quất và tăng tỷ trọng vận chuyển hàng rời (với BLNG thấp).

Định giá cổ phiếu.

Chúng tôi sử dụng phương pháp là dòng tiền FCFF để ước tính giá trị hợp lý trên cổ phiếu của PVT do: (1) Dòng tiền của PVT đều và ổn định qua các năm. (2) Vốn hóa lớn, vị thế đầu ngành của PVT phù hợp với giả định công ty sẽ hoạt động liên tục trong dài hạn của mô hình.

Phương pháp FCFF, 2 giai đoạn tăng trưởng- Giá kỳ vọng 16,190 đồng/Cp.

Giai đoạn 1 từ 2016-2020: Đây là giai đoạn nhiều NMLD do PVN góp vốn đi vào hoạt động và kỳ vọng mang lại lượng cầu vận chuyển lớn cho PVT. Chúng tôi dự báo, năm 2016 dòng tiền tự do đạt 549 tỷ do đầu tư mua tàu và tăng trưởng với CAGR bằng 8% đến năm 2020.

Giai đoạn 2 tăng trưởng dài hạn, dự báo với tốc độ 2%, beta trong giai đoạn này bằng 1 làm chi phí vốn giảm xuống còn 11.75%, WACC bằng 8.16%

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Lãi suất phi rủi ro	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%	6.30%
Phần bù rủi ro	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
Beta	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29	1.29
Chi phí vốn cổ phần	13.33%	13.33%	13.33%	13.33%	13.33%	13.33%
Chi phí nợ vay	3.00%	2.59%	2.57%	2.61%	2.59%	2.59%
Nợ vay/VCSH	37%	37%	35%	34%	35%	35%
Tax	21%	20%	20%	20%	20%	20%
WACC	11%	11%	12%	12%	12%	11%

Nguồn: BSC

Quan điểm đầu tư.

Chúng tôi khuyến nghị Mua với cổ phiếu PVT với giá mục tiêu 16,190 đồng/cp. Ngày 23/6/2016, PVT đang giao dịch tại mức giá 13,000 đồng/cp tương đương với mức upside 25%.

PVT là doanh nghiệp đầu ngành vận tải biển, với đội tàu hàng lỏng lớn nhất Việt Nam, có nền tảng kinh doanh bền vững nhờ ưu thế độc quyền vận tải dầu thô cho các nhà máy lọc dầu PVN đầu tư và góp vốn và hơn 90% thị phần phân phối khí LPG. Vì vậy, nguồn cầu cho đội tàu của PVT hoạt động luôn được đảm bảo, trái ngược với các doanh nghiệp vận tải hàng rời lớn khác như VOS (cầu vận chuyển phụ thuộc lớn vào nhu cầu từ Trung Quốc). Trong thời gian 5 năm tới, với nhiều dự án NMLD đi vào hoạt động, nguồn cầu cho PVT sẽ tăng lên mạnh, tạo động lực cho cổ phiếu PVT tăng giá trong tương lai.

Rủi ro đầu tư với PVT nhà đầu tư nên cân nhắc là biến động tỷ giá USD/VND. Tại ngày 31/12/2015, PVT có dư nợ ngoại tệ là 110 triệu USD. Vì vậy với 1% biến động tỷ giá USD/VND, PVT có thể phải ghi nhận khoản lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 25 tỷ. Với kế hoạch đầu tư 33 tàu tới năm 2020, dư nợ USD của PVT có thể tăng mạnh trong tương lai. Tuy nhiên chúng tôi cũng lưu ý, PVT ghi nhận doanh thu bằng USD từ mảng FSO/FPSO, tạo ra nguồn thu nhập ngoại tệ, giảm bớt rủi ro tỷ giá.

Hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị của chúng tôi dựa trên sự phát triển của thị trường và sự chênh lệch giữa giá hiện tại với giá mục tiêu 12 tháng bao gồm cả cổ tức qua các thời kỳ (trừ những trường hợp đặc biệt). Hệ thống khuyến nghị này được áp dụng kể từ ngày 01.01.2014.

Phương pháp định giá: Việc lựa chọn phương pháp định giá phụ thuộc vào từng ngành, từng doanh nghiệp và từng cổ phiếu. Mỗi báo cáo có thể dựa trên một phương pháp riêng lẻ hay tổng hợp của các phương pháp sau: 1) Phương pháp tương quan (P/E, P/B, EV/EBIT, EV/EBITDA); 2) Phương pháp chiết khấu (DCF, DVMA, DDM); 3) Phương pháp giá trị tài sản ròng (NAV, RNAV).

Hệ thống Khuyến nghị	Diễn giải
MUA MẠNH	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 20% trở lên
MUA	Nếu giá mục tiêu cao hơn giá thị trường từ 5% đến 20%
NẮM GIỮ	Nếu giá mục tiêu cao hơn hay thấp hơn giá thị trường không quá 5%
BÁN	Nếu giá mục tiêu thấp hơn giá thị trường ít nhất 5%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Khuyến nghị đầu tư và giá mục tiêu bị loại bỏ căn cứ theo chính sách của BSC khi BSC đóng vai trò tư vấn trong một hợp đồng sáp nhập hoặc trong một giao dịch chiến lược của doanh nghiệp đó, và trong trường hợp BSC không đủ dữ liệu để thực hiện định giá cổ phiếu.

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và Phát triển Việt Nam (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật

PHÒNG PHÂN TÍCH – CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN NHĐT&PTVN

Trưởng Phòng Tư vấn đầu tư

Lê Thị Hải Đường

Tel: 0439352722 (155)

Email: duonglh@bsc.com.vn

Trưởng Phòng Phân tích

Trần Thăng Long

Tel: 0439352722 (118)

Email: longtt@bsc.com.vn

THÔNG TIN LIÊN HỆ

BSC Trụ sở chính

Tầng 10, 11 – Tháp BIDV

35 Hàng Vôi – Hoàn Kiếm – Hà Nội

Tel: 84 4 39352722

Fax: 84 4 22200669

Website: www.bsc.com.vn

Chi nhánh BSC Hồ Chí Minh

Tầng 9 – 146 Nguyễn Công Trứ

Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh

Tel: 84 8 3 8218885

Fax: 84 8 3 8218510

Bản quyền của Công ty Cổ phần Chứng khoán Ngân hàng Đầu tư và phát triển Việt Nam (BSC), 2009.

Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chép hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.