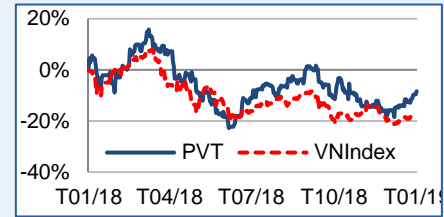


Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT) [MUA +37,9%]

Cập nhật

Ngành:	Dầu khí		2018	2019F	2020F	2021F
Ngày báo cáo:	11/02/2019	Tăng trưởng DT	22,6%	11,4%	4,9%	10,3%
Giá hiện tại:	17.400VND	Tăng trưởng EPS *	34,2%	7,0%	8,1%	19,5%
Giá mục tiêu:	23.000VND	Tăng trưởng EPS **	43,1%	-6,8%	7,9%	19,5%
Giá mục tiêu trước đây:	22.500VND	Biên LN ròng	8,5%	7,2%	7,4%	8,0%
TL tăng:	+32,2%	EV/EBITDA	4,4x	4,3x	3,9x	3,1x
Lợi suất cổ tức:	5,7%	P/E *	9,2x	8,6x	7,9x	6,6x
Tổng mức sinh lời:	+37,9%	P/E **	8,0x	8,6x	8,0x	6,7x
GT vốn hóa:	210,2tr USD		PVT	Peers***	VNI	
Room KN:	33,1tr USD	P/E (trượt)**	8,0x	8,7x	15,5x	
GTGD/ngày (30n):	200.000USD	P/B (hiện tại)	4,4x	6,0x	N/A	
Cổ phần Nhà nước:	51,0%	Nợ ròng/CSH	3,3%	61,5%	N/A	
SL cổ phiếu lưu hành	281,4 tr	ROE	16,0%	-30,4%	15,5%	
Pha loãng	281,4 tr	ROA	6,3%	-4,3%	2,5%	
PEG 2018-2021	0,7					



Tổng quan về Công ty

Là một thành viên của PetroVietnam, PVT là doanh nghiệp Việt Nam lớn nhất về mảng vận tải biển cho ngành dầu khí. PVT hiện sở hữu đội tàu chở dầu lớn nhất và vận chuyển toàn bộ dầu cho Nhà máy Dung Quất, 30% dầu thành phẩm, 90% LPG, 10% thị phần vận chuyển than và 10% thị phần kho nổi FSO.

* báo cáo, ** cốt lõi, *** bao gồm CT NN cùng ngành sử dụng hệ số TT điều chỉnh

Ngô Thùy Trâm
Chuyên viên Cao cấp

Đinh Thị Thùy Dương
Trưởng phòng Cao cấp

KQKD 2018 mạnh mẽ, triển vọng 2019 vững chắc và định giá hấp dẫn

- Chúng tôi giữ khuyến nghị MUA cho Tổng CTCP Vận tải Dầu khí trong khi nâng giá mục tiêu thêm 2,2% nhờ cập nhật mô hình định giá và điều chỉnh tăng lợi nhuận dự phóng trung bình 2019-2023 thêm 11% sau KQKD xuất sắc năm 2018.
- Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng EPS 7,0% năm 2019, đến từ gia tăng hiệu suất hoạt động tại nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (NSR), đóng góp từ 3 tàu LPG mới, tàu chở than mới được mua trong quý 3/2018 và 2 tàu chở dầu thô mới từ quý 2/2019.
- Chúng tôi dự phóng tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS cốt lõi 5 năm đạt 9,5% nhờ một hợp đồng thuê tàu Very-Large-Crude-Carrier (VLCC) dài hạn trong năm 2020, và hợp đồng vận tải than và LPG mới.
- PVT hiện đang giao dịch với EV/EBITDA 4,3 lần trong năm 2019 dựa theo dự báo của chúng tôi, thấp hơn 28,3% so với các công ty cùng ngành. Công ty có lượng tiền mặt tại quỹ lớn (2,8 nghìn tỷ đồng tính đến cuối năm 2018, tương ứng với 60% giá trị vốn hóa).
- Yếu tố hỗ trợ: hợp đồng vận tải dầu thô dài hạn cho NSR.
- Rủi ro: áp lực giá cước vận chuyển dầu thô cho nhà máy Bình Sơn trong dài hạn.

Chúng tôi dự báo hiệu suất hoạt động của Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ tăng từ 50% năm 2018 lên 80% năm 2019. Sản lượng xăng của Nghi Sơn năm 2018 đạt 4,5 triệu tấn, được sản xuất từ 5 triệu tấn dầu thô, nghĩa là hiệu suất hoạt động đạt 50%. Theo đó, PVT đã trúng thầu vận chuyển 6 đợt dầu thô trong tổng số 19 đợt cho Nghi Sơn. Chúng tôi tiếp tục giả định hiệu suất hoạt động của Nghi Sơn đạt 80%, đồng thời giả định PVT sẽ cho thuê một tàu VLCC để vận chuyển dầu thô cho Nghi Sơn trong năm 2019 trước khi mua lại một tàu nữa để đạt biên lợi nhuận cao hơn trong năm 2020. Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng từ hợp đồng với Nghi Sơn sẽ tăng gấp 3 lần trong giai đoạn 2019- 2023. Từ năm 2020 trở đi, khi Nghi Sơn hoạt động hết công suất, chúng tôi ước tính Nghi Sơn có thể chiếm khoảng 15% lợi nhuận ròng hàng năm của PVT.

Các tàu chở dầu thành phẩm và dầu thô mới sẽ thúc đẩy lợi nhuận 2019. Một số chuyên gia trong ngành cho biết giá tàu chở dầu thành phẩm và dầu thô đã giảm khoảng 30% năm 2018 và dự kiến sẽ phục hồi vào từ năm 2020 trở đi khi quy định mới của Tổ chức Hàng hải Quốc tế có hiệu lực. Năm bắt cơ hội này, PVT dự kiến sẽ mua thêm một tàu chở dầu thô vào đầu năm 2019 để thay thế tàu Athena đang sử dụng và một tàu chở dầu thành phẩm để vận chuyển các sản phẩm hóa dầu cho Nghi Sơn.

Nhu cầu vận chuyển LPG và than tăng đảm bảo tăng trưởng trong dài hạn. PVT hiện đang dự kiến đầu tư vào một tàu chở than trong năm 2019 để đáp ứng nhu cầu vận chuyển than ngày

càng tăng cho các nhà máy điện như Duyên Hải 1.3 và Vĩnh Tân. Ngoài ra, công ty dự kiến sẽ mua thêm 3 tàu chở LPG để vận chuyển lượng LPG ngày càng tăng từ Nhà máy chế biến khí Cà Mau và nhập khẩu. Với các tàu mới nói trên, chúng tôi dự báo lợi nhuận của mảng sẽ chiếm 8%-10% lợi nhuận công ty so với 3%-5% hiện nay.

Mảng FSO ổn định. Năm 2018, giá thuê ngày FSO Đại Hùng tăng 22% lên 56.000USD/ngày, khiến lợi nhuận gộp mảng FSO tăng 43,9%. Giả định giá dầu Brent ổn định trên 60USD/thùng hạn chế rủi ro điều chỉnh giảm giá thuê ngày nên chúng tôi dự báo mảng FSO sẽ tiếp tục là nguồn lợi nhuận ổn định với khoảng 24%-28% lợi nhuận gộp trong 5 năm tới.

Báo cáo Tài chính

QQLN (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F	BẢNG CĐKT (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Doanh thu	7.534	8.394	8.806	9.715	Tiền và tương đương	1.278	1.643	2.131	2.917
Giá vốn hàng bán	-6.479	-7.241	-7.527	-8.243	Đầu tư TC ngắn hạn	1.572	1.258	1.006	805
Lợi nhuận gộp	1.055	1.153	1.278	1.472	Các khoản phải thu	876	851	893	985
Chi phí bán hàng	-10	-11	-11	-12	Hàng tồn kho	147	135	140	154
Chi phí quản lí DN	-248	-260	-273	-291	TS ngắn hạn khác	401	441	485	533
LN thuần HĐKD	797	881	994	1.169	Tổng TS ngắn hạn	4.274	4.328	4.655	5.394
Doanh thu tài chính	223	209	216	227	TS dài hạn (gộp)	8.836	10.383	11.746	12.475
Chi phí tài chính	-178	-216	-242	-244	- Khấu hao lũy kế	-3.208	-3.907	-4.708	-5.600
Trong đó, chi phí lãi vay	-122	-145	-166	-170	TS dài hạn (ròng)	5.627	6.476	7.038	6.875
Lợi nhuận từ công ty LDLC	26	26	26	26	Đầu tư TC dài hạn	46	46	46	46
Lợi nhuận/(chi phí) khác	100	22	22	22	TS dài hạn khác	287	287	287	287
LNTT	968	923	1017	1201	Tổng TS dài hạn	5.960	6.809	7.371	7.208
Thuế TNDN	-198	-188	-207	-245	Tổng Tài sản	10.234	11.137	12.026	12.602
LNST trước CĐTS	771	735	809	956	Phải trả ngắn hạn	677	694	722	790
Lợi ích CĐ thiểu số	-127	-134	-161	-181	Nợ ngắn hạn	668	755	759	767
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	644	600	648	775	Nợ ngắn hạn khác	899	833	874	964
LN ròng sau CĐTS, cốt lõi	564	603	652	779	Tổng nợ ngắn hạn	2.243	2.283	2.354	2.522
EBITDA	1.409	1.580	1.795	2.061	Nợ dài hạn	2.318	2.706	2.967	2.843
EPS báo cáo, VND	2.168	2.021	2.182	2.608	Nợ dài hạn khác	538	538	538	538
EPS điều chỉnh ⁽¹⁾ , VND	1.898	2.031	2.195	2.623	Tổng nợ	5.099	5.527	5.859	5.903
EPS pha loãng, VND	1.898	2.031	2.195	2.623	Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
DPS, VND	1.000	1.000	1.000	1.000	Vốn cổ phần	2.814	2.814	2.814	2.814
DPS/EPS (%)	46,1%	49,5%	45,8%	38,3%	Thặng dư vốn CP	37	37	532	532
(1) Không tính lợi nhuận bất thường					Lợi nhuận giữ lại	1.202	1.521	1.888	2.381
TỶ LỆ	2018	2019F	2020F	2021F	Vốn khác	0	0	0	0
Tăng trưởng					Lợi ích CĐTS	1.119	1.274	1.465	1.503
Tăng trưởng doanh thu	22,6%	11,4%	4,9%	10,3%	Vốn chủ sở hữu	5.136	5.610	6.167	6.699
Tăng trưởng LN HĐKD	32,1%	10,6%	12,8%	17,6%	Tổng cộng nguồn vốn	10.234	11.136	12.026	12.602
Tăng trưởng LNTT	43,1%	-6,8%	7,9%	19,5%	CP lưu hành cuối năm (triệu)	281	281	281	281
Tăng trưởng EPS, điều chỉnh	34,2%	7,0%	8,1%	19,5%					
Khả năng sinh lời									
Biên LN gộp %	14,0%	13,7%	14,5%	15,2%	LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (triệu USD)	2018	2019F	2020F	2021F
Biên LN từ HĐ %	10,6%	10,5%	11,3%	12,0%	Tiền đầu năm	1.960	1.279	1.643	2.131
Biên EBITDA	18,7%	18,8%	20,4%	21,2%	Lợi nhuận sau thuế	644	600	648	775
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	8,5%	7,2%	7,4%	8,0%	Khấu hao	612	698	801	892
ROE %	16,7%	14,4%	14,3%	15,7%	Thay đổi vốn lưu động	-35	-51	-23	5
ROA %	6,6%	5,6%	5,6%	6,3%	Điều chỉnh khác	-531	0	0	0
					Tiền từ hoạt động KD	689	1.248	1.426	1.671
Chỉ số hiệu quả vận hành					Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-1.161	-1.547	-1.363	-728
Số ngày tồn kho	6,8	7,1	6,7	6,5	Đầu tư, ròng	119	469	442	240
Số ngày phải thu	35,9	37,6	36,1	35,3	Tiền từ HĐ đầu tư	-1.042	-1.078	-921	-488
Số ngày phải trả	38,3	34,6	34,3	33,5	Cổ tức đã trả	-310	-281	-281	-281
TG luân chuyển tiền	4,5	10,1	8,5	8,3	Tăng (giảm) vốn	49	0	0	0
					Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	164	388	261	-124
Thanh khoản					Tăng (giảm) nợ dài hạn	131	87	3	9
CS thanh toán hiện hành	1,9	1,9	2,0	2,1	Tiền từ các hoạt động TC khác	-361	0	0	0
CS thanh toán nhanh	1,8	1,8	1,9	2,1	Tiền từ hoạt động TC	-327	194	-17	-396
CS thanh toán tiền mặt	0,6	0,7	0,9	1,2	Tổng lưu chuyển tiền tệ	-681	364	488	786
Nợ/Tài sản	29,2%	31,1%	31,0%	28,6%	Tiền cuối năm	1.279	1.643	2.131	2.917
Nợ/Vốn sử dụng	36,8%	38,2%	37,7%	35,0%					
Nợ/Vốn CSH	3,4%	12,9%	12,5%	-2,2%					
Khả năng thanh toán lãi vay	6,6	6,1	6,0	6,9					

Nguồn: PVT, VCSC

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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương từ 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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 đồng (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đồng (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.

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.

CTCP Chứng khoán Bản Việt (VCSC)

www.vcsc.com.vn

Trụ sở chính

Bitexco, Lầu 15, Số 2 Hải Triều
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng giao dịch

Số 10 Nguyễn Huệ
Quận 1, TP, HCM
+84 28 3914 3588

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

+84 28 3914 3588

Ngân hàng và Chứng khoán

Ngô Hoàng Long, Phó Giám đốc, ext 123

- Điền Đức Minh Nghĩa, Chuyên viên, ext 138
- Tống Nguyễn Tiến Sơn, Chuyên viên, ext 116
- Đinh Phương Anh, Chuyên viên, ext 139

Hàng tiêu dùng và Dược phẩm

Đặng Văn Pháp, Phó Giám đốc, ext 143

- Nguyễn Thị Anh Đào, Trưởng phòng, ext 185
- Lê Trọng Nghĩa, Chuyên viên, ext 181

BDS và Vật liệu Xây dựng

Lưu Bích Hồng, Trưởng phòng cao cấp, ext 120

- Nguyễn Tuấn Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 174
- Nguyễn Thảo Vy, Chuyên viên cao cấp, ext 147

Khách hàng cá nhân

Vũ Minh Đức, Trưởng phòng cao cấp, ext 363

- Đào Danh Long Hà, Chuyên viên, ext 194
- Vương Thu Trà, Chuyên viên, ext 365
- Chu Lục Ninh, Chuyên viên, ext 129

Phòng Giao dịch chứng khoán khách hàng tổ chức

& Cá nhân nước ngoài

Nguyễn Quốc Dũng

+84 28 3914 3588, ext 136

dung.nguyen@vcsc.com.vn

Phòng Môi giới khách hàng trong nước

Hồ Chí Minh

Châu Thiên Trúc Quỳnh
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vcsc.com.vn

Chi nhánh Hà Nội

109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch

236 - 238 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp, HCM
+84 28 3914 3588

Alastair Macdonald, Giám đốc, ext 105

alastair.macdonald@vcsc.com.vn

Vĩ mô và Bảo hiểm

Cameron Joyce, Trưởng phòng, ext 163

Vĩ mô

- Hoàng Thúy Lương, Chuyên viên cao cấp, ext 364
- Trương Thanh Nguyên, Chuyên viên, ext 132

Dầu khí và Điện

Đinh Thị Thùy Dương, Trưởng phòng cao cấp, ext 140

- Ngô Thùy Trâm, Chuyên viên cao cấp, ext 135
- Nguyễn Đắc Phú Thành, Chuyên viên, ext 173
- Hoàng Hoài Nam, Chuyên viên, ext 196

Công nghiệp và Vận tải

Lucy Huynh, Trưởng phòng cao cấp, ext 130

- Phạm Hoàng Thiên Phú, Chuyên viên, ext 124
- Thái Nhựt Đăng, Chuyên viên, ext 149

Hà Nội

Nguyễn Huy Quang
+84 24 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.