

## TCT CP VẬN TẢI DẦU KHÍ (PVT-HSX)

### Cơ hội tăng trưởng đang rộng mở

PVT hiện là doanh nghiệp vận tải dầu khí đường biển hàng đầu ở Việt Nam. Năng lực đội tàu lớn và đa dạng cộng với vị thế là một đơn vị thành viên của PetroVietnam (PVN) giúp PVT hưởng lợi từ việc vận hành các dự án lọc hóa dầu mới và tăng trưởng về nhu cầu tiêu thụ xăng dầu và khí hóa lỏng tại Việt Nam. Bên cạnh đó, hợp đồng vận chuyển than cho các dự án nhiệt điện do PVN đầu tư cũng mở ra cơ hội tăng trưởng mới cho mảng kinh doanh vận tải của PVT.

Trong năm 2015 và 2016, KQKD của PVT được dự báo sẽ tăng trưởng khả quan nhờ vào: (1) việc NMLD Dung Quất hoạt động ổn định, (2) tàu FSO Đại Hùng Queen đi vào khai thác từ tháng 5/2015 và việc đảm trách 100% dịch vụ O&M cung cấp cho tàu FPSO tại Mỏ Chim Sáo, (3) sản lượng than vận chuyển cho NMNĐ Vũng Áng 1 tăng gấp đôi và (4) biên LNG mảng khai thác tàu được nói rộng do độ trễ giữa giá cước và giá nhiên liệu.

Sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF) và phương pháp so sánh (P/E và EV/EBITDA) chúng tôi xác định mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PVT là **15.900 đồng/cp**, cao hơn **42%** so với giá đóng cửa ngày 20/10/2015. Với mức giá này, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN** đối với cổ phiếu PVT. Trong ngắn và trung hạn, PVT sẽ phải đối mặt với hai rủi ro là (1) diễn biến của giá dầu có thể ảnh hưởng đến giá cước thuê tàu và biên LNG mảng vận tải, (2) lỗ CLTG chưa thực hiện từ việc đánh giá lại các khoản vay gốc ngoại tệ.

#### Luận điểm đầu tư:

- Năng lực vận chuyển và thị phần chi phối là lợi thế cạnh tranh của Công ty
- Đội tàu dầu thô và dầu sản phẩm và mảng vận tải LPG có nhiều thuận lợi để tăng trưởng trong năm 2015-2016
- Dịch vụ FSO/FPSO và vận chuyển than cho các nhà máy nhiệt điện là những mảng kinh doanh giàu tiềm năng
- Động lực tăng trưởng dài hạn tích cực nhờ các dự án lọc hóa dầu đang hình thành

#### Rủi ro:

- Giá dầu duy trì ở mức thấp kéo dài có thể tạo áp lực lên giá cước thuê tàu
- Rủi ro lỗ tỷ giá chưa thực hiện từ việc đánh giá lại các khoản vay gốc ngoại tệ

#### Chỉ tiêu tài chính cơ bản

Cuối năm-T12 / (tỷ đồng)	FY2013	FY2014	FY2015E	FY2016F
Doanh thu thuần	4.961,3	5.267,6	5.508,8	5.782,8
% tăng trưởng	11,2	6,2	4,6%	5,0%
LNST (Cty mẹ)	239,4	341,1	267,5	340,9
% tăng trưởng	119,0	42,5	-21,6%	27,5%
Tỷ suất LNST (%)	4,8	6,5	4,9%	5,9%
ROA (%)	2,7	3,6	2,9%	3,7%
ROE (%)	8,9	11,5	8,2%	9,7%
EPS (VND)	1.029	1.333	1.045	1.332
EPS đ/ chỉnh (VND)	858	1.212	1.045	1.332
Giá trị sổ sách (VND)	12.118	12.236	13.113	14.351
Cổ tức tiền mặt (VND)	-	-	-	-
P/E (x) (*)	10,7	10,5	10,0	7,9
P/BV (x) (*)	0,9	1,1	0,8	0,7

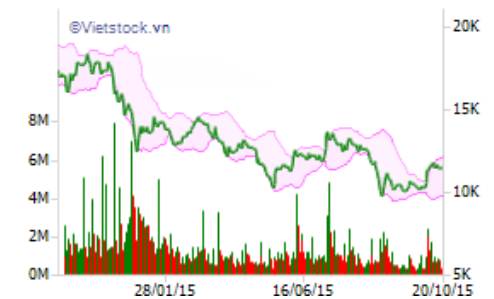
Nguồn: PVT, RongViet Research tổng hợp và ước tính, (\*) Tính theo giá cổ phiếu ngày 20/10/2015

## MUA

Giá thị trường (VND)	11.200
Giá mục tiêu (VND)	15.900

### Thời gian đầu tư

### DÀI HẠN



Nguồn: Vietstock

### Thông tin cổ phiếu

Ngành	Vận tải biển
Vốn hóa (tỷ đồng)	2.635,3
SLCPLH	255.857.524
Beta	1,2
Free Float (%)	36,5
Giá cao nhất 52 tuần	19.000
Giá thấp nhất 52 tuần	9.800
KLGD bình quân 20 phiên	462.500

### Tỷ suất sinh lời (%)

	3T	1N	3N
PVT	-19	-42	171
Vận tải biển	2	9	n/a
VN 30 Index	-11	-12	n/a
VN Index	-9	-8	45

### Cổ đông lớn (%)

PetroVietnam	51
NHTM CP Đại Chúng Việt Nam	6,6
ETF VNM	6
Giới hạn sở hữu NĐTNN	33,7

### Nguyễn Hải Hoàng

(084) 08- 6299 2006 – Ext 1319

hoang.nh@vdsc.com.vn

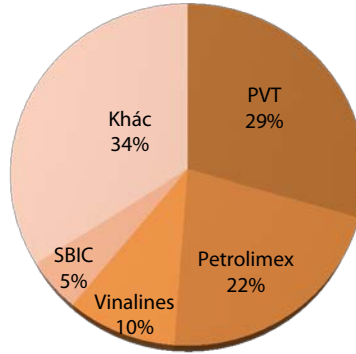


**LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ**

**Năng lực vận chuyển và thị phần chi phối ở hầu hết các phân khúc là lợi thế cạnh tranh của Công ty trong lĩnh vực vận tải dầu khí**

PVT hiện là doanh nghiệp chuyên chở dầu khí bằng đường biển lớn nhất Việt Nam, không chỉ về quy mô vốn mà còn về kinh nghiệm, thị phần và năng lực chuyên chở lớn ở tất cả các phân khúc sản phẩm.

**Đồ thị 01: Tỷ trọng năng lực đội tàu vận tải dầu khí ở Việt Nam**



*Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp*

**Vận tải dầu thô**

Ở Việt Nam, PVT hiện là doanh nghiệp duy nhất kinh doanh dịch vụ vận chuyển dầu thô. Đội tàu vận tải dầu thô của Công ty gồm 03 tàu Aframax với tổng năng lực gần 305.000 tấn. Hiện tại, PVT đang đảm trách vận chuyển toàn bộ lượng dầu thô đầu vào cho NMLD Dung Quất (công suất 6,5 triệu tấn/năm) từ mỏ Bạch Hổ. Suất đầu tư các tàu dầu thô khá lớn và quy định chỉ cho tàu treo cờ Việt Nam hoạt động trên tuyến nội địa là rào cản gia nhập ngành đối với mảng kinh doanh này đồng thời củng cố vị thế độc quyền của PVT. Hoạt động khai thác tàu dầu thô của PVT thường được chia làm hai mùa: mùa thời tiết tốt (tháng 3 đến tháng 10) – Công ty sẽ duy trì 2 tàu chạy phục vụ NMLD Dung Quất và một tàu chạy định hạn tuyến quốc tế (Trung Đông, Úc); và mùa thời tiết xấu (tháng 11 đến tháng 3 năm sau) – PVT sẽ điều động cả 3 tàu hoạt động nội địa.

<b>Bảng 01: Năng lực đội tàu dầu thô của Công ty</b>				
Tàu	Trọng tải (DWT)	Loại tàu	Năm đóng	Tuổi tàu
Hercules	96.174	Aframax	1995	20
PVT Athena	105.177	Aframax	2000	15
PVT Mercury	104.000	Aframax	2013	2
<b>Tổng</b>	<b>305.351</b>			

*Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp*

**Vận tải xăng dầu thành phẩm**

Trong mảng vận tải xăng dầu thành phẩm, đội tàu của PVT đang đứng thứ 3 ở Việt Nam về năng lực chuyên chở. Đội tàu của Công ty gồm 07 tàu với độ tuổi bình quân là 16 năm. Bên cạnh việc vận chuyển xăng dầu cho PV Oil, PVT cũng chủ động tối ưu hóa hiệu suất khai thác đội tàu bằng cách cho thuê định hạn 3-4 tàu (handysize) trên tuyến quốc tế ở Trung Đông. Mặc dù giá cước tàu dầu sản phẩm tuyến quốc tế không hấp dẫn, việc cho thuê ngoài này sẽ giúp PVT (1) giảm bớt rủi ro phụ thuộc vào các đơn hàng vận chuyển trong nước (2) nâng cao trình độ kĩ thuật trong hoạt động khai thác tàu theo chuẩn quốc tế.

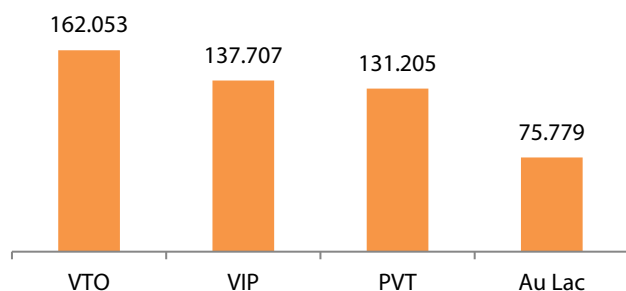
Do các đơn vị đầu mối bán lẻ xăng dầu lớn thường ưu tiên sử dụng dịch vụ vận tải của các đơn vị trong cùng hệ thống nên thị phần vận tải xăng dầu trong nước được phân chia khá rạch ròi và ít khi có sự cạnh tranh trực tiếp với các doanh nghiệp khác.

**Bảng 02: Năng lực đội tàu xăng dầu của Công ty**

Tàu	Trọng tải (DWT)	Năm đóng	Tuổi tàu
PVT Dragon	8.700	1996	19
PVT Dolphin	45.888	2004	11
PVT Eagle	33.425	1998	17
PVT Sea Lion	16.187	1995	20
Phương Đông Star	9.045	2007	8
PV Oil Jupiter	8.758	1996	19
PV Oil Venus	9.202	1997	18
<b>Tổng</b>	<b>131.205</b>		

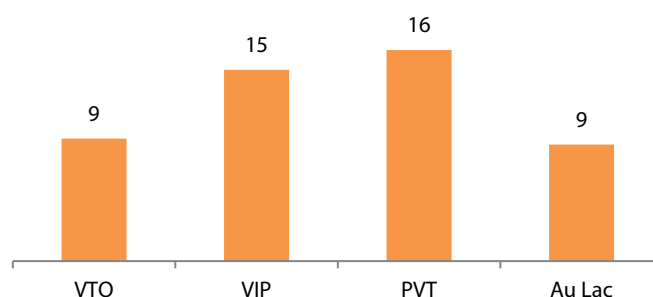
Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp

**Đồ thị 02: Tổng năng lực đội tàu dầu sản phẩm (DWT)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Đồ thị 03: Tuổi tàu dầu sản phẩm trung bình (năm)**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

### Vận tải khí hóa lỏng

Thông qua công ty con là CTCP Vận tải Sản Phẩm khí Quốc tế (GSP-HSX), PVT cũng đang tham gia tích cực vào lĩnh vực vận chuyển khí hóa lỏng (LPG) bằng tàu. GSP hiện đang khai thác 7 tàu LPG với tổng dung tích gần 20.000 m<sup>3</sup>. Với năng lực này, Công ty nắm giữ khoảng 90% thị phần vận tải LPG bằng đường biển ở thị trường Việt Nam. Trong khi đó, khả năng cạnh tranh, kinh nghiệm và năng lực tài chính của các đối thủ cùng ngành còn khá hạn chế. Theo ước tính của chúng tôi, tổng năng lực đội tàu của các doanh nghiệp trong cùng lĩnh vực ở Việt Nam chỉ bằng ~40% của GSP.

Một mặt, năng lực đội tàu lớn và đa dạng cho phép PVT tham gia vận chuyển nhiều loại sản phẩm dầu khí khác nhau. Mặt khác, là một đơn vị thành viên của PetroVietnam, PVT dễ dàng thâm nhập vào thị trường vận chuyển nguyên/nhiên liệu đầu vào và đầu ra cho các dự án của PVN hơn các công ty tư nhân. Bên cạnh đó, chính sách bảo hộ của Chính phủ Việt Nam giúp các doanh nghiệp vận tải dầu khí của Việt Nam nói chung và PVT nói riêng tránh được sự cạnh tranh với các đối thủ trong khu vực, ít nhất là trên các tuyến biển nội địa. Những yếu tố trên giúp PVT đảm bảo HĐKD vận tải dầu khí duy trì tính hiệu quả (kể cả trong giai đoạn khủng hoảng).

**Bảng 03: Năng lực đội tàu khí hóa lỏng của Công ty**

Tàu	Trọng tải (m3)	Năm đóng	Tuổi tàu
Cửu Long Gas	3.500	1996	19
Hồng Hà Gas	1.800	1993	22
Việt Gas	1.800	1992	23
Sài Gòn Gas	3.500	1996	19
Apollo Pacific	3.438	1988	27
Aquamarine Gas	1.904	1985	30
Oceanus 09	4.900	1998	17
<b>Tổng</b>	<b>20.842</b>		

Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp

### Việc NMLD Dung Quất tăng hiệu suất khai thác có thể đem lại tăng trưởng tích cực cho mảng vận tải dầu thô và xăng dầu thành phẩm trong năm 2015

Việc giá dầu thô rơi về mức thấp trong nhiều năm tạo điều kiện để NMLD Dung Quất tăng cường nhập khẩu dầu nguyên liệu và qua đó hỗ trợ tích cực cho **hoạt động khai thác tàu dầu thô** của PVT. Đồng thời, năm 2015, NMLD Dung Quất hoạt động liên tục và ổn định trong khi năm 2014 nhà máy dừng 2 tháng để bảo dưỡng. Trong 6 tháng đầu năm 2015, NMLD Dung Quất nhập tổng cộng 3,4 triệu tấn dầu thô (ước tính cả năm 2015 nhập khoảng 6,8 triệu tấn) so với 5,6 triệu tấn trong năm 2014. Hiệu suất khai thác của đội tàu dầu thô cũng tăng đáng kể từ trung bình 6 chuyến/tháng năm 2014 lên 8-9 chuyến/tháng.

**Bảng 04: Thông tin kỹ thuật của NMLD Dung Quất**

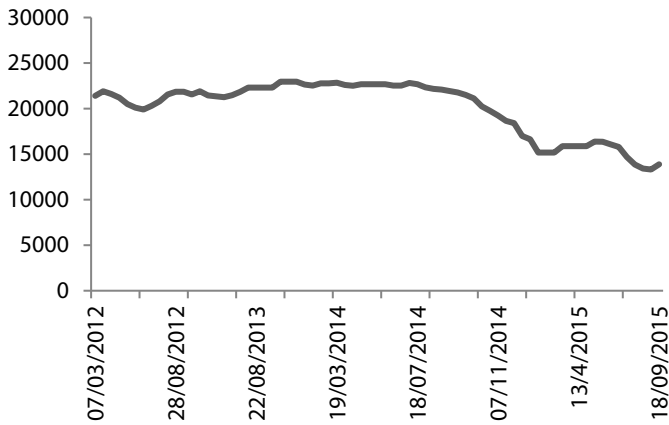
Công suất chế biến	6,5 triệu tấn dầu thô/ năm
Xăng (Ron 92, 95 A1)	2,08-2,9 triệu tấn/năm
Diesel	2,9-3,2 triệu tấn/năm
FO	60-100 nghìn tấn/năm
Polypropylene	130-150 nghìn tấn/năm
Propylene	130-150 nghìn tấn/năm
LPG	400-420 nghìn tấn/năm

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Đối với PVT, hiệu ứng từ việc nhà máy Dung Quất tăng sản lượng nhập khẩu dầu thô được nhân lên trong giai đoạn thời điểm giá xăng dầu và chi phí nhiên liệu giảm. Theo tìm hiểu của chúng tôi, chi phí nhiên liệu chiếm gần 40% tổng chi phí vận hành tàu và giá cước vận chuyển dầu thô cho NMLD Dung Quất sẽ được điều chỉnh linh hoạt với diễn biến giá nhiên liệu. Tuy nhiên, việc điều chỉnh giá cước luôn có độ trễ so với giá xăng dầu. Cụ thể, cước thuê tàu sẽ được đàm phán lại khi giá nhiên liệu trong nước ở đợt xem xét gần nhất tăng/giảm nhiều hơn một tỷ lệ thỏa thuận (10-15%). Trong khi đó, quan sát những lần điều chỉnh từ đầu năm đến nay, giá xăng dầu chỉ thay đổi trong khoảng 3-7% và dự báo sẽ biến động trong biên độ hẹp trong nửa sau năm 2015. Do đó biên LNG của hoạt động này trong năm 2015 sẽ cải thiện nhẹ so với năm 2014.

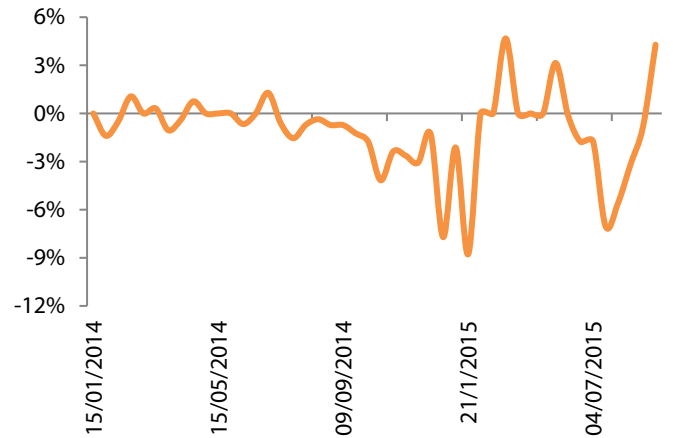


**Đồ thị 04: Diễn biến giá dầu Diesel giai đoạn vừa qua**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

**Đồ thị 05: Mức độ tăng/giảm giá dầu Diesel giai đoạn vừa qua**



Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Để đáp ứng nhu cầu nhập dầu tăng cao của Dung Quất, PVT đã điều động tàu dầu thô còn lại về hoạt động tại Việt Nam. Thực tế, riêng với mảng vận chuyển này, giá cước nội địa lại có phần tốt hơn giá cho thuê ngoài. Đây cũng là yếu tố giúp tăng hiệu quả kinh doanh của hoạt động này trong 8 tháng đầu năm nay. Theo kế hoạch, hai tàu Mercury và Athena sẽ tiến hành sửa chữa định kỳ trong các tháng cuối năm 2015 (~1 tháng/ tàu) và do đó KQKD 6 tháng cuối năm 2015 sẽ bị ảnh hưởng so với giai đoạn đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng KQKD của hoạt động này trong năm 2015 vẫn sẽ tăng trưởng khả quan so với năm 2014. **Tính chung cả năm, doanh thu của hoạt động khai thác tàu dầu thô vẫn có thể tăng trưởng khoảng 21% so với năm 2014, đạt 1.330 tỷ đồng; LNG mảng này cũng có thể đạt khoảng ~240 tỷ đồng trong năm nay.** Về dài hạn, triển vọng hoạt động vận tải dầu thô của PVT sẽ phụ thuộc vào sự hình thành của các dự án lọc dầu mới như NMLD Nghi Sơn (2017), Dung Quất mở rộng và NMLD Nam Vân Phong.

Khác với vận tải dầu thô, **phân khúc vận tải xăng dầu thành phẩm** còn có sự tham gia của nhiều đối thủ từ các công ty vốn nhà nước như Vitaco, Vipco hay Vinalines đến các đơn vị tư nhân quy mô nhỏ như Hải Âu, Âu Lạc. Công suất hiện tại của NMLD Dung Quất chỉ đáp ứng khoảng 1/3 nhu cầu nội địa hàng năm. VTO và VIP có lợi thế là Công ty con của Petrolimex, đơn vị đầu mối đang cung cấp gần 47% sản lượng xăng dầu tiêu thụ hàng năm ở Việt Nam (năm 2014 là 15,4 triệu tấn) và nắm giữ ~60% thị phần vận tải xăng dầu thành phẩm từ NMLD Dung Quất. Trong khi đó, PVT chủ yếu vận chuyển cho PV Oil từ Dung Quất với sản lượng hàng năm khoảng 2,5 triệu tấn, tương đương ~40% thị phần nội địa. So với các doanh nghiệp còn lại, PVT có ưu thế hơn khi sở hữu hơn 40% năng lực đội tàu có trọng tải nhỏ và vừa (< 16.000 DWT) giúp nâng hiệu quả khai thác với cự ly vận chuyển ngắn trong tương lai. **Doanh thu ước tính từ hoạt động vận tải xăng dầu năm 2015 sẽ đạt 621 tỷ đồng, tăng 28% so với năm 2014 xuất phát từ sản lượng vận tải nội địa tăng.**

#### **Khả năng tham gia vào các dự án lọc hóa dầu mới là nền tảng tăng trưởng trong dài hạn**

Theo dự báo của Hiệp hội xăng dầu Việt Nam, tổng sản lượng xăng dầu tiêu thụ nội địa trong năm 2015 sẽ tăng khoảng 6% so với năm 2014 lên 16,5 triệu tấn. Trên cơ sở đó, chúng tôi kỳ vọng tiêu thụ xăng dầu ở Việt Nam và Đông Nam Á sẽ gia tăng 3-4%/năm trong các năm tới, kéo theo nhu cầu vận tải dầu và khí cũng tăng lên. Năm 2017, việc vận hành thương mại của NMLD Nghi Sơn có thể sẽ tạo ra một sự thay đổi trong cơ cấu XNK xăng dầu ở Việt Nam với việc ưu tiên sử dụng xăng dầu sản xuất nội địa từ các NMLD mới. Tính đến tháng 08/2015, NMLD Nghi Sơn đã thi công đạt 45% kế hoạch nên dự án nhiều khả năng sẽ hoàn thành đúng tiến độ. Đây là dự án mang tính chiến lược trong kế hoạch phát triển của PVT trong dài hạn. Sau khi đi vào vận hành, PVT có thể đảm nhiệm vận tải khoảng 1/3 sản lượng dầu thô cho NMLD Nghi Sơn (~2-3 triệu tấn/năm).

Dài hạn hơn, việc mở rộng năng lực lọc hóa dầu ở Việt Nam hứa hẹn sẽ thúc đẩy mạnh mẽ nhu cầu vận tải dầu khí đường biển tại Việt Nam. Với lợi thế là Công ty con của PVN và quyết định gần đây của Thủ tướng Chính Phủ trong việc giữ nguyên mức sở hữu chi phối của PVN tại PVT là 51% (thay vì thoái xuống 36%) thể hiện sự cam kết trong dài hạn của PVN đối với triển vọng kinh doanh của PVT trong tương lai. Theo kế hoạch phát triển ngành dầu khí Việt Nam giai đoạn 2015-2025, tổng năng lực lọc hóa dầu của cả nước sẽ tăng từ 6,5 triệu tấn/năm lên hơn 48 triệu tấn/năm vào năm 2025 với 5 dự án đã được phê duyệt sau:

**Bảng 05: Các dự án lọc hóa dầu đã được phê duyệt quy hoạch**

Dự án	Công suất	Địa điểm	Xuất xứ dầu thô đầu vào	Thời gian vận hành dự kiến	Tổng vốn và đối tác đầu tư
NMLD Nghi Sơn	10 triệu tấn/năm	Nghi Sơn, Thanh Hóa	Trung Đông	7/2017	~9 tỷ USD, PVN góp 25,1%
NMLD Dung Quất mở rộng	10 triệu tấn/năm	Quảng Ngãi	Bạch Hổ	Trước 2020	~2 tỷ USD, PVN và liên doanh
NMLD Long Sơn	10 triệu tấn/năm	Vũng Tàu	Nhập khẩu	2020	7-8 tỷ USD, PVN và liên doanh
NMLD Vũng Rô	8 triệu tấn/năm	Phú Yên	Nhập khẩu	2017	3,2 tỷ USD, Technocrat Management
NMLD Nam Vân Phong	10 triệu tấn/năm	Khánh Hòa	Nhập khẩu	2020	4,8 tỷ USD, Petrolimex và liên doanh
<b>Tổng</b>	<b>48 triệu tấn/năm</b>				

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

Nhằm đón đầu sự tăng trưởng về nhu cầu vận chuyển nội địa, PVT lên kế hoạch đầu tư tổng cộng 03 tàu mới trong năm 2015 gồm 1 tàu hàng rời vận chuyển than (khoảng 30.000 DWT), 1 tàu LPG và 1 tàu chở dầu sản phẩm. Việc giá bán tàu trên thị trường quốc tế hiện tại là khá thấp sẽ giúp tăng hiệu quả đầu tư của các dự án cho Công ty. Tuy nhiên, do tín hiệu hồi phục của giá dầu chưa rõ nét trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi thiên về khả năng Công ty sẽ chỉ đầu tư 1 tàu hàng rời trong các tháng cuối năm 2015 phục vụ vận chuyển than cho nhà máy Nhiệt điện Vũng Áng 1. Năm 2016, có khả năng PVT sẽ đầu tư thêm một tàu vận tải LPG (dung tích ~7.000m<sup>3</sup>) và 1 tàu chở dầu sản phẩm (13.000 DWT), nâng tổng năng lực của đội tàu LPG và dầu sản phẩm lên lần lượt là 32% và 10% so với hiện tại. Năng lực tăng thêm hiện tại chủ yếu nhằm giảm mức thuê ngoài, do vậy, chúng tôi ước tính đến năm 2018, **doanh thu mảng vận tải dầu thành phẩm mới có thể tăng trưởng ~11%** khi NMLD Nghi Sơn chạy hết công suất.

Đối với kế hoạch tăng năng lực vận chuyển dầu thô trong dài hạn, PVT đang cân nhắc khả năng sẽ mua một tàu VLCC với vốn đầu tư ước tính khoảng 80-100 triệu USD để tham gia vận chuyển dầu thô nhập khẩu từ Trung Đông cho NMLD Nghi Sơn (công suất 10 triệu tấn/năm). Theo tìm hiểu của chúng tôi, dự án NMLD Nghi Sơn đang thực hiện với tiến độ khá sát với kế hoạch và khả năng cao sẽ kịp đưa vào vận hành vào Q3/2017; đồng thời, PVN, tập đoàn mẹ của PVT cũng tham gia góp ~25% vốn tại nhà máy này. Với 01 tàu dầu thô VLCC (~200.000DWT) được đầu tư thêm để phục vụ NMLD Nghi Sơn thì năng lực đội tàu dầu thô của PVT có thể tăng gần 65% so với hiện tại. Giá định nhà máy này chạy thử nghiệm từ nửa sau năm 2017 ở mức 50%-60% công suất thiết kế **thì Doanh thu vận tải dầu thô có thể tăng ~20% trong cả năm 2017**. Năm 2018, con số này có thể tiếp tục tăng khoảng ~44% khi nhà máy Nghi Sơn hoạt động đủ 12 tháng.

Về nguồn vốn đầu tư, Công ty có thể vẫn sẽ tiếp tục tài trợ kế hoạch mua sắm đội tàu theo phương thức 30% VCSH và 70% từ vốn vay. Cơ cấu đòn bẩy tài chính (D/A) của PVT nhiều năm qua luôn ổn định trong khoảng 41-45% và khá tương đồng với các DN vận tải biển nói chung và vận tải xăng dầu như VIP và VTO. Giá định PVT duy trì tỉ lệ đòn bẩy tài chính trên cùng với ước tính của chúng tôi về tốc độ tăng trưởng bình quân DTT và LNST của Công ty lần lượt là 6,4% và 4% giai đoạn 2015-2017 thì Công ty hoàn toàn đủ khả năng tài chính để tài trợ cho các kế hoạch đầu tư tài sản trên (kể cả siêu dự án tàu VLCC) và vẫn đảm bảo an toàn tài chính.



<b>Bảng 06: Kế hoạch phát triển đội tàu của PVT và đơn vị thành viên giai đoạn 2016-2020</b>			
Loại tàu	Trọng tải (DWT)	Số lượng	Tổng mức đầu tư (triệu USD)
Tàu dầu thô VLCC	200.000-250.000	2	160-200
Tàu dầu sản phẩm	13.000	1	15
Tàu hóa chất	< 10.000	2	18
Tàu LPG, LNG	4.000-50.000	6	109
Xà lan	500-700	4	10
Tàu hàng rời	2.000-80.000	18	194
<b>Tổng</b>		<b>33</b>	<b>506-546</b>

Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp

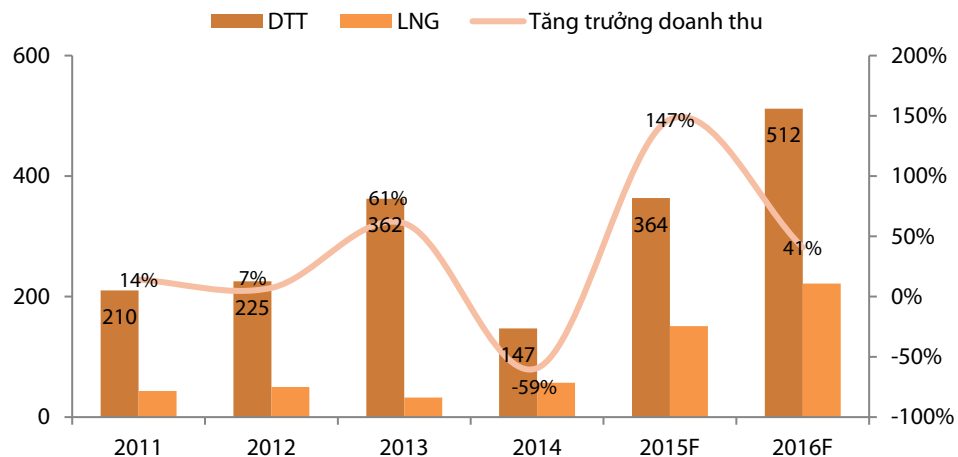
<b>Bảng 07: Ước tính nhu cầu vốn đầu tư hàng năm của PVT (tỷ đồng)</b>					
	2015	2016	2017	2018	2019
Tàu hàng rời	180			190	195
Tàu dầu SP		320			
Tàu dầu thô			1.800-2.000		
Tàu LPG		200			
Xà lan				120	120
<b>Tổng</b>	<b>180</b>	<b>520</b>	<b>1.800-2.000</b>	<b>310</b>	<b>315</b>

Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp

### Dịch vụ FSO/FSO có hiệu quả kinh doanh cao và sẽ trở thành động lực tăng trưởng LNST trong năm 2015 và 2016

Dịch vụ FSO/FSO và O&M cơ bản là hoạt động cho thuê, vận hành và bảo dưỡng kho chứa nổi tại các mỏ dầu ngoài khơi. Hiện tại, chỉ có 03 đơn vị cung cấp dịch vụ này tại Việt Nam bao gồm: Vietsopetro, Tổng CTCP Dịch Vụ Kỹ thuật dầu khí Việt Nam (HNX-PVS) và PVT. Do đều là liên doanh hoặc đơn vị thành viên của PetroVietnam nên thị phần hoạt động của từng đơn vị được phân bổ rạch ròi. Trong đó, hai Công ty có nhiều kinh nghiệm và năng lực kho chứa lớn là PVS và Vietsopetro sở hữu lần lượt là 60% và 30% thị phần. PVT, tham gia lĩnh vực này từ cuối năm 2009 với 1 kho chứa nổi. Tuy chiếm tỉ trọng khiêm tốn trong tổng doanh thu của PVT (~3%) nhưng hoạt động này lại đóng góp khá tốt vào LNG của Công ty (10%) và có tốc độ tăng trưởng doanh thu nhanh bình quân 25%/năm trong giai đoạn 2010-2013.

### Đồ thị 06: KQKD của mảng FSO/FSO (bao gồm O&M từ 2015) (tỷ đồng)



Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp



Sau khi thanh lý FSO Kamari vào tháng 08/2014, PVT đã đầu tư và đưa vào hoạt động FSO Đại Hùng Queen tại mỏ Đại Hùng vào tháng 5/2015. Nếu như các năm trước PVT cung cấp dịch vụ O&M cho tàu FPSO Lewis Emas tại mỏ Chim Sáo thông qua Công ty liên doanh PV Trans Emas thì năm nay Công ty đã nhận bàn giao và trực tiếp điều hành toàn bộ hoạt động trên tại mỏ này. Việc ghi nhận thêm doanh thu từ dịch vụ O&M sẽ giúp biên LNG của mảng này cải thiện đáng kể. Thực tế, mặc dù doanh thu của mảng hoạt động này 6 tháng đầu năm 2015 giảm 65% do FSO Đại Hùng Queen chỉ mới hoạt động được hơn 40 ngày, biên LNG đã tăng lên mức 36% từ mức 25,2% cùng kỳ năm ngoái. Chúng tôi cho rằng hoạt động này sẽ đóng góp mạnh vào KQKD của PVT trong 6 tháng cuối năm 2015 : (1) giá cước dịch vụ tàu FSO Đại Hùng Queen tốt hơn tàu FSO Kamari (2) việc ghi nhận thêm doanh thu O&M từ sẽ giúp biên LNG cải thiện mạnh. **Tính chung cả năm 2015, Doanh thu của mảng FSO/FPSO và O&M sẽ đạt khoảng 364 tỷ đồng và LNG đạt khoảng 151 tỷ đồng.**

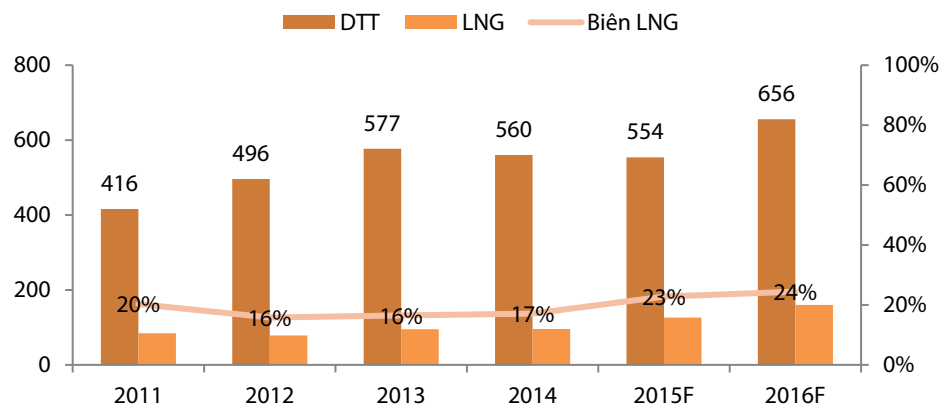
Đối với năm 2016, KQKD của mảng FSO/FPSO (bao gồm dịch vụ O&M) sẽ tăng tương mạnh so với năm 2015 do tàu FSO Đại Hùng Queen sẽ hoạt động suốt năm. Cụ thể, ước tính doanh thu thuần của hoạt động này (kể cả dịch vụ O&M) sẽ tăng khoảng 39% so với năm 2015. Với đặc tính ổn định cao và tính gắn kết lâu dài của tàu kho nổi với mỏ dầu khai thác, các hợp đồng này thường mang tính dài hạn với cước phí ít thay đổi. Do đó, doanh thu từ năm 2016 trở đi của mảng này có thể tăng hàng năm khoảng 2-3%.

**Biên lợi nhuận của mảng vận tải LPG sẽ cải thiện mạnh nhờ việc thay đổi chính sách phân bổ chi phí mới và hai tàu (Hong Hà, Việt Gas) hết khấu hao**

Cũng như trong mảng vận chuyển dầu thô, lợi thế là Công ty thành viên của PetroVietnam (PVN) giúp GSP được chỉ định là đầu mối vận chuyển LPG cho NMLD Dung Quất (300.000 tấn LPG/năm), NM Xử Lý Khí Dinh Cố (280.000 tấn LPG/năm) và những dự án lọc dầu mới hình thành trong tương lai. Năm 2015, hiệu suất khai thác đội tàu LPG dự kiến sẽ tăng khoảng 20% so với năm 2014 do NMLD Dung Quất sẽ hoạt động suốt năm. Đồng thời, nhiều khả năng Công ty sẽ tiếp tục điều chỉnh giảm giá cước cho khách hàng nếu giá dầu thô vẫn duy trì ở mức thấp. Tuy nhiên, chính sách phân bổ chi phí mới và việc hai tàu Hồng Hà và Việt Gas hết khấu hao dự kiến sẽ hạn chế tác động của việc giảm giá cước và giúp LNG của mảng vận tải LPG tăng lên 23% so với 17% năm 2014.

Doanh thu vận tải LPG được dự báo sẽ giảm nhẹ 1,1% so với năm ngoái, đạt 553,8 tỷ đồng trong năm 2015 do khả năng điều chỉnh giảm giá cước cho khách hàng khi giá dầu thô vẫn duy trì ở mức thấp. Về khả năng sinh lời, chính sách phân bổ chi phí mới và việc tiết kiệm được chi phí khấu hao cho hai tàu Hồng Hà và Việt Gas dự kiến sẽ giúp LNG của mảng vận tải năm 2015 đạt 126,2 tỷ đồng, tăng 32,6% so với cùng kỳ (Báo cáo phân tích GSP của RongViet Research ngày 11/05/2015).

**Đồ thị 07: KQKD của mảng vận tải LPG (tỷ đồng)**



Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp



Về dài hạn, Hiệp Hội Gas Việt Nam ước tính nhu cầu sử dụng năng lượng sạch (LPG) trong sinh hoạt và sản xuất sẽ tăng trưởng ~3-4%/năm (2015-2020). Trên cơ sở đó, chúng tôi khá lạc quan về nhu cầu vận tải LPG ở Việt Nam thời gian tới. Với vị thế đầu ngành của mình, PVT được kỳ vọng sẽ là một trong số ít đơn vị được hưởng lợi từ sự phát triển của lĩnh vực chuyên chở này.

Từ năm 2016 trở đi, yếu tố tăng trưởng của hoạt động này sẽ đến từ: (1) kế hoạch mở rộng đội tàu và (2) tiến độ thi công của các dự án lọc dầu mới. Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu vận tải LPG bằng tàu năm 2016 có thể tăng khoảng 18% so với năm 2015, đạt 656 tỷ đồng.

#### **Việc vận chuyển than cho các nhà máy nhiệt điện của PVN mở ra cơ hội cho mảng vận tải hàng rời**

Bên cạnh các mảng truyền thống, từ 2014, PVT đã đa dạng hóa sang một phân khúc khá tiềm năng là vận chuyển nguyên liệu than đầu vào cho các nhà máy nhiệt điện của PVN. Trong năm 2014, Công ty đã bắt đầu vận chuyển than cho NMNĐ Vũng Áng 1 (vận hành tháng 8/ 2014) từ nguồn nội địa với tổng cộng 10 chuyến và sản lượng là 500 nghìn tấn. Năm 2015, Công ty đã ký hợp đồng với Vinacomin để vận chuyển 1 triệu tấn trong tổng số 1,8 triệu tấn than cho nhà máy nhiệt điện này. Ngoài ra, do hợp đồng vận chuyển than ký với Vinacomin là theo chuyến nên giá cước từng chuyến sẽ phụ thuộc vào diễn biến giá nhiên liệu tại thời điểm đó.

Chúng tôi ước tính doanh thu từ vận chuyển than năm 2015 sẽ đạt khoảng 133 tỷ đồng (+78% yoy) và LNG của mảng ~9 tỷ đồng. Tuy tỉ trọng đóng góp khá khiêm tốn ~3% năm 2014, doanh thu mảng vận tải hàng rời kỳ vọng sẽ tăng trưởng mạnh trong các năm tới khi sản lượng than vận chuyển cho các nhà máy nhiệt điện tăng lên. Năm 2016, giả định NMNĐ Vũng Áng 1 chạy hết công suất và NMNĐ Thái Bình 2 đi vào vận hành (từ Q2/2016) dự kiến sẽ đẩy mạnh nhu cầu tiêu thụ và vận chuyển than lên 2 triệu tấn/năm tương ứng với doanh thu ước tính năm 2016 là 266 tỷ đồng (+100% yoy). Do đó, tỉ trọng đóng góp trong tổng doanh thu của mảng vận tải than ước tính sẽ tăng dần lên 4,6% (2015) và 8,2% (2016).

**Bảng 08: Các dự án nhiệt điện than đầu tư bởi PetroVietnam (PVN)**

Dự án	Công suất	Nhu cầu than	Nguồn than đầu vào	Thời gian vận hành dự kiến	Tổng vốn ĐT và chủ đầu tư
NMNĐ Vũng Áng 1	1.200 MW	~3,2 triệu tấn/ năm	Trong nước	Q4/2014	~1,2 tỷ USD - PVN
NMNĐ Thái Bình 2	1.200 MW	~ 3 triệu tấn/năm	Trong nước	Q2/2016 chạy thử Q4/2016 chạy chính thức	~1,7 tỷ USD -PVN
NMNĐ Long Phú 1	1.200 MW	~ 3 triệu tấn/năm	Nhập khẩu	2018	~1,2 tỷ USD - PVN
NMNĐ Sông Hậu 1	1.200 MW	~ 3 triệu tấn/năm	Nhập khẩu	Q2/2019 chạy thử Q4/2019 chạy chính thức	~2 tỷ USD - PVN
NMNĐ Quảng Trạch 1	1.200 MW	~ 3 triệu tấn/năm	Nhập khẩu	2020	~1,7 tỷ USD- PVN
<b>Tổng</b>		<b>~15,2 triệu tấn/năm</b>			

Nguồn: RongViet Research tổng hợp

#### **RỦI RO**

**Rủi ro giá dầu:** PVT, cung cấp dịch vụ vận tải dầu khí, tuy hưởng lợi từ chi phí nhiên liệu giảm sẽ đối mặt với áp lực điều chỉnh giá cước từ khách hàng nếu tình hình này kéo dài. Ngoài ra, hoạt động cho thuê kho nổi (FSO) và dịch vụ O&M có thể sẽ bị ảnh hưởng nếu hoạt động khai thác thăm dò dầu khí bị thu hẹp.

**Rủi ro chi phí tài chính:** Gần 40% tài sản được tài trợ bằng nợ vay, trong đó, nợ gốc ngoại tệ (chủ yếu USD) từ các dự án đầu tư tàu chiếm tỷ trọng gần 70% tổng dư nợ. Do là ngành đòi hỏi vốn đầu tư lớn, cấu trúc nợ (đặc biệt nợ ngoại tệ) của Công ty sẽ tăng cao khi PVT tiến hành các dự án đầu tư mua sắm trong tương lai. Vì vậy, gánh nặng chi phí lãi vay và rủi ro lỗ chênh lệch tỷ giá (chưa thực hiện) nếu VND phá giá so với USD trong tương lai sẽ tác động đến tiêu cực lên KQKD của Công ty.

## QUAN ĐIỂM

PVT là doanh nghiệp đầu ngành trong lĩnh vực vận tải dầu khí đường biển ở Việt Nam. Là một đơn vị thành viên của PetroVietnam, PVT đang sở hữu đội tàu hàng lỏng lớn nhất trong nước và là đơn vị duy nhất cung cấp dịch vụ vận tải dầu thô ở Việt Nam. Với gần 90% thị phần, Công ty gần như chiếm lĩnh thị trường vận tải LPG bằng tàu nội địa. Riêng mảng cho thuê kho nổi (FSO) và cung cấp dịch vụ O&M tuy chiếm tỉ trọng nhỏ nhưng đang tăng trưởng nhanh về doanh thu cũng như đóng góp lớn vào LNG của PVT.

Năng lực chuyên chở lớn và đang tiếp tục được đầu tư mở rộng sẽ giúp PVT hưởng lợi từ việc NMLD Dung Quất gia tăng công suất và các dự án lọc hóa dầu mới ở Việt Nam như Nghi Sơn (2017) đi vào hoạt động. Bên cạnh khả năng tham gia vận chuyển than cho các dự án nhiệt điện như Vũng Áng 1, Thái Bình, Long Phú..., sự tăng trưởng nhu cầu tiêu thụ các sản phẩm xăng dầu và khí hóa lỏng trong nước sẽ cho phép PVT đảm bảo nguồn hàng vận chuyển ổn định và tối ưu hóa hiệu suất khai thác cho đội tàu trong các năm tới.

### **Trong năm 2015, chúng tôi kì vọng KQKD của PVT sẽ tăng trưởng khả quan nhờ vào:**

- (1) Hoạt động ổn định của NMLD Dung Quất (2014: dừng bảo trì ~2 tháng) giúp sản lượng chuyên chở đội tàu tăng
- (2) Tàu FSO Địa Hùng Queen đi vào khai thác vào tháng 5/2015 và việc đảm trách 100% dịch vụ O&M cung cấp cho tàu FPSO Lewas Emas (thay vì qua liên doanh) sẽ đóng góp tích cực vào KQKD của Công ty 6 tháng cuối năm
- (3) Năm 2015, sản lượng than vận chuyển cho NMNĐ Vũng Áng 1 tăng gấp đôi lên 1 triệu tấn và
- (4) Biên LNG mảng khai thác tàu được nới rộng do độ trễ giữa giá cước tàu và giá nhiên liệu.

Tuy nhiên, trong ngắn và trung hạn, KQKD của PVT sẽ phải đối mặt với hai rủi ro chính: (1) giá dầu phục hồi chậm tác động đến khả năng mở rộng hoạt động khai thác dầu khí và có thể gây ra áp lực giảm giá cước thuê tàu từ khách hàng đối với Công ty, (2) rủi ro phá giá của VND so với USD có thể dẫn đến khoản lỗ CLTG (chưa thực hiện) do đánh giá lại các khoản vay gốc ngoại tệ. Với các phân tích trên, chúng tôi cho rằng mức giá hợp lý đối với cổ phiếu PVT là **15.900 đồng/cp**, cao hơn **42%** so với giá đóng cửa ngày 20/10/2015. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu PVT.



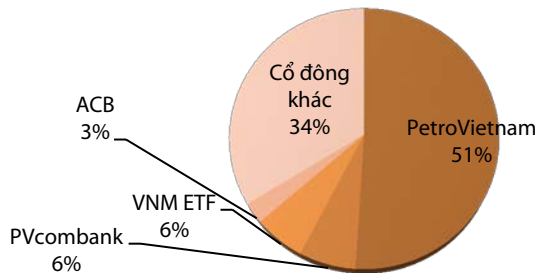
## TỔNG QUAN CÔNG TY

### Quá trình phát triển, cơ cấu cổ đông và đơn vị thành viên

Tổng Công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí (HSX-PVT) là đơn vị thành viên của Tập đoàn dầu khí Quốc gia Việt Nam (PetroVietnam). PVT được thành lập vào năm 2002 và cổ phần hóa vào năm 2007. Sự hình thành và phát triển của PVT mang tính chiến lược đối với ngành Dầu khí Việt Nam nhằm giảm sự lệ thuộc vào dịch vụ vận tải dầu khí từ nước ngoài và đảm bảo an ninh năng lượng.

Cơ cấu sở hữu của PVT bao gồm cổ đông chi phối PetroVietnam, các định chế tài chính và cổ đông khác. Tỷ lệ free-float của cổ phiếu PVT tại 30/6/2015 khoảng 36,5%. PVT là cổ phiếu có thanh khoản lớn (trung bình hơn 500 nghìn cổ phiếu/phần), beta cao và nằm trong rổ danh mục của ETF Vietnam Market Vector. Thanh khoản tốt và sự hiện diện trong danh mục của ETF là yếu tố làm tăng tính hấp dẫn của cổ phiếu PVT đối với nhà đầu tư nước ngoài. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc diễn biến giá cổ phiếu PVT sẽ chịu tác động mạnh không những bởi các yếu tố nội tại mà còn từ những biến động trên thị trường.

#### Đồ thị 08: Cơ cấu cổ đông của PVT (30/6/2015)



Nguồn: PVT

Đến 30/06/2015, PVT có tổng cộng 09 đơn vị thành viên hạch toán phụ thuộc và 02 Công ty liên doanh liên kết. Trong đó, CTCP Sản phẩm khí Quốc tế (HSX-GSP) và CTCP Dịch vụ Vận tải Dầu khí Cửu Long (HSX-PCT) đã được niêm yết trên sàn chứng khoán. Không như những đơn vị đầu tư dàn trải cho các hoạt động ngoài ngành như Vipco và Vinalines, các công ty thành viên của PVT hoạt động chủ yếu trong lĩnh vực vận tải dầu khí đường biển và cung cấp các dịch vụ hàng hải liên quan. Việc chuyên môn hóa và để cho các công ty thành viên tự chủ về hoạt động giúp PVT phân bổ và sử dụng nguồn lực hiệu quả hơn cho các mảng kinh doanh cốt lõi.

**Bảng 09: Danh sách các công ty con và liên doanh liên kết (LDLK) của PVT**

Công ty con của PVT		Tỷ lệ sở hữu (%)	Tỷ lệ biểu quyết (%)
1	CTCP Vận tải Dầu khí Vũng Tàu	99,85	99,85
2	CTCP Vận tải Dầu khí Hà Nội	99,72	99,72
3	CTCP Vận tải Xăng dầu Phương Nam	69,63	69,63
4	CTCP Vận tải Dầu khí Thái Bình Dương	64,92	64,92
5	CTCP Sản phẩm khí Quốc tế (HSX-GSP)	67,74	67,74
6	CTCP Vận tải Dầu khí Đông Dương	38,67	73
7	CTCP Dịch vụ Vận tải Dầu khí Cửu Long (HSX-PCT)	22,63	60
8	CTCP Vận tải dầu Phương Đông Việt	67,99	62,30
9	CTCP Vận tải Dầu khí Quảng Ngãi	97,44	97,44
Công ty liên doanh, liên kết		VĐL (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu (%)
1	Công ty TNHH PVTrans Emas	2,05	50%
2	CTCP Dịch vụ khai thác dầu khí PTSC	200	49%

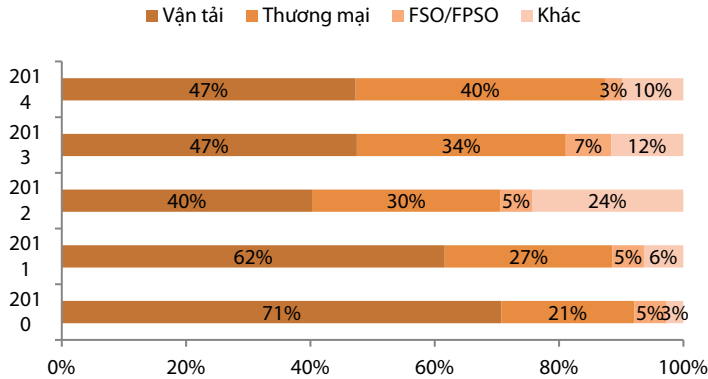
Nguồn: PVT



**Các mảng hoạt động kinh doanh**

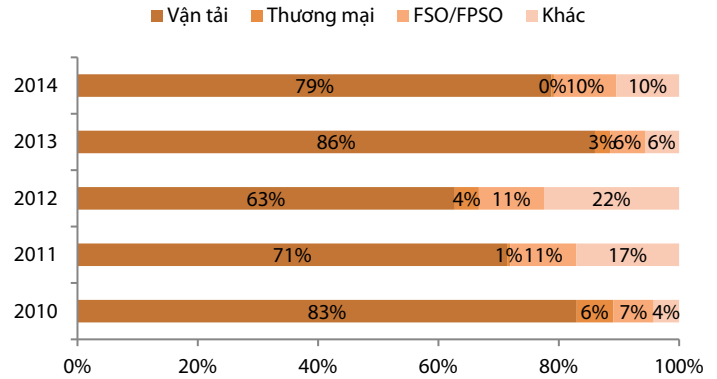
Hoạt động kinh doanh của PVT có thể phân thành 4 mảng chính bao gồm : (1) dịch vụ vận tải (dầu thô, sản phẩm dầu khí, vận chuyển hàng rời và vận tải bộ), (2) dịch vụ kho nổi FSO/FPSO bao gồm cho thuê và cung ứng dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (O&M) các kho chứa nổi, (3) thương mại (chủ yếu kinh doanh sản phẩm dầu khí) và (4) hoạt động khác (thủ tục hải quan, môi giới hàng hải, cung ứng vật tư và sửa chữa phương tiện vận tải).

**Đồ thị 09: Cơ cấu doanh thu của PVT**



Nguồn: PVT

**Đồ thị 10: Cơ cấu LNG của PVT**



Nguồn: PVT

Lĩnh vực vận tải là hoạt động chủ lực đóng góp quan trọng vào KQKD của PVT các năm qua. Hoạt động vận tải dầu khí chịu tác động chung từ suy thoái kinh tế toàn cầu đỉnh điểm giai đoạn 2011- 2012 (giá cước nội địa và quốc tế sụt giảm mạnh), tuy vậy PVT vẫn duy trì KQKD khả quan trong điều kiện hàng loạt doanh nghiệp vận tải biển Việt Nam (đặc biệt tàu hàng rời, hàng khô) thua lỗ nặng. Sự khác nhau về nguồn hàng vận chuyển là sản phẩm xăng dầu với nhu cầu ổn định thay vì nguyên vật liệu (xi măng, sắt thép,...) giúp PVT và các doanh nghiệp vận tải xăng dầu khác duy trì nguồn hàng vận chuyển và giảm thời gian tàu nằm chờ trong giai đoạn khó khăn.

Ngoài ra, hoạt động FSO/FPSO (bắt đầu từ 2009) lại nổi lên với tốc độ tăng trưởng doanh thu rất tích cực, trung bình 25% năm giai đoạn 2010-2013. Tuy chỉ chiếm khoảng 5-7% trong tổng doanh thu nhưng do đây là hoạt động thượng nguồn với đặc tính kỹ thuật cao nên dịch vụ này có biên lợi nhuận khá tốt so với lĩnh vực vận tải. Năm 2014, Công ty thanh lý tàu FSO Kamari sau khi mở Đại Hùng đi vào bảo trì từ 8/2014 khiến doanh thu FSO/FPSO giảm ~ 60% so với 2013. Năm 2015, Công ty đã hoàn thành dự án đầu tư tàu FSO Đại Hùng Queen và đưa vào khai thác từ giữa 05/2015.



**PHÂN TÍCH TÀI CHÍNH**

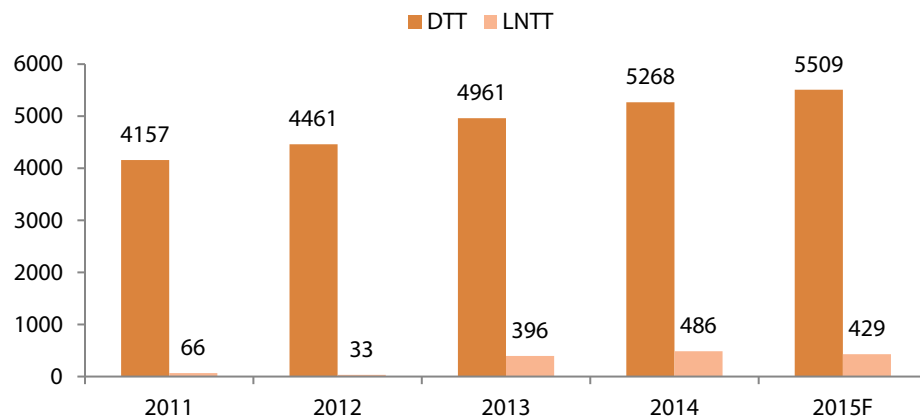
**KQKD bắt đầu tăng trưởng ổn định sau giai đoạn biến động từ 2011 đến 2013**

Mặc dù chịu ảnh hưởng từ suy thoái toàn cầu, HĐKD của PVT vẫn đạt được kết quả khả quan với doanh thu thuần tăng trung bình 10%/năm giai đoạn 2011 và 2014. Trong năm 2012 và năm 2014, NMLD Dung Quất tạm dừng bảo trì khiến tốc độ tăng trưởng doanh thu của Công ty chậm lại (<10%).

Trong khi đó, LNTT của Công ty lại chứng kiến sự trôi sụt mạnh trong giai đoạn 2011-2013. Trong năm 2012, Công ty hạch toán hết các khoản lỗ tỷ giá gần 370 tỷ tích lũy từ các năm trước và ghi nhận lợi nhuận thanh lý tàu Poisedon (150 tỷ) khiến LNTT giảm gần 50% xuống 33,2 tỷ (2012) từ 65,6 tỷ (2011). KQKD của Công ty bắt đầu ổn định hơn từ năm 2013 khi tỷ giá VND/USD không có nhiều biến động lớn. Năm 2014, Công ty bán tàu FSO Kamari thu về lợi nhuận khoảng 85 tỷ đồng. Nếu loại trừ lợi nhuận từ thanh lý tàu thì LNTT của Công ty cả năm 2014 vẫn tăng trưởng nhẹ (~2%) so với năm 2013.

Năm 2015, việc NMLD Dung Quất hoạt động đủ 12 tháng cộng với đóng góp từ hoạt động O&M có phần tích cực hơn dự báo sẽ giúp Doanh thu của PVT tiếp tục tăng trưởng 4,6% và LNG khoảng 31%, đạt lần lượt 5.509 tỷ đồng và 716 tỷ đồng. Tuy nhiên, việc phá giá của VND so với USD dự báo sẽ tác động trọng yếu lên lợi nhuận ròng của Doanh nghiệp.

**Đồ thị 11: Tổng doanh thu và LNTT của PVT giai đoạn 2011-2015**



Nguồn: PVT và RongViet Research ước tính

**Gánh nặng chi phí lãi vay và rủi ro lỗ chênh lệch tỷ giá (CLTG) tiềm tàng từ cấu trúc nợ gốc ngoại tệ lớn**

Với đặc thù ngành đòi hỏi vốn đầu tư lớn để mua sắm tàu, KQKD của các doanh nghiệp vận tải biển nói chung và PVT nói riêng luôn phải đối mặt với chi phí lãi vay cao và rủi ro lỗ CLTG từ việc đánh giá lại các khoản vay ngoại tệ lớn. Đối với PVT, tỷ lệ đòn bẩy Nợ/TTT của Công ty có xu hướng giảm dần qua các năm, từ 54% năm 2011 xuống còn 42% cuối năm 2014. Tại 31/12/2014, số dư nợ vay của Công ty là 3.867 tỉ đồng, trong đó hơn 80% là nợ dài hạn tài trợ đầu tư tàu. Ngoài ra, Công ty cũng có một số khoản vay đầu tư tàu từ PVN với lãi suất 0% và các khoản vay ngoại tệ với lãi suất thấp (trung bình 4%) đã giúp PVT chịu chi phí vốn tương đối nhẹ hơn (trung bình 4%) so với các đối thủ cùng ngành ~ 7-8%.

Từ 2010 đến 2014, PVT bình quân vốn hóa khoảng 50-60 tỷ đồng chi phí lãi vay mỗi năm cho dự án FSO Đại Hùng Queen. Do vậy, sau khi dự án này đi vào hoạt động vào tháng 5/2015, **chi phí lãi vay từ khoản nợ tài trợ dự án này ước tính làm tăng chi phí lãi vay năm 2015 khoảng 2,4% so với năm 2014**. Căn cứ vào kế hoạch đầu tư (Bảng 06 & 07) và khả năng trả nợ hàng năm của PVT, chúng tôi ước tính số dư nợ vay của Công ty sẽ giảm xuống thấp nhất ~ 3.248 tỷ đồng vào cuối năm 2016. Tuy nhiên, từ nửa sau năm 2017, tổng dư nợ vay của Công ty dự kiến sẽ tăng mạnh khi Công ty phải tài trợ cùng một lúc nhiều dự án mua sắm tàu với giá trị lớn khi NMLD Nghi Sơn đi vào hoạt động (trong đó khoản nợ vay mua tàu



VLCC chiếm tỉ trọng lớn nhất). Điều này cũng đồng nghĩa với gánh nặng chi phí lãi vay sẽ trở nên nặng hơn giai đoạn 2017 trở đi.

<b>Bảng 10: Tổng dư nợ vay và chi phí lãi vay ước tính hàng năm (triệu đồng)</b>							
	2013	2014	2015F	2016F	2017F	2018F	2019F
<b>Tổng dư nợ</b>	4.303.367	3.867.673	3.405.985	3.251.533	4.017.191	3.733.853	3.365.807
<b>Chi phí lãi vay</b>	114.121	94.650	96.893	149.731	163.448	193.675	177.389

Nguồn: RongViet Research ước tính

Trong khi các khoản lỗ tỷ giá đã thực hiện thường không đáng kể do PVT có nguồn thu ngoại tệ từ cho thuê tàu, cho thuê FSO và dịch vụ O&M, các khoản lỗ tỷ giá (chưa thực hiện) do đánh giá lại các khoản vay ngoại tệ lại có ảnh hưởng trọng yếu đến KQKD của Công ty. Sau khi ghi nhận khoản lỗ tỷ giá gần 280 tỷ đồng trong năm 2011 khi VND mất giá hơn 8% so với USD, diễn biến tỷ giá ổn định hơn đã giúp chi phí tài chính của PVT trong giai đoạn 2012-2014 được kiểm soát.

Tại cuối năm 2014, dư nợ bằng đồng USD chiếm khoảng 70% tổng dư nợ của Công ty. Với giả định Công ty sẽ đầu tư thêm tàu chở than như trên, dư nợ vay gốc USD của Công ty cuối năm 2015 ước khoảng 2.500 tỷ đồng và theo đó tổng cộng nợ gốc ngoại tệ sẽ vào khoảng 4.180 tỷ đồng. Như vậy, chúng tôi ước tính số dư các khoản phải trả **ròng** gốc ngoại tệ cuối năm 2015 sẽ khoảng 2.380 tỷ đồng. Việc NHNN phá giá VND 3% trong năm 2015 và nới biên độ tỷ giá lên 2% sẽ ảnh hưởng không tích cực lên KQKD của Công ty trong năm 2015. **Giả định tỷ giá VND/USD tăng tổng cộng 5% tại cuối năm 2015 so với 31/12/2014**, PVT ước tính sẽ ghi nhận **khoản lỗ CLTG chưa thực hiện sẽ khoảng 119 tỷ đồng**. Tuy nhiên, cũng xin lưu ý rằng những khoản lỗ CLTG (chưa thực hiện) mà PVT có thể phải ghi nhận xuất phát từ việc đánh giá lại tổng công nợ (gốc ngoại tệ USD) trên bảng cân đối kế toán tại cuối năm tài chính và do đó không ảnh hưởng ngay lập tức đến khả năng thanh toán của Công ty.

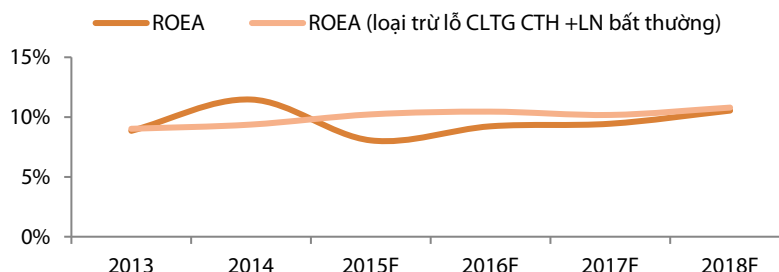
<b>Bảng 11: Phân tích độ nhạy (triệu đồng)</b>				
Tỷ giá VND/USD giả định	22.475	23.374	23.842	24.319
<b>Thay đổi (%)</b>	<b>3%</b>	<b>4%</b>	<b>5%</b>	<b>6%</b>
Lỗ CLTG chưa thực hiện 2015	71.319	95.172	119.065	142.997
Lỗ CLTG chưa thực hiện 2016	63.694	85.841	107.551	107.952

Nguồn: RongViet Research ước tính

### Khả năng sinh lời trên vốn thực tế khả quan hơn

Nhằm đánh giá chính xác hơn về khả năng sinh lời trên vốn (ROE) của PVT từ hoạt động kinh doanh chính, chúng tôi đã loại trừ các khoản lợi nhuận từ bán tàu và chi phí lỗ tỷ giá CTH (yếu tố không tác động đến dòng tiền của Công ty) khi tính toán lại LNST. Nếu loại trừ các khoản lợi nhuận bất thường và “chi phí phi tiền” trên thì ROE bình quân (ROEA) của Công ty trong từ năm 2015 trở đi sẽ cao hơn khoảng 1-1,5%. Ngoài ra, EBITDA/tổng tài sản cũng đang trong xu hướng tăng trưởng ổn định sau giai đoạn suy thoái kinh tế, từ 10% năm 2014 lên khoảng 11% (2015) và 13% (2016).

### Đồ thị 12: Các chỉ tiêu sinh lời trên vốn của PVT



Nguồn: PVT và RongViet Research tổng hợp



**DỰ PHÓNG KQKD**

<b>Bảng 12: Những giả định chính</b>					
<b>Tăng trưởng doanh thu (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Vận tải	16	12	15	30	1
FSO/FPSO	147	41	2	2	2
Thương mại	-10	-10	5	8	8
Khác	-30	-10	5	5	5
<b>Biên LNG (%)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Vận tải	18	18	17	17	16
FSO/FPSO	42	40	40	40	40
Thương mại	1	1	1	1	1
Khác	12	12	12	12	12

Nguồn: RongViet Research dự phóng

Kết thúc 6 tháng đầu năm 2015, tổng doanh thu và LNST hợp nhất của Công ty đạt lần lượt 2531,8 tỷ đồng (-2% yoy) và 175,5 tỷ đồng (+3,3% yoy). Do Công ty thường đặt kế hoạch khá thận trọng nên với KQKD này thì cơ bản PVT đã hoàn thành được ~50% và ~92% kế hoạch về doanh thu và LNST. Trong 6 tháng cuối năm, chúng tôi kỳ vọng hoạt động FSO/FPSO sẽ bù lại phần doanh thu mất đi từ việc 2 tàu dầu thô đi vào sửa chữa định kỳ (1 tháng/tàu) trong các tháng cuối năm. Tuy nhiên, hoạt động vận tải dầu khí nhìn chung sẽ tăng trưởng so với năm ngoái nhờ vào sản lượng chuyên chở tăng (dầu khí và than). Doanh thu thương mại và hoạt động khác dự kiến sẽ giảm so với cùng kỳ với giá xăng dầu duy trì ở mức thấp.

**Chúng tôi dự phóng Doanh thu và LNST hợp nhất của Công ty sẽ đạt 5.508 tỷ đồng (+4,6% yoy) và 428 tỷ đồng(-11,7% yoy) cuối năm 2015. Nếu loại trừ khoản lợi nhuận từ thanh lý tàu Kamari (~85 tỷ) thì LNST năm 2015 vẫn sẽ tăng trưởng 5,6% so với năm 2014.** Đồng thời, dựa trên các giả định về tăng trưởng năng lực đội tàu và giá cước, chúng tôi ước tính DTT và LNST của Công ty sẽ đạt tốc độ tăng trưởng trung bình lần lượt là 8,6% và 8,8% giai đoạn 2015-2019.

<b>Bảng 13: Dự phóng KQKD (tỷ đồng)</b>				
<b>KQ KD</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015E</b>	<b>FY2016F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>4.961</b>	<b>5.268</b>	<b>5.509</b>	<b>5.783</b>
Giá vốn	4.402	4.719	4.792	4.934
<b>Lãi gộp</b>	<b>559</b>	<b>549</b>	<b>717</b>	<b>849</b>
Chi phí bán hàng	11	6	10	10
Chi phí quản lý	176	190	204	214
Thu nhập từ HĐTC	164	159	135	152
Chi phí tài chính	178	146	235	251
Lợi nhuận khác	16	91	26	21
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>396</b>	<b>486</b>	<b>429</b>	<b>546</b>
Thuế TNDN	82	84	94	120
Lợi ích cổ đông thiểu số	74	61	67	85
<b>LNST (Cty mẹ)</b>	<b>239</b>	<b>341</b>	<b>267</b>	<b>341</b>
EBIT	510	580	526	696
EBITDA	878	978	1.020	1.224

Nguồn: RongViet Research ước tính

**ĐỊNH GIÁ**

**Bảng 14: Kết quả định giá**

Mô hình định giá	Giá	Tỷ trọng	Bình quân
FCFF	17.556	40%	7.022
P/E (điều chỉnh CLTG CTH)	12.950	30%	3.885
EV/EBITDA	16.785	30%	5.035
<b>Giá bình quân (đồng)</b>	<b>15.900</b>		

Nguồn: RongViet Research ước tính

Người phân tích sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền FCFF và các phương pháp so sánh P/E, EV/EBITDA để định giá cổ phiếu PVT với tỷ lệ tương ứng là 40:30:30. Trong phương pháp FCFF, tỷ suất chiết khấu cho giai đoạn 2015-2019 là 10,7% và từ sau năm 2019 là 11,2%. Tốc độ tăng trưởng dài hạn của FCFF là 3,5%.

Đối với phương pháp so sánh P/E và EV/EBITDA, người viết sử dụng tham chiếu từ nhóm các doanh nghiệp hoạt động trong ngành vận tải dầu khí ở khu vực Đông Nam Á. Mức P/E (điều chỉnh các khoản đột biến) và EV/EBITDA được sử dụng trong mô hình định giá là 10x và 6x.

Kết hợp ba phương pháp định giá trên, giá trị hợp lý của KSB được xác định tại mức **15.900 đồng/cp**, cao hơn **42%** so với giá đóng cửa ngày 20/10/2015. Do đó, chúng tôi khuyến nghị **MUA** trong **DÀI HẠN** với cổ phiếu PVT.

**Bảng 15: P/E, EV/EBITDA của các doanh nghiệp cùng ngành**

Mã CK	Trailing	Trailing
	P/E (loại trừ yếu tố đột biến)	EV/EBITDA
SHIN MK	34	7
EATECH MK	14	15
RCL TB	14	6
MISC MK	18	13
GSP VN	8	2
VTO VN	10	3
TMAS IJ	7	3
SKG VN	12	10
PVT VN	8	6
SOCI IJ	4	6
<b>Trung bình</b>	<b>14</b>	<b>8</b>
<b>Trung vị</b>	<b>11</b>	<b>7</b>

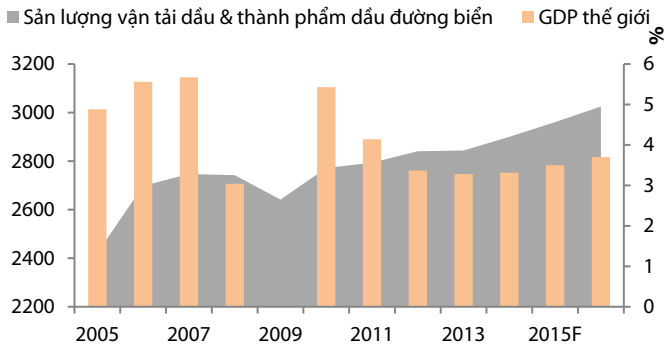
Nguồn: Rongviet Research tổng hợp, tính theo giá cổ phiếu tham chiếu ngày 20/10/2015

## TỔNG QUAN NGÀNH VẬN TẢI XĂNG DẦU THẾ GIỚI

### Tăng trưởng kinh tế sẽ giúp thúc đẩy nhu cầu vận chuyển xăng dầu toàn cầu

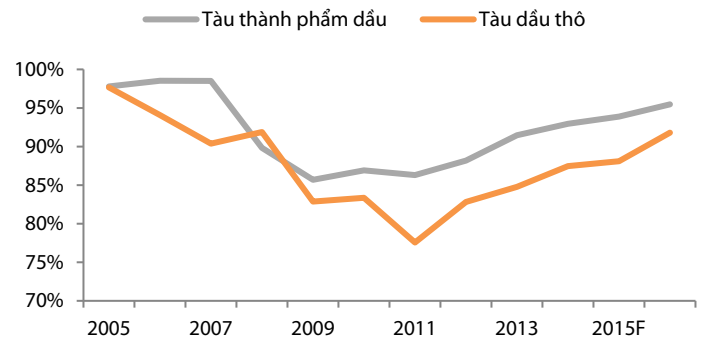
Gắn liền với sản xuất và tiêu thụ xăng dầu là hoạt động vận tải xăng dầu. Sau giai đoạn tăng trưởng nóng, suy thoái kinh tế toàn cầu lan rộng làm nhu cầu tiêu thụ và vận chuyển xăng dầu sụt giảm mạnh. Sự gia tăng đột biến về nguồn cung tàu chở xăng dầu trong giai đoạn 2008-2009 khiến cạnh tranh trở nên khốc liệt hơn và đẩy cước vận chuyển xuống thấp. Kết quả là năm 2009 chỉ số BDTI chạm đáy lịch sử 500 USD từ mốc 2000USD đạt được vào 2007 và sản lượng vận chuyển tăng trưởng ỉ ạch liên tiếp trong 4 năm sau đó. Tuy nhiên, năm 2014, cùng với sự hồi phục của kinh tế Mỹ và toàn cầu, sản lượng vận chuyển xăng và dầu thô thế giới bằng đường biển tăng trở lại, đạt 2,9 tỷ tấn (Đồ thị 13). Điều này khẳng định tăng trưởng kinh tế chính là yếu tố quyết định đối với nhu cầu tiêu thụ và theo đó là nhu cầu vận chuyển xăng dầu trên thế giới.

**Đồ thị 13: Tương quan tăng trưởng GDP thế giới và sản lượng xăng dầu vận chuyển bằng đường biển (triệu tấn)**



Nguồn: UNCTAD và IMF

**Đồ thị 14: Hiệu suất khai thác đội tàu chở xăng dầu thế giới**



Nguồn: Deutsche Bank

Theo ước tính của IMF, kinh tế toàn cầu có thể tăng trưởng khoảng 3,84% trong năm 2015 (2014: 3,31%). Trong đó, GDP của Mỹ và Trung Quốc được dự báo tăng lần lượt 3,09% và 7,10%. Để đạt được mức tăng trưởng đó, nhu cầu sử dụng các loại xăng dầu của Trung Quốc có thể tăng 3% và của Mỹ khoảng 2,6% trong năm 2015 (IEA). Trên cơ sở đó, UNCTAD ước tính sản lượng vận chuyển xăng dầu bằng đường biển trên toàn cầu có thể tăng khoảng 4% và đạt mốc 3 tỷ tấn trong năm nay.

### Nguồn cung chưa thể tăng trưởng trong ngắn hạn là yếu tố tích cực đối với thị trường vận tải xăng dầu

Về quy mô, đội tàu chở xăng dầu thế giới hiện có 9.033 chiếc (bao gồm cả tàu chở dầu thô và tàu chở dầu thành phẩm) với tổng tải trọng là 482 triệu DWT. Nguồn cung tàu tăng trưởng chậm lại đáng kể khi chỉ tăng 3% trong năm 2013 và 1,9% trong năm 2014 so với mức tăng gần 8% năm 2010 sau giai đoạn suy thoái kinh tế. Cung và cầu nhờ đó lấy lại sự cân bằng về cung cầu từ giai đoạn 2011 đến nay.

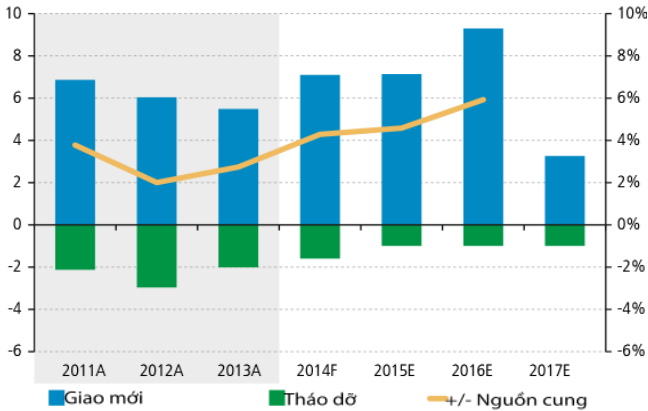
Đội tàu hàng lỏng thế giới cũng có xu hướng trẻ hóa với độ tuổi trung bình thấp hơn 10% so với năm 2010. Các hãng tàu cũng tập trung khai thác nhóm tải trọng lớn từ 70.000-100.000DWT (chiếm gần 80% tổng tải trọng đội tàu xăng dầu thế giới) nhằm đạt hiệu quả kinh tế theo quy mô. Mặt khác, nhờ cạnh tranh thấp, những tàu có tải trọng nhỏ hoạt động trên các tuyến đường vận chuyển ngắn như tuyến ASEAN-Trung Quốc-Úc, tuyến địa Trung Hải – Tây Phi... có thể được hưởng mức giá cước tốt hơn.

Số tàu chở xăng dầu bị thanh lý để bán trong năm 2014 giảm nhẹ 4,9% so với 2013. Một mặt, điều này cho thấy nhu cầu sử dụng tàu thực tế đang có xu hướng tăng trở lại. Mặt khác, với số lượng tàu già đang hoạt động không còn nhiều, số lượng tàu thanh lý có thể sẽ tiếp tục giảm vào đó không tác động



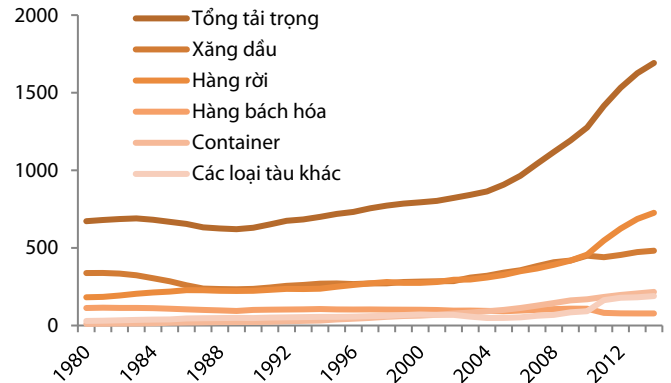
nhiều đến nguồn cung trong các năm tới. Như vậy, giá cước sẽ chỉ phụ thuộc chủ yếu vào 2 yếu tố: (1) nhu cầu vận tải xăng dầu trên thế giới và (2) nguồn cung tàu mới.

**Đồ thị 15: Nguồn cung tàu chở dầu thành phẩm (triệu DWT)**



Nguồn: BIMCO, Clarksons

**Đồ thị 16: Tải trọng đội tàu thế giới (triệu DWT)**



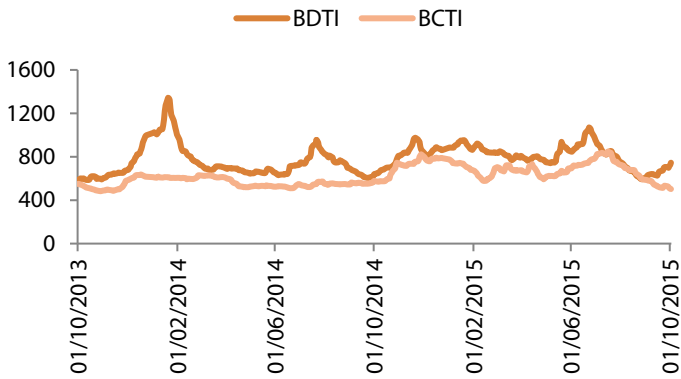
Nguồn: UNCTAD

**Sự cải thiện về công suất hoạt động của đội tàu và giá cước là dấu hiệu cho thấy sự hồi phục về nhu cầu vận chuyển xăng dầu**

Một trong những chỉ báo phản ánh nhu cầu vận chuyển và lợi nhuận của các doanh nghiệp vận tải xăng dầu là tốc độ trung bình của đội tàu. Khi nhu cầu vận chuyển tăng và giá cước đủ cao để đem lại lợi nhuận cho chủ tàu, các chủ tàu có xu hướng cho tàu chạy nhanh hơn để nhận thêm các đơn hàng mới và ngược lại. Sau khi giảm liên tục trong suốt giai đoạn thị trường khó khăn, từ giữa năm 2014, công suất hoạt động của đội tàu chở dầu thô thế giới đã có dấu hiệu tăng trở lại, thể hiện qua vận tốc tàu chạy trung bình đã tăng khoảng 13% trong 6 tháng cuối năm, từ khoảng 7,5 hải lý/giờ lên gần 8,5 hải lý/giờ - mức trung bình giai đoạn đầu năm 2013. Thực tế, việc các nhà máy lọc dầu ở Mỹ, Trung Quốc và khu vực Đông Á gia tăng sản lượng sản xuất đã thúc đẩy nhu cầu vận chuyển xăng dầu, đặc biệt là dầu thô trong năm qua. Thêm vào đó, việc giá nhiên liệu trên thị trường thế giới rơi mạnh trong nửa sau của năm 2014 cũng đã góp phần giảm đáng kể chi phí vận hành tàu, qua đó cho phép các chủ tàu tăng công suất vận hành tàu trong khi vẫn đảm bảo được lợi nhuận.

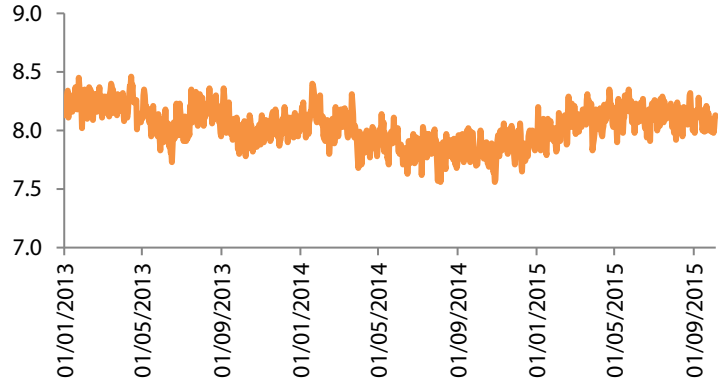
Sau khi phục hồi mạnh mẽ vào vào đầu năm 2014, giá cước tàu dầu thô (BDTI) giảm xuống mức 700-800 USD và đi ngang đến hết năm. Trong 6 tháng đầu năm 2015, hai chỉ số BDTI và BCTI đã tăng khoảng 13% và 16% lần lượt so với 6 tháng cuối năm 2014. Cước phí là yếu tố tối quan trọng đối với lợi nhuận của các hãng tàu. Giá cước tốt hơn sẽ thúc đẩy các hãng tàu đầu tư tàu mới cũng như gia tăng công suất khai thác đội tàu hiện hữu. Tuy nhiên, thời gian để đóng mới một tàu chở dầu kéo dài từ 1 đến 3 năm. Thêm vào đó, số đơn đặt hàng đóng tàu mới trong các năm vừa rồi rất thấp. Do đó, khả năng giá cước tiếp tục cải thiện trong vòng 1-2 năm tới là tương đối cao.

**Đồ thị 17: Giá cước vận chuyển qua các năm (USD)**



Nguồn: Baltic Exchange

**Đồ thị 18: Tốc độ trung bình của các tàu chở dầu thô (hải lý/giờ)**



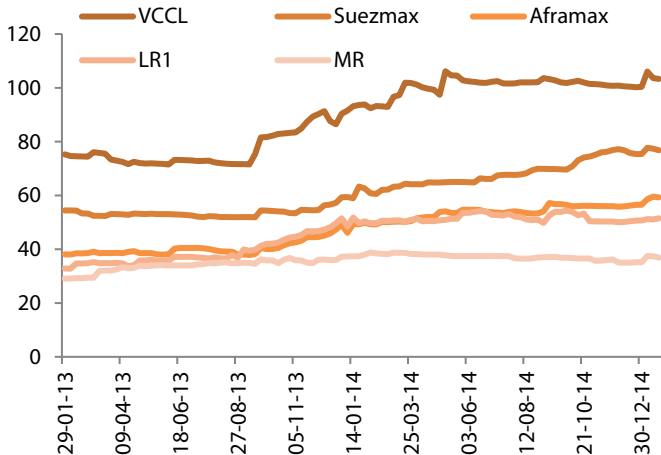
Nguồn: Baltic Exchange

**Nhu cầu đầu tư mới thể hiện sự lạc quan của các hãng vận tải về triển vọng của thị trường**

Thông thường, các hãng tàu sẽ đầu tư thêm tàu mới khi cần thay thế các tàu già bị thanh lý hoặc để bổ sung năng lực vận chuyển cho đội tàu của mình khi thị trường tốt. Năm 2014, số đơn hàng đặt tàu chở xăng dầu mới toàn thế giới đã có sự hồi phục với mức tăng 10,5% so với năm 2013 sau khi giảm liên tục từ năm 2009. Sự gia tăng về số đơn hàng đã giúp giá đóng tàu mới hồi phục mạnh mẽ. Cụ thể, giá tàu loại MR (25.000-54.999 DWT) đóng mới tăng 27%, tàu LR1 (50.000 – 79.999 DWT) tăng 57%, tàu VLCC (200.000-315.000DWT) tăng 37%, so với đầu năm 2013.

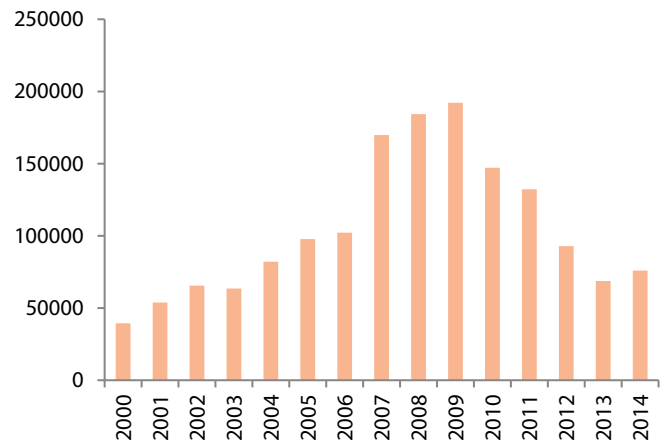
Xu hướng tăng của số đơn đặt hàng cũng như giá đóng tàu mới là dấu hiệu cho thấy các chủ tàu đang kỳ vọng nhu cầu vận chuyển xăng dầu sẽ tăng trở lại và đang tích cực đầu tư thêm cho đội tàu để đón đầu sự hồi phục này. Tuy nhiên, điều này cũng đồng nghĩa với việc nguồn cung tàu sẽ tăng trở lại trong tương lai. Dù vậy, như đã đề cập ở trên, các đơn hàng đóng mới hiện nay chủ yếu là tập trung ở phân khúc tàu lớn, vốn cần 2-3 năm để đóng mới. Do vậy, trong vòng 2 năm tới, nguồn cung tàu trên thị trường có thể chưa gia tăng đáng kể.

**Đồ thị 19: Giá mua mới các loại tàu chở xăng dầu (triệu USD)**



Nguồn: UNCTAD, Clarksons

**Đồ thị 20: Tổng tải trọng các đơn đặt tàu mới (nghìn DWT)**



Nguồn: UNCTAD, Clarksons

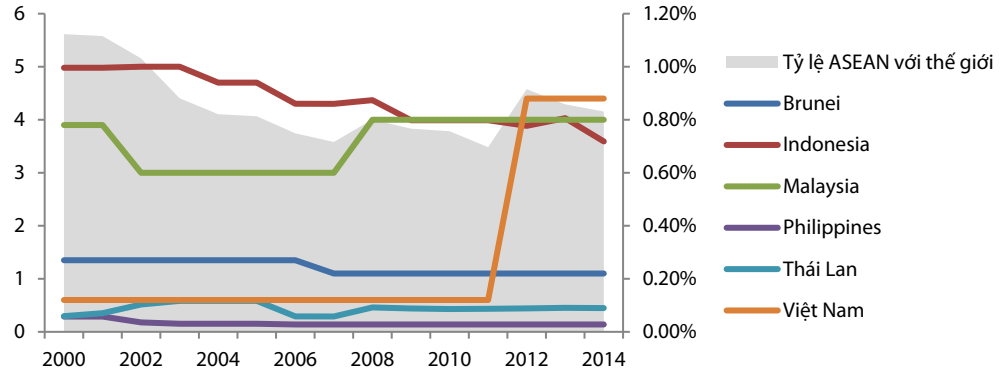
**Thị trường vận tải xăng dầu đường biển ở Đông Nam Á có nhiều tiềm năng để phát triển**

IMF dự báo xu hướng dịch chuyển các cơ sở sản xuất công nghiệp sang các nền kinh tế mới nổi ở Châu Á, đặc biệt là khu vực Đông Nam Á sẽ làm bùng nổ nhu cầu tiêu thụ xăng dầu ở khu vực này. EIA cũng ước tính nhu cầu tiêu thụ xăng dầu của ASEAN sẽ tăng trưởng trung bình khoảng 2,3% hàng năm trong giai đoạn 2011-2020. Tuy vậy, với hạn chế trong công tác thăm dò dầu khí xa bờ và tình trạng căng



thăng chính trị gia tăng trên Biển Đông, khu vực ASEAN sẽ vẫn phụ thuộc nhiều vào nguồn dầu thô nhập khẩu từ nước ngoài. Cụ thể, thống kê chính thức của EIA cho thấy tổng sản lượng dầu thô tiềm năng của ASEAN đến năm 2014 vào khoảng 13,6 tỷ thùng, chiếm chưa tới 1% sản lượng dầu chưa khai thác của thế giới và có thể cạn kiệt trong vòng 14 năm nếu công suất khai thác dầu thô của khu vực giữ nguyên khoảng 2,7 triệu thùng/ngày.

**Đồ thị 21: Dự trữ dầu thô chưa khai thác của các nước ASEAN (tỷ thùng)**



Nguồn: EIA

Mặt khác, việc các nước ASEAN đang tích cực đầu tư để gia tăng năng lực lọc hóa dầu cũng là một yếu tố có thể nâng cao nhu cầu vận tải xăng dầu đường biển trong khu vực. Theo tổ chức tư vấn Gaffney, Cline & Associates thì năng lực lọc hóa dầu của Châu Á dự kiến sẽ tăng thêm khoảng 6 triệu thùng/ngày giai trong đoạn 2014-2018, tương đương tốc độ tăng trưởng gộp (CARG) khoảng 3,48%/năm. Cụ thể, đối với Việt Nam, năng lực lọc hóa dầu đến 2020 dự kiến sẽ tăng lên gần 10 lần đạt khoảng 60 triệu tấn/năm với hơn 8 dự án lọc dầu mới như mở rộng nhà máy lọc dầu Dung Quất, nhà máy lọc dầu Nghi Sơn, Nhơn Hội, Vũng Rô và Long Sơn. Nhằm đáp ứng nhu cầu xăng dầu nội địa tăng cao và giảm lệ thuộc vào nhập khẩu xăng dầu nước ngoài, Indonesia cũng đã có kế hoạch nâng công suất lọc dầu của quốc gia tăng khoảng 60% (lên 1,68 triệu thùng/ngày từ 1,04 triệu thùng/ngày) trong 10 năm tới.

Như vậy bức tranh vận tải xăng dầu trong khu vực sẽ có hai xu hướng chính: (1) các nước ASEAN với trữ lượng dầu thô hạn chế sẽ tăng cường nhập khẩu dầu thô từ các nước Trung Đông và Châu Mỹ; (2) một số quốc gia ASEAN với năng lực lọc hóa dầu tăng nhanh sẽ đẩy mạnh việc xuất khẩu xăng dầu ra thị trường thế giới. Điều này hứa hẹn sẽ biến khu vực này trở thành một trung tâm giao thương xăng dầu quan trọng trên thế giới và là động lực tăng trưởng về dài hạn đối với ngành vận tải xăng dầu bằng đường biển của khu vực.



Đvt: tỷ đồng

KQ HKKD	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Doanh thu thuần	4.961	5.268	5.509	5.783
Giá vốn	4.402	4.719	4.792	4.934
<b>Lãi gộp</b>	<b>559</b>	<b>549</b>	<b>717</b>	<b>849</b>
Chi phí bán hàng	11	6	10	10
Chi phí quản lý	176	190	204	214
Thu nhập từ HĐTC	164	159	135	152
Chi phí tài chính	178	146	235	251
Lợi nhuận khác	16	91	26	21
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>396</b>	<b>486</b>	<b>429</b>	<b>546</b>
Thuế TNDN	82	84	94	120
Lợi ích cổ đông thiểu số	74	61	67	85
<b>LNST (Cty mẹ)</b>	<b>239</b>	<b>341</b>	<b>267</b>	<b>341</b>
EBIT	<b>510</b>	<b>580</b>	<b>526</b>	<b>696</b>
EBITDA	878	978	1,020	1,224

Đvt: tỷ đồng

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
<b>Tăng trưởng</b>				
Doanh thu	11,2%	6,2%	4,6%	5,0%
Lợi nhuận HKKD	74,2%	-5,0%	42,4%	24,1%
EBITDA	64,9%	11,4%	4,3%	20,0%
EBIT	206,7%	13,8%	-9,4%	32,5%
Lợi nhuận sau thuế	119,0%	42,5%	-21,6%	27,5%
Tổng tài sản	29,7%	-0,2%	0,2%	1,6%
Vốn chủ sở hữu	8,8%	11,1%	7,2%	9,4%
Tốc độ tăng trưởng nội tại	8,9%	11,5%	8,2%	9,7%
<b>Khả năng sinh lợi</b>				
LN gộp / Doanh thu	11,3%	10,4%	13,0%	14,7%
LN HKKD / Doanh thu	7,5%	6,7%	9,1%	10,8%
EBITDA/ Doanh thu	17,7%	18,6%	18,5%	21,2%
EBIT/ Doanh thu	10,3%	11,0%	9,5%	12,0%
LNST/ Doanh thu	4,8%	6,5%	4,9%	5,9%
ROA	2,7%	3,6%	2,9%	3,7%
ROIC or RONA	7,3%	7,5%	6,8%	9,1%
ROE	8,9%	11,5%	8,2%	9,7%
<b>Hiệu quả hoạt động (x)</b>				
Vòng quay kh. phải thu	3,9	8,0	8,4	8,5
Vòng quay hàng tồn kho	45,3	44,1	46,0	46,1
Vòng quay khoản phải trả	5,3	5,0	5,4	5,5
<b>Khả năng thanh toán (x)</b>				
Hiện hành	1,9	2,1	2,0	1,9
Nhanh	1,8	2,1	1,9	1,9
<b>Cấu trúc tài chính</b>				
Tổng nợ/ Vốn CSH	210,2%	171,8%	145,0%	128,1%
Vay ngắn hạn / Vốn CSH	28,8%	20,1%	19,7%	18,9%
Vay dài hạn/ Vốn CSH	123,9%	103,4%	81,8%	69,7%

Đvt: tỷ đồng

BẢNG CĐKT	FY2013	FY2014	FY2015F	FY2016F
Tiền	1.995	1.719	1.663	1.613
Đầu tư tài chính ngắn hạn	577	678	571	625
Các khoản phải thu	665	646	661	694
Tồn kho	111	103	105	109
Tài sản ngắn hạn khác	97	112	80	96
<b>TSLĐ &amp; Đầu tư ngắn hạn</b>	<b>3.445</b>	<b>3.258</b>	<b>3.081</b>	<b>3.137</b>
Tài sản cố định hữu hình	4.478	4.045	5.618	5.704
Tài sản cố định vô hình	3	2	2	2
Xây dựng cơ bản dở dang	1.108	1.543	0	0
Bất động sản đầu tư	9	9	9	9
Đầu tư tài chính dài hạn	357	378	321	350
Tài sản dài hạn khác	147	114	153	138
Lợi thế thương mại	1	1	0	0
<b>TSCĐ và đầu tư dài hạn</b>	<b>6.102</b>	<b>6.092</b>	<b>6.103</b>	<b>6.202</b>
<b>TỔNG TÀI SẢN</b>	<b>9.548</b>	<b>9.350</b>	<b>9.184</b>	<b>9.339</b>
Tiền hàng phải trả và ứng trước	649	502	527	543
Khoản phải trả ngắn hạn khác				
Vay và nợ ngắn hạn	812	629	661	694
Vay và nợ dài hạn	3.491	3.238	2.745	2.558
Khoản phải trả dài hạn khác	614	617	575	534
<b>Tổng nợ</b>	<b>5.925</b>	<b>5.377</b>	<b>4.867</b>	<b>4.704</b>
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.819</b>	<b>3.131</b>	<b>3.355</b>	<b>3.672</b>
Vốn đầu tư của CSH	2.326	2.559	2.559	2.559
Lợi nhuận giữ lại	286	426	656	954
Các quỹ	207	146	140	159
<b>Nguồn kinh phí và quỹ khác</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nguồn vốn chủ sở hữu</b>	<b>2.819</b>	<b>3.131</b>	<b>3.355</b>	<b>3.672</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	804	842	962	962
<b>TỔNG NGUỒN VỐN</b>	<b>9.548</b>	<b>9.350</b>	<b>9.184</b>	<b>9.339</b>
<b>LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ</b>	<b>FY2013</b>	<b>FY2014</b>	<b>FY2015F</b>	<b>FY2016F</b>
LNST	396	486	429	546
Khấu hao	368	397	494	528
<i>Các điều chỉnh</i>	-136	-32	48	2
Thay đổi vốn lưu động	-15	-150	-176	-173
<b>Tiền thuần từ HĐKD</b>	<b>612</b>	<b>701</b>	<b>795</b>	<b>903</b>
Thay đổi TSCĐ	-238	-153	-524	-704
Thay đổi cho vay hoặc góp vốn	-435	-1.096	-72	-103
Lãi cho vay, cổ tức, LN được chia	111	189	145	156
<b>Tiền thuần từ HĐ Đầu Tư</b>	<b>257</b>	<b>-192</b>	<b>-452</b>	<b>-652</b>
Nhận/trả lại vốn góp	25	0	0	0
Vay mới/trả nợ vay	398	-489	-1.166	-787
Cổ tức, lợi nhuận đã trả cho CĐ	-27	-19	1.665	487
<b>Tiền thuần từ HĐ Tài Chính</b>	<b>396</b>	<b>-508</b>	<b>499</b>	<b>-300</b>
Tiền thuần trong kỳ	1.266	1	843	-49
<b>Tiền đầu năm</b>	<b>1.089</b>	<b>1.995</b>	<b>820</b>	<b>1.663</b>
Ảnh hưởng của tỷ giá	1	1	0	0
<b>Tiền cuối kỳ</b>	<b>1.995</b>	<b>820</b>	<b>1.663</b>	<b>1.613</b>

## BÁO CÁO CÔNG TY

Báo cáo này được lập nhằm mục đích cung cấp cho nhà đầu tư một góc nhìn về doanh nghiệp và hỗ trợ nhà đầu tư trong việc ra các quyết định đầu tư. Báo cáo được lập trên cơ sở phân tích hoạt động của doanh nghiệp, dự phóng kết quả kinh doanh dựa trên những dữ liệu cập nhật nhất nhằm xác định giá trị hợp lý của cổ phiếu tại thời điểm phân tích. Chúng tôi đã cố gắng chuyển tải đầy đủ những đánh giá và quan điểm của người phân tích về công ty vào báo cáo này. Nhà đầu tư mong muốn tìm hiểu thêm hoặc có ý kiến phản hồi, vui lòng liên lạc với người phân tích hoặc bộ phận hỗ trợ khách hàng của chúng tôi.

### Các loại khuyến cáo

Khuyến nghị LN kỳ vọng	MUA	TÍCH LŨY	TRUNG LẬP	GIẢM TỶ TRỌNG	BÁN
	Trung hạn (đến 6 tháng)	>20%	10% đến 20%	-5% đến 10%	-15% đến -5%
Dài hạn (trên 6 tháng)	>30%	15% đến 30%	-10% đến 15%	-15% đến -10%	<-15%

### GIỚI THIỆU

**CTCP Chứng Khoán Rồng Việt** (viết tắt là VDSC) được thành lập vào năm 2007, được phép thực hiện đầy đủ các nghiệp vụ chứng khoán gồm: môi giới, tự doanh, bảo lãnh phát hành, tư vấn tài chính và tư vấn đầu tư, lưu ký chứng khoán. VDSC đã mở rộng mạng lưới hoạt động đến các thành phố lớn trên toàn quốc. Với thành phần cổ đông chiến lược cũng là đối tác lớn như Eximbank, CTCP Quản Lý Quỹ Việt Long,... cùng đội ngũ nhân viên chuyên nghiệp, năng động, VDSC có tiềm lực về con người và tài chính để cung cấp cho khách hàng những sản phẩm – dịch vụ phù hợp và hiệu quả. Đặc biệt, VDSC là một trong số ít các công ty chứng khoán đầu tiên quan tâm phát triển đội ngũ phân tích và ưu tiên nhiệm vụ cung cấp các báo cáo phân tích hỗ trợ thông tin hữu ích cho khách hàng.

**Phòng Phân Tích & Tư Vấn Đầu Tư** cung cấp các báo cáo về kinh tế vĩ mô và thị trường chứng khoán, về chiến lược đầu tư, các báo cáo phân tích ngành, phân tích công ty và các bản tin chứng khoán hàng ngày, hàng tuần.

### Hệ thống mạng lưới

#### Trụ sở chính

Địa chỉ: Tầng 1-2-3-4 Tòa nhà Viet Dragon, 141 Nguyễn Du, P.Bến Thành, Q.1, Tp.HCM  
Điện thoại: 84.8 6299 2006 Fax: 84.8 6291 7986  
Website: www.vdsc.com.vn

#### Chi nhánh Hà Nội

2C Thái Phiên – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

#### Chi nhánh Nha Trang

50Bis Yersin -TP.Nha Trang

#### Chi nhánh Cần Thơ

08 Phan Đình Phùng – TP. Cần Thơ

## TUYÊN BỐ MIỄN TRỪ

Bản báo cáo này được chuẩn bị cho mục đích duy nhất là cung cấp thông tin và không nhằm đưa ra bất kỳ đề nghị hay hướng dẫn mua bán chứng khoán cụ thể nào. Các quan điểm và khuyến cáo được trình bày trong bản báo cáo này không tính đến sự khác biệt về mục tiêu, nhu cầu, chiến lược và hoàn cảnh cụ thể của từng nhà đầu tư. Ngoài ra, nhà đầu tư cũng ý thức có thể có các xung đột lợi ích ảnh hưởng đến tính khách quan của bản báo cáo này. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo khi đưa ra quyết định đầu tư và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của chính mình. Rong Viet Securities tuyệt đối không chịu trách nhiệm đối với toàn bộ hay bất kỳ thiệt hại nào, hay sự kiện bị coi là thiệt hại, đối với việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin hay ý kiến nào của bản báo cáo này.

Toàn bộ các quan điểm thể hiện trong báo cáo này đều là quan điểm cá nhân của người phân tích. Không có bất kỳ một phần thu nhập nào của người phân tích liên quan trực tiếp hoặc gián tiếp đến các khuyến cáo hay quan điểm cụ thể trong bản báo cáo này.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được Rong Viet Securities thu thập từ những nguồn mà chúng tôi cho là đáng tin cậy. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo rằng những thông tin này là hoàn chỉnh hoặc chính xác. Các quan điểm và ước tính trong đánh giá của chúng tôi có giá trị đến ngày ra báo cáo và có thể thay đổi mà không cần báo cáo trước.

Bản báo cáo này được giữ bản quyền và là tài sản của Rong Viet Securities. Mọi sự sao chép, chuyển giao hoặc sửa đổi trong bất kỳ trường hợp nào mà không có sự đồng ý của Rong Viet Securities đều trái luật. **Bản quyền thuộc Rong Viet Securities, 2015.**