

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

Báo cáo cập nhật

**CẬP NHẬT**

Kết thúc 9T/2013, Công ty mẹ PVT đạt tổng doanh thu 1.395 tỷ đồng giảm nhẹ -3,4% so với cùng kỳ năm 2012, lợi nhuận sau thuế đạt 139,4 tỷ đồng tăng 191,7% so với cùng kỳ năm 2012. Sự tăng trưởng vượt bậc về lợi nhuận của công ty mẹ PVT là do lợi nhuận gộp của PVT tăng 17,7%, chi phí tài chính giảm -71,2% và chi phí quản lý cũng giảm -50% so với cùng kỳ năm 2012.

Hoạt động đem lại thay đổi đáng kể cho PVT trong năm 2013 là sự tăng trưởng của lợi nhuận gộp trong hoạt động vận tải với mức lợi nhuận gộp đạt 222,5 tỷ đồng tăng trưởng 121,4% so với mức lãi gộp 100,5 tỷ đồng của 6T/2012, đặc biệt đội tàu vận chuyển dầu sản phẩm của PVT đã có lãi gộp thực dương thay vì lỗ gộp như năm 2012.

Việc lãi gộp từ vận tải tăng mạnh và đội tàu vận tải dầu thô đã hoạt động có lãi trong 6T/2013 đã thể hiện việc tái cấu trúc của PVT đã có những thành công nhất định khi mà đội tàu luôn lỗ gộp trong giai đoạn 2010 – 2012 đã hoạt động đảm bảo ở mức hòa vốn và có lãi mặc dù giá cước vận tải dầu thô thực tế hầu như không tăng trong 6T/2013.

Với triển vọng nền kinh tế thế giới và Việt Nam phục hồi thì chúng tôi kỳ vọng hơn vào việc đội tàu vận tải dầu thô sẽ hoạt động có lãi trong các năm tiếp theo do giá cước vận tải dầu thô có thể sẽ tăng trở lại trong năm 2014 nhờ cung – cầu đã tiến sát gần nhau hơn và kỳ vọng mức tăng trưởng bình quân 5%/năm từ sau năm 2015.

PVT có thể nói là điểm sáng hiếm hoi trong ngành vận tải biển Việt Nam trong 5 năm qua khi mà PVT luôn ổn định và đảm bảo cân đối được dòng tiền hàng năm, trong khi hầu hết các công ty vận tải biển hiện nay đều phải liên tục bán tài sản để có thể cân đối được dòng tiền trả nợ khi đến hạn do các công ty vận tải biển đều sử dụng nợ quá nhiều.

Chúng tôi cập nhật dự báo PVT ở mức **12.000 VNĐ/cổ phần**, mức giá trên cao hơn 23,7% so với giá giao dịch hiện tại. Mức giá này tương đương P/E forward 2013 là 13,67 lần và P/B forward là 1,12 lần.

KHUYẾN NGHỊ: MUA

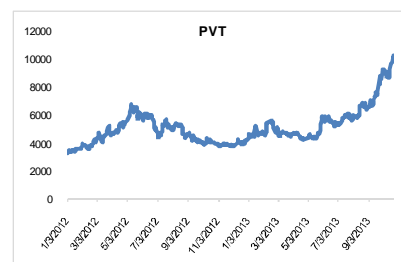
Giá kỳ vọng:	12.000
Giá giao dịch:	9.700
Cao nhất 52 tuần:	10.500
Thấp nhất 52 tuần:	3.700

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch:	HSX
Mệnh giá:	10.000
Số lượng CP niêm yết:	232.600.000
Vốn hóa (tỷ VNĐ):	2.163
EPS 2012 (VNĐ):	470
EPS 2013F (VNĐ):	1.061

THÔNG TIN SỞ HỮU

PVN	58.4 0%
PvcomBank	8.32%
ACB	3.89%
Khác	29.38%
Tổng	100%



	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EPS (VNĐ)	104	470	1,002	1,199	1,334	1,400	1,492
Tốc độ tăng trưởng EPS	-68.2%	331.2%	113.2%	19.6%	11.3%	4.9%	6.6%
Giá trị sổ sách trên một CP (VNĐ)	9,778	11,133	12,188	13,020	13,802	14,657	15,614
P/E (lần)	91.74	21.28	10.48	8.76	7.87	7.50	7.04
P/B (lần)	1.02	0.90	0.86	0.81	0.76	0.72	0.67
ROA	0.54%	0.10%	2.87%	3.35%	3.21%	3.56%	4.00%
ROE	1.09%	0.29%	8.66%	10.23%	11.74%	10.61%	10.61%
Nợ/Vốn chủ sở hữu	1.89	1.53	1.69	1.54	1.59	1.43	1.39

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp và dự báo

CẬP NHẬT HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Kết thúc 9T/2013, Công ty mẹ PVT đạt tổng doanh thu 1.395 tỷ đồng giảm nhẹ -3,4% so với cùng kỳ năm 2012, lợi nhuận sau thuế đạt 139,4 tỷ đồng tăng 191,7% so với cùng kỳ năm 2012. Sự tăng trưởng vượt bậc về lợi nhuận của công ty mẹ PVT là do lợi nhuận gộp của PVT tăng 17,7%, chi phí tài chính giảm -71,2% và chi phí quản lý cũng giảm -50% so với cùng kỳ năm 2012.

Với việc hạch toán toàn bộ chênh lệch tỷ giá các năm trước vào cuối năm 2012 thì chúng tôi đánh giá chi phí tài chính của PVT sẽ giảm mạnh trong cả năm 2013. Chi phí quản lý cũng giảm mạnh do có khoản hoàn nhập khoản phải thu khó đòi PVT đã trích lập dự phòng năm 2012.

Hợp nhất toàn tổng công ty, trong 6T/2013 đạt tổng doanh thu 2.324,2 tỷ đồng tăng 6,2% so với cùng kỳ năm 2012, lợi nhuận trước thuế hợp nhất đạt 189,9 tỷ đồng tăng 251,8% so với cùng kỳ, lợi nhuận sau thuế đạt 147,6 tỷ đồng tăng 350% so với cùng kỳ năm 2012. Tốc độ tăng trưởng lợi nhuận này của PVT là rất khả quan cho năm 2013.

Hoạt động đem lại thay đổi đáng kể cho PVT trong năm 2013 là sự tăng trưởng của lợi nhuận gộp trong hoạt động vận tải biển với mức lợi nhuận gộp đạt 222,5 tỷ đồng tăng trưởng 121,4% so với mức lãi 100,5 tỷ đồng của 6T/2012, đặc biệt đội tàu vận chuyển dầu sản phẩm của PVT đã có lãi gộp thực dương thay vì lỗ ròng như năm 2012.

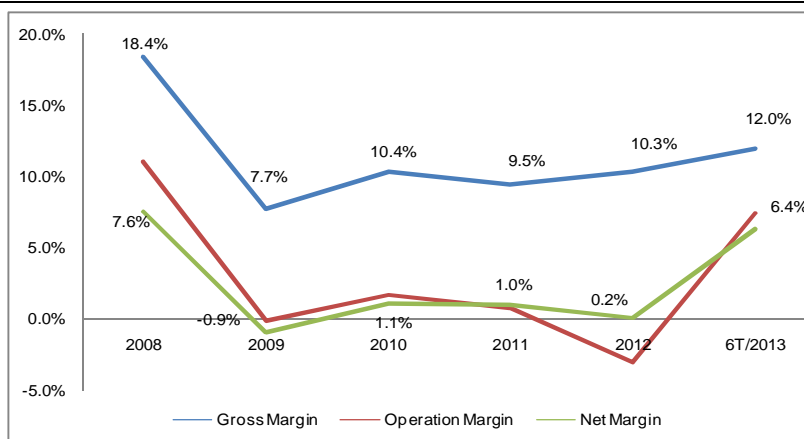
Bảng 1: Doanh thu, lợi nhuận gộp và biên lợi nhuận gộp của PVT

Năm tài chính 31/12, Tỷ VND	6T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	%YoY	2010	%YoY
Doanh thu	2,324.2	6.2%	4,460.6	7.3%	4,157.5	17.6%	3,536.1	98.7%
Dịch vụ vận tải	1,218.1	24.0%	1,795.5	-29.9%	2,561.3	2.4%	2,500.4	65.2%
Cung cấp kho nổi	204.1	71.6%	225.4	7.2%	210.2	14.1%	184.3	193.2%
Thương mại	796.3	-0.8%	1,353.1	20.6%	1,121.9	48.4%	756.0	216.2%
Dịch vụ khác	105.8	-62.8%	1,086.5	311.4%	264.1	176.9%	95.4	-16.1%
Lợi nhuận gộp	6T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Lợi nhuận gộp	12.0%	3.3%	10.3%	0.9%	9.5%	-0.9%	10.4%	2.0%
Dịch vụ vận tải	18.3%	8.0%	16.1%	5.1%	11.0%	-1.2%	12.1%	2.9%
Cung cấp kho nổi	12.4%	-8.5%	28.4%	7.9%	20.6%	7.2%	13.4%	-0.9%
Thương mại	2.8%	1.9%	1.4%	1.2%	0.2%	-2.8%	2.9%	18.0%
Dịch vụ khác	7.2%	-12.5%	10.5%	-14.9%	25.4%	9.2%	16.2%	-80.4%

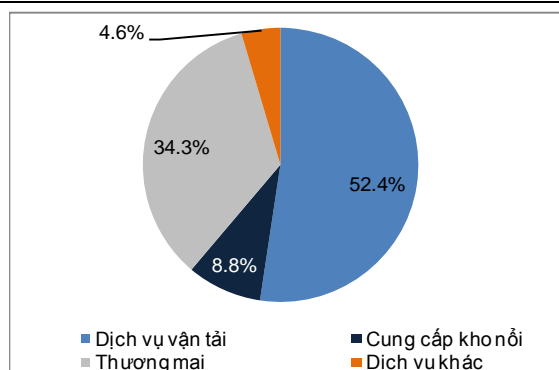
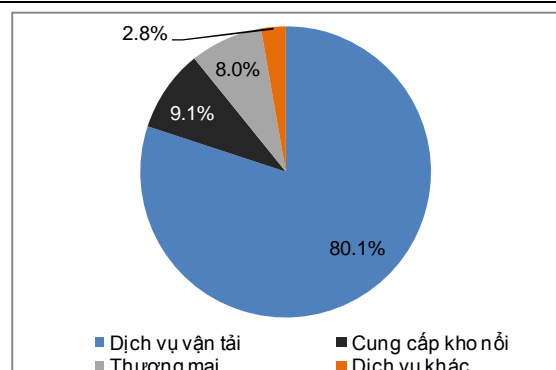
Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Biên lợi nhuận của PVT cũng đã tốt lên rất nhiều trong giai đoạn từ 2009 tới nay với mức biên lợi nhuận cải thiện và đã lên tới 12% vào 6T/2013. Biên lợi nhuận sau thuế cũng tăng mạnh từ mức -0,9% trong năm 2009 lên mức 6,4%/doanh thu vào 6T/2013.

Biểu đồ 1: Biến động biên lợi nhuận của PVT các năm vừa qua



Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Biểu đồ 2: Cơ cấu doanh thu 6T/2013

Biểu đồ 3: Cơ cấu lợi nhuận 6T/2013


Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Trong cơ cấu doanh thu thì doanh thu từ hoạt động vận tải luôn chiếm thị phần chính trên 50% tổng doanh thu của PVT các năm qua chỉ riêng năm 2012, doanh thu từ vận tải chỉ chiếm 40% trong cơ cấu tổng doanh thu của PVT. Về lợi nhuận gộp, lợi nhuận của mảng vận tải chiếm tới 80,1% trong tổng cơ cấu lợi nhuận gộp của PVT trong 6 tháng đầu năm 2013 và bình quân chiếm khoảng 74% trong tổng cơ cấu lợi nhuận gộp của PVT.

Về đội tàu của PVT

Hiện PVT có đội tàu dầu thô, dầu sản phẩm và LPG bao gồm 17 tàu trong đó có tàu dầu thô trọng tải 104.000 DWT PVT Mercury bắt đầu vận hành thương mại từ tháng 11/2013. Tổng năng lực vận tải hàng lỏng gồm dầu thô và dầu sản phẩm đạt mức 332.556 DWT và 20.842 m³ LPG và là đội tàu vận tải sản phẩm lỏng lớn nhất Việt Nam hiện nay (chiếm khoảng 28% tổng trọng tải các tàu vận tải hàng lỏng).

Bảng 2: Đội tàu hàng lỏng của PVT

	2011A	2012A	2013F
Tổng trọng tải (DWT)	636,986	636,986	740,986
Đội tàu dầu thô (DWT)	201,351	201,351	305,351
1. PVT Athena	105,177	105,177	105,177
2. Hercules M	96,174	96,174	96,174
3. PVT Mercury	-	-	104,000
Đội tàu dầu sản phẩm(DWT)	131,205	131,205	131,205
4. PVT Dragon	8,700	8,700	8,700
5. PVT Dolphin	45,888	45,888	45,888
6. PVT Eagle	33,425	33,425	33,425
7. PVT Sea Lion	16,187	16,187	16,187
8. Phương Đông Star	9,045	9,045	9,045
9. PV Oil Jupiter	8,758	8,758	8,758
10. PV Oil Venus	9,202	9,202	9,202
Đội tàu LPG (m3)	20,842	20,842	20,842
11. Cửu Long Gas	3,500	3,500	3,500
12. Hồng Hà Gas	1,800	1,800	1,800
13. Việt Gas	1,800	1,800	1,800
14. Sài Gòn Gas	3,500	3,500	3,500
15. Apollo Pacific	3,438	3,438	3,438
16. Aquamarine Gas	1,904	1,904	1,904
17. Oceanus 09	4,900	4,900	4,900

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Hoạt động vận tải của PVT được thực hiện tại Công ty mẹ và một số công ty con tập trung ở PV Trans Pacific với tàu PVT Athena, PVT Trans Oil, Southern PetroTrans và PVGas Shipping. Trong đó PVGas Shipping là công ty đem lại hiệu quả nhất trong các công ty thành viên của PVT trong thời gian qua 3 công ty còn lại thì phát sinh lỗ trong giai đoạn 2010 – 2012 và đã có lãi trở lại trong 6T/2013 mặc dù không nhiều. Trong đó PV Trans Pacific năm 2012 hạch toán toàn bộ chênh lệch tỷ giá các năm trước nên lỗ 67,8 tỷ đồng. Đội tàu vận tải dầu thô tại PV Trans Oil và Southern PetroTrans hoạt động kém hiệu quả trong các năm trước đã hoạt động hiệu quả, PVT đặc ho thuê quốc tế được 3 tàu dầu sản phẩm: PVT Eagle, PVT Sea Lion, và PVT Dolphin với giá cao hơn giá thị trường và đảm bảo tất cả các đội tàu của PVT hiện nay hoạt động hiệu quả có lãi.

Bảng 3: Hoạt động của các công ty thành viên của PVT

Công ty con (Triệu đồng)	6T/2013 Tỷ lệ	LNST	2012 DT	LNST	2011 LNST	2010 LNST
PV Trans Hà Nội	99.72%	2,741	107,822	260	1,008	-
PV Trans Vũng Tàu	99.85%	1,532	186,749	1,157	3,535	-
PV Trans Quảng Ngãi	99.87%	1,022	113,834	2,160	-	-
Gas Shipping	67.74%	25,599	714,936	50,804	48,376	38,196
PV Trans Pacific	64.92%	4,628	653,802	(67,798)	311	21,744
PV Trans Oil	38.45%	8,923	451,071	(45,926)	369	(46,656)
Southern PetroTrans	53.75%	1,259	407,828	(177,928)	505	(80,061)
PV Trans PTT	38.67%	(1,964)	381,534	(3,933)	(2,417)	261
PV Trans PCT	22.63%	4,452	908,339	7,501	2,269	4,784
PPS - DVKTDK PTSC	48.50%		442,610	39,166		
PV Trans - Emas (PV Tec)	50.00%		291,045	(9,354)		
Tổng		48,193	4,659,571	(203,890)	53,956	(61,733)

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Trong tương lai, PVT ngoài việc hoàn thiện tàu FSO 105.000 DWT còn chuẩn bị kế hoạch tiếp tục mở rộng đội tàu để phục vụ các dự án lọc hóa dầu mới như dự án Lọc hóa dầu Nghi Sơn, dự án lọc hóa dầu Vũng Rô, Dự án nhà máy lọc hóa dầu Dung Quất mở rộng, cũng như kế hoạch đầu tư tàu vận tải hàng rời (vận chuyển than) cho các nhà máy nhiệt điện chạy than của PVPower, và các dự án vận chuyển khí LNG khi PVGas nhập khẩu LNG trong tương lai.

Tuy nhiên, việc đầu tư này chưa có thông tin cụ thể và chưa thể dự đoán được nên chúng tôi không đưa vào kế hoạch đầu tư mới cũng như kế hoạch nguồn vốn trong báo cáo phân tích này.

Bảng 4: Kế hoạch đầu tư mới đội tàu

Đầu tư mới đội tàu	2013	2014	2015	2016	2017
1. PVT Athena	104,000	-	-	-	-
2. Tàu LPG		5,000 - 7,500			
3. Tàu hàng rời			10,000 - 30,000		
4. Tàu LPG	-		2,000 - 8,000		
5. Tàu LPG			2,000 - 8,000		
6. Tàu dầu thô VLCC			-	-	-
7. Tàu dầu sản phẩm					20,000 - 35,000
8. Tàu dầu sản phẩm					20,000 - 35,000
9. Tàu chở hàng rời					2,000
10. Tàu chở hàng rời					2,000
11. Tàu chở hàng rời					2,000
12. Tàu chở hàng rời					2,000
13. Tàu chở hàng rời					2,000
14. Tàu chở hàng rời					2,000

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Dịch vụ Cung cấp kho nổi

Dịch vụ cung cấp kho nổi được PVT thực hiện từ năm 2009 với tàu FSO Kamari cho mỏ Đại Hùng và sau này là dịch vụ M&A cho tàu FPSO Lewis Emas cho mỏ Chim Sáo (tàu liên doanh trong đó PVT có góp vốn). Doanh thu của dịch vụ này tại PVT chủ yếu là cho thuê tàu FSO Kamari nên doanh thu tương đối ổn định từ 2010 – 2012. Doanh thu bình quân 206 tỷ/năm và tốc độ tăng 10,7%/năm. Năm 2013, doanh thu của dịch vụ tăng mạnh tới 71,6% so với cùng kỳ năm 2012, tuy nhiên biên lợi nhuận gộp lại giảm 14% so với cùng kỳ. Dự báo năm 2015 khi tàu FSO mới đi vào hoạt động thay thế cho tàu FSO Kamari thì doanh thu từ dịch vụ này sẽ tăng do giá cho thuê tàu mới sẽ cao hơn so với tàu FSO Kamari hiện tại.

Bảng 5: Các tàu FSO/FPSO của PVT

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
FSO/FPSO (DWT)	304,430	304,430	304,430	304,430	275,000	275,000	275,000
18. FSO Kamari	134,430	134,430	134,430	134,430	-	-	-
19. FPSO Lewis Emas	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000	170,000
20. FSO (105.000 DWT)	-	-	-	-	105,000	105,000	105,000
Doanh thu FSO/FPSO (Tri)	210,202	255,421	418,342	439,259	461,222	484,283	508,498
<i>Tăng trưởng</i>	<i>14.1%</i>	<i>21.5%</i>	<i>105.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>	<i>5.0%</i>

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

PVT hiện là công ty hoạt động hiệu quả nhất trong ngành vận tải biển Việt Nam vượt qua các công ty vận tải biển lâu đời của Việt đặc biệt so với các công ty vận tải hàng rời về lợi nhuận và an toàn tài chính. Trong khi các công ty vận tải biển liên tục phải bán tàu để có nguồn tiền trả nợ thì hoạt động của PVT đã vượt qua được những khó khăn trong giai đoạn 2009 – 2012 và đã tăng trưởng trở lại trong năm 2013. Chúng tôi kỳ vọng vào sự tăng trưởng ổn định này của PVT và hoạt động của công ty tiếp tục được cải thiện theo chiều hướng tích cực trong các năm tới.

Cũng cần lưu ý đặc điểm chung các công ty vận tải biển là tỷ lệ vay dài hạn rất lớn và vay bằng ngoại tệ (chủ yếu là USD) nên sự biến động của tỷ giá sẽ là một trong những nguyên nhân then chốt quyết định hiệu quả hoạt động của các Công ty vận tải biển)

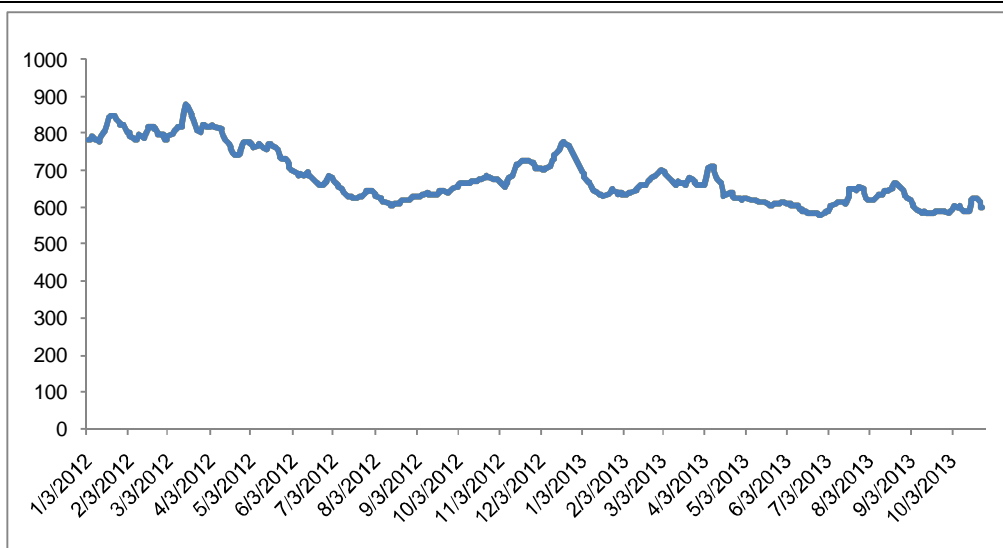
Bảng 6: So sánh PVT với các đối thủ chính trong vận chuyển hàng lỏng

Vận tải lỏng	6T/2013			Năm 2012			Năm 2011		
	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp	Doanh thu	LN gộp	Biên LN gộp
PVT	2,324.2	277.8	12.0%	4,460.6	461.3	10.3%	4,157.5	393.7	9.5%
VTO	808.0	54.1	6.7%	1,641.1	208.0	12.7%	1,665.6	438.5	26.3%
VIP	405.4	80.7	19.9%	1,000.6	171.5	17.1%	1,714.8	323.5	18.9%
PTS	132.4	2.7	2.0%	279.8	12.4	4.4%	318.9	25.1	7.9%
PSC	275.0	16.9	6.2%	639.0	28.5	4.5%	899.3	31.4	3.5%
PJC	644.4	15.7	2.4%	1,203.4	37.4	3.1%	1,118.8	39.1	3.5%

Nguồn: PSI, PVT

PVT cũng có những lợi thế đặc thù khi độc quyền vận chuyển dầu đầu vào cho NM Lọc hóa dầu Dung Quất cũng như chiếm thị phần chính trong việc vận chuyển các sản phẩm dầu ra của NM Lọc hóa dầu Dung Quất trong thời gian qua.

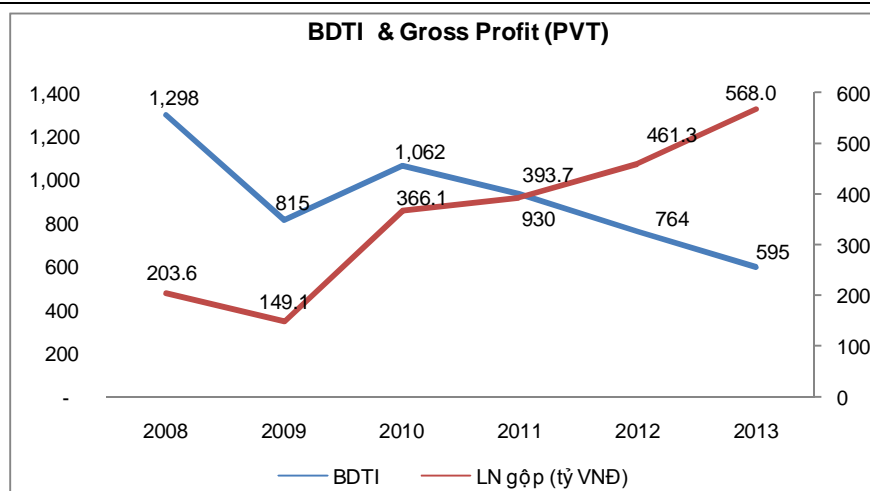
Theo quan sát của chúng tôi thì chỉ số BDTI, chỉ số vận tải dầu thô đang có xu hướng giảm và vẫn giảm trong thời gian vừa qua về mức 595 điểm và giảm -12,9% so với cùng kỳ năm 2012. Mặc dù giá cước tiếp tục có xu hướng giảm trong năm 2013 nhưng chúng tôi dự báo giá cước sẽ bắt đầu phục hồi từ giữa năm 2014 và có thể tăng trở lại với mức tăng 5%/năm trong tương lai.

Biểu đồ 4: Biến động chỉ số vận tải hàng lỏng


Thời gian	% hôm trước	% 1 tháng	% 3 tháng	% 6 tháng	% 1 năm	% 2 năm	% 5 năm
% thay đổi	-0.7%	1.8%	-4.9%	-4.0%	-12.9%	-29.9%	-118.2%
BDTI	599	584	624	619	672	773	1,298

Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

Với việc bình quân giá cước vận tải không tăng mà hoạt động vận tải dầu thô của PVT có lãi chứng tỏ PVT đã giảm được đáng kể chi phí sản xuất kinh doanh, cũng như trong năm 2013, các khoản vay của PVT được điều chỉnh lãi suất dẫn tới chi phí tài chính giảm mạnh và hiệu quả kinh doanh tăng cao.

Biểu đồ 5: Biến động BDTI với LN gộp của PVT


Nguồn: Bloomberg, PVT, PSI tổng hợp

Mặc dù xu hướng giá cước vận tải dầu thô tiếp tục giảm mạnh trong thời gian qua nhưng lợi nhuận của PVT lại tăng dần hàng năm. Mặc dù triển vọng thị trường không thật sự thuận lợi nhưng hoạt động của PVT vẫn tỏ ra rất hiệu quả so sánh với thị trường chung.

Việc quản lý chi phí của PVT trong thời gian qua đã được quản lý chặt chẽ và tỷ lệ chi phí quản lý & chi phí bán hàng/doanh thu trong thời gian qua bình quân chỉ ở mức 4%/doanh thu là mức ổn định. Trong 6T/2013, PVT đã giảm mạnh chi phí quản lý và giảm tới 2% so với cùng kỳ năm 2012 và bình quân chi phí

quản lý/doanh thu chỉ ở mức 2,6% và tổng chi phí quản lý và chi phí bán hàng/doanh thu chỉ ở mức 2,8%/doanh thu. Chi phí quản lý của PVT giảm trong 9T/2013 nhờ việc PVT hoàn nhập dự phòng khoản phải thu khó đòi PVT đã trích trong năm 2012.

Bảng 7: Chi phí hoạt động của PVT

Chi phí (Tỷ VND)	6T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí hoạt động	64.4	-38.4%	248.0	925.9%	137.9	200.4%	117.4	695.3%
Chi phí bán hàng	3.5	25.0%	9.2		2.6		4.7	
Chi phí quản lý	60.9	-40.2%	238.8	888.0%	135.3	194.7%	112.7	663.6%
Tỷ lệ chi phí/Doanh thu (%)	6T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí hoạt động/ Doanh thu (%)	2.8%	-2.0%	5.6%	1.1%	3.3%	-6.1%	3.3%	1.7%
Chi phí bán hàng/ Doanh thu	0.2%	0.0%	0.2%		0.1%		0.1%	
Chi phí quản lý/ Doanh thu	2.6%	-2.0%	5.4%	2.1%	3.3%	0.1%	3.2%	-1.7%

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Tín hiệu tích cực trong cơ cấu vốn

Một trong các rủi ro chính của PVT trong thời gian qua là chi phí tài chính và các khoản vay đầu tư tài sản cố định của PVT trong thời gian trước để lại đã gây những khó khăn rất lớn lên hoạt động của PVT cũng như việc cân đối dòng tiền và đảm bảo làm ăn có lãi.

Trong 6T/2013, PVT đã giảm mạnh chi phí lãi suất với mức giảm -24,1% và chi phí chênh lệch tỷ giá cũng giảm mạnh do tỷ giá USD giảm 1% so với cùng kỳ năm 2012. Thêm vào đó năm 2012, PVT đã hạch toán hết phần chênh lệch tỷ giá của các năm trước nên chi phí tài chính cao hơn so với bình quân. Năm 2013, PVT chỉ hạch toán chênh lệch tỷ giá với giá trị nhỏ nên cũng giảm được chi phí tài chính trong năm.

Bảng 8: Tình hình nợ thương mại của PVT

Nợ vay (Tỷ đồng)	6T/2013	%YoY	2012	%YoY	2011	YoY	2010	YoY
Tổng nợ vay thương mại	4,256.7	0.0%	3,950.0	-8.2%	4,302.9	4.9%	4,103.0	25.2%
Nợ ngắn hạn	919.4	-2.6%	944.2	20.2%	785.5	-15.5%	929.4	59.3%
Nợ dài hạn	3,337.3	11.0%	3,005.9	-14.5%	3,517.4	10.8%	3,173.5	17.8%
Chi phí tài chính (tỷ đồng)	6T/2013	YoY	2012	YoY	2011	YoY	2010	YoY
Chi phí lãi vay (tỷ đồng)	56.9	-24.1%	133.1	-20.3%	167.0	23.7%	135.0	28.6%
Chi phí tài chính/Tổng nợ (%)	1.3%	-4.8%	3.4%	-0.5%	3.9%	-2.7%	3.3%	0.1%

Nguồn: PSI, PVT

Các khoản vay của PVT tăng trong năm 2013 do việc giải ngân vào dự án tàu PVT Mercury 104.000 DWT mà PVT mới nhận bàn giao từ Nhà máy đóng tàu Dung Quất. Việc tiếp nhận tàu PVT Mercury sẽ tác động tới gia tăng các khoản vay của PVT và các chi phí vận hành phát sinh khi mới đưa tàu vào hoạt động. Thêm vào đó, PVT sẽ vẫn gia tăng các khoản vay để tài trợ cho dự án tàu FPSO 105.000 DWT đang được đóng mới.

Nợ vay của PVT sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn 2013 – 2015 do PVT đầu tư mới 2 tàu PVT Mercury 104.000 DWT (với tổng giá trị 1.150 tỷ đồng) và tàu FSO với tổng giá trị 123,79 triệu USD dự kiến sẽ hoàn thành trong năm 2015. Vì vậy theo tính toán của chúng tôi tổng nợ vay dài hạn sẽ tiếp tục tăng trong giai đoạn này.

Bảng 9: Cơ cấu nợ vay và trả nợ của PVT thời gian tới

Nợ ngắn hạn	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Đầu kỳ		944,153	919,397	589,325	820,031	1,389,259
Tăng/giảm		(24,756)	(330,072)	230,706	569,228	1,138,456
Cuối kỳ	944,153	919,397	589,325	820,031	1,389,259	2,527,715
Bình quân		931,775	754,361	704,678	1,104,645	1,958,487
Nợ dài hạn						
VND (Triệu VND)	1,230,163	1,015,828				
USD (Triệu USD)	151,167	3,240,899				
Đầu kỳ		3,005,859	4,523,444	4,734,120	4,944,795	4,132,641
Tăng nợ gốc		2,436,983	800,000	800,000	-	-
Giảm nợ gốc		(919,397)	(589,325)	(589,325)	(812,153)	(812,153)
Cuối kỳ	3,005,859	4,523,444	4,734,120	4,944,795	4,132,641	3,320,488
Bình quân		3,764,652	4,628,782	4,839,457	4,538,718	3,726,564
Chi phí lãi vay		117,411	134,579	138,603	141,084	142,126

Nguồn: PSI dự báo, PVT

Trong giai đoạn từ 2013 – 2017, PVT hiện nay mới chỉ có kế hoạch đầu tư 2 tàu như đã nói ở trên với capex dự kiến như sau:

Bảng 10: Các dự án đầu tư mới của PVT

Capex (Triệu đồng)	2013	2014	2015	2016	2017
PVT Mercury 104.000 DWT	175,000	-	-	-	-
FPSO 105.000 DWT	550,000	550,000	550,000	-	-
Khác	20,000	20,000	20,000	20,000	20,000

Nguồn: PVT, PSI dự báo

DỰ BÁO TÀI CHÍNH

Với các thông tin chúng tôi thu thập được thì chúng tôi dự báo kết quả kinh doanh của PVT trong giai đoạn 2013-2017 như sau:

Bảng 11: Dự báo mô hình doanh thu, giá vốn, lợi nhuận gộp của PVT

	2012A	6T/2013A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Vận tải biển	1,795,515	1,218,118	2,497,142	2,805,142	2,945,399	3,092,669	3,247,302
FSO/FPSO	255,421	204,069	418,342	439,259	461,222	484,283	508,498
Thương mại	1,353,108	796,263	1,592,527	1,791,689	2,015,759	2,267,851	2,551,469
Dịch vụ khác	1,086,533	105,767	211,534	232,687	255,956	281,552	309,707
Tổng doanh thu	4,490,578	2,324,218	4,719,545	5,268,778	5,678,336	6,126,355	6,616,976
Giá vốn hàng bán (%)							
Vận tải biển	83.9%	81.7%	81.7%	81.0%	80.0%	80.0%	80.0%
FSO/FPSO	80.5%	87.6%	87.6%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%
Thương mại	98.6%	97.2%	97.2%	97.2%	97.2%	97.2%	97.2%
Dịch vụ khác	90.5%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%	92.8%
Biên lợi nhuận gộp (%)							
Vận tải biển	16.1%	18.3%	18.3%	19.0%	20.0%	20.0%	20.0%
FSO/FPSO	19.5%	12.4%	12.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
Thương mại	1.4%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
Dịch vụ khác	9.5%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
Lợi nhuận gộp							
Vận tải biển	289,291	222,498	456,122	532,977	589,080	618,534	649,460
FSO/FPSO	49,924	25,346	51,960	65,889	69,183	72,643	76,275
Thương mại	18,477	22,341	44,681	50,269	56,556	63,629	71,586
Dịch vụ khác	103,605	7,643	15,286	16,814	18,496	20,345	22,380
Tổng lợi nhuận gộp	461,297	277,828	568,048	665,949	733,315	775,150	819,701
Giá vốn hàng bán							
Vận tải biển	1,506,224	995,620	2,041,020	2,272,165	2,356,319	2,474,135	2,597,842
FSO/FPSO	205,497	178,723	366,383	373,370	392,039	411,641	432,223
Thương mại	1,334,631	773,923	1,547,845	1,741,420	1,959,203	2,204,222	2,479,883
Dịch vụ khác	982,928	98,124	196,248	215,873	237,460	261,206	287,327
Tổng giá vốn hàng bán	4,029,281	2,046,390	4,151,496	4,602,828	4,945,021	5,351,204	5,797,275

Nguồn: PSI, PVT

Bảng 12: Kết quả dự báo của PVT

Triệu VND	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Doanh thu thuần	4,460,578	4,719,545	5,268,778	5,678,336	6,126,355	6,616,976
Tăng trưởng (%)	7.3%	5.8%	11.6%	7.8%	7.9%	8.0%
Giá vốn hàng bán	3,999,280	4,151,496	4,602,828	4,945,021	5,351,204	5,797,275
% Doanh thu	89.7%	88.0%	87.4%	87.1%	87.3%	87.6%
Lợi nhuận gộp	461,298	568,048	665,949	733,315	775,150	819,701
% Doanh thu	10.3%	12.0%	12.6%	12.9%	12.7%	12.4%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	247,988	179,343	221,289	238,490	257,307	277,913
% Doanh thu	5.6%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Chi phí quản lý	238,819	169,904	210,751	227,133	245,054	264,679
% Doanh thu	5.4%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Chi phí bán hàng	9,169	9,439	10,538	11,357	12,253	13,234
% Doanh thu	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT (Lợi nhuận hoạt động)	213,310	388,706	444,661	494,825	517,844	541,788
% Doanh thu	4.8%	8.2%	8.4%	8.7%	8.5%	8.2%
Doanh thu/chi phí tài chính	331,752	90,287	95,041	103,895	109,353	107,322
% Doanh thu	7.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%
Lợi nhuận khác	151,626	47,195	52,688	56,783	61,264	66,170
% Doanh thu	-3.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Lợi nhuận trước thuế	33,184	345,614	402,308	447,713	469,754	500,636
% Doanh thu	0.7%	7.3%	7.6%	7.9%	7.7%	7.6%
Thuế TNDN	25,604	100,228	92,531	102,974	108,043	115,146
% Doanh thu	77.2%	29.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Lợi nhuận sau thuế	7,580	245,386	309,777	344,739	361,711	385,490
Net income margin	0.2%	5.2%	5.9%	6.1%	5.9%	5.8%
LNST của công ty mẹ	109,287	233,117	278,799	310,265	325,540	346,941
LNST của công ty mẹ/LNST HN	1441.8%	95.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
EPS	470	1,002	1,199	1,334	1,400	1,492
Tăng trưởng (%)	331.2%	113.2%	19.6%	11.3%	4.9%	6.6%
Cổ tức	-	186,080	232,600	232,600	232,600	232,600
Tỷ lệ cổ tức/cổ phiếu	0.0%	8.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%

Nguồn: PVT, PSI tổng hợp và dự báo

ĐỊNH GIÁ

Với việc đầu tư mới thêm 2 tàu 104.000 DWT và 105.000 DWT thì áp lực về dòng tiền với PVT trong thời gian tới vẫn tiếp tục là vấn đề đáng lo ngại. Tỷ lệ nợ vay có thể sẽ tiếp tục gia tăng trong thời gian tới khi mà các dự án này được đẩy mạnh triển khai.

Chúng tôi dự báo PVT cũng có thể trả cổ tức ở mức 5-7% cho năm tài chính 2013 và có thể được thông qua vào đại hội cổ đông của PVT trong năm 2014 do hoạt động của PVT trong năm 2013 vượt rất xa kế hoạch kinh doanh tại đại hội cổ đông năm 2013 cũng như hoạt động kinh doanh đã ổn định trở lại.

Với đội ngũ điều hành tốt hiện nay của PVT, theo đánh giá của chúng tôi thì triển vọng kinh doanh cũng PVT khá khả quan so với ngành vận tải biển Việt Nam hiện nay. Mức định giá của PVT hoàn toàn có cơ sở để có mức định giá cao hơn so với những công ty bình quân trong ngành. Triển vọng tăng trưởng EPS của PVT cũng rất khả quan trong giai đoạn 2013 – 2017 với mức tăng trưởng bình quân 31,1%/năm và tăng đột biến mạnh trong năm 2013 (+113,2%), và ổn định giai đoạn 2014 – 2017 bình quân ở mức 10,6%/năm.

Bảng 13: Định giá theo DCF
Phương pháp DCF
(Triệu VND)

	Năm tài chính kết thúc vào 31/12				
	2013P	2014P	2015P	2016P	2017P
EBIT	388,706	444,661	494,825	517,844	541,788
Trừ: Thuế TNDN	(100,228)	(92,531)	(102,974)	(108,043)	(115,146)
Dòng tiền thuần từ khác	288,478	352,130	391,851	409,800	426,642
+ Khấu hao và điều chỉnh	365,783	429,679	429,683	579,683	579,687
- Đầu tư mới TSCĐ	(495,000)	(570,000)	(820,000)	(20,000)	(20,000)
- Thay đổi vốn lưu động dòng	(29,751)	(63,656)	(51,238)	(48,150)	(54,653)
Dòng tiền tự do	129,510	148,153	(49,704)	921,333	931,676

Phương pháp định giá DCF	
	Tăng trưởng
	5.0%
Present Value of Free Cash Flows	1,159,930
Present Value of Terminal Value	4,501,446
Enterprise Value	5,661,376
Trừ: Nợ thuần (31/12/2012)	2,861,020
Equity Value	2,800,356
SLCP lưu hành	232,600,000
Giá cổ phiếu (VND)	12,039

Bảng 14: So sánh với một số công ty khác
Phương pháp so sánh
(Tỷ VND)

Công ty	Enterprise Value	Equity Value	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA	LNST	P/E	EBITDA	EV/EBITDA
Trong nước:										
VTO	1,433,747	386,447	31,488	12.3x	280,767	5.1x	28,339	13.6x	252,690	1.5x
VIP	1,269,284	486,452	141,500	3.4x	254,731	5.0x	70,750	6.9x	203,785	2.4x
PSC	98,891	48,000	7,281	6.6x	19,441	5.1x	6,553	7.3x	17,497	2.7x
PIC	37,710	40,642	10,930	3.7x	30,096	1.3x	9,837	4.1x	27,087	1.5x
Tổng nội địa	2,839,630	961,540	191,198	5.0x	585,036	4.9x	115,478	8.3x	501,059	5.7x
Khu vực Châu Á:										
2GO PM	4,076,819	2,134,615	266,200	8.0x	1,197,367	3.4x	252,890	8.4x	1,137,499	1.9x
ESL IN	19,542,874	1,197,845	96,851	12.4x	3,317,441	5.9x	92,008	13.0x	3,151,569	0.4x
TMAS IJ	2,530,503	490,330	96,183	5.1x	520,318	4.9x	91,373	5.4x	494,302	1.0x
LSC PM	864,234	380,680	28,323	13.4x	317,999	2.7x	26,907	14.1x	302,100	1.3x
Tổng quốc tế	27,014,430	4,203,470	487,556	8.6x	5,353,125	5.0x	463,178	9.1x	5,085,469	5.3x
Bình quân chung	29,854,061	5,165,010	678,754	7.6x	5,938,161	5.0x	578,657	8.9x	5,586,528	5.3x

Nguồn: PSI dự báo

Chúng tôi đánh giá giá trị của PVT vào khoảng **12.000 VND/cổ phần** tại thời điểm hiện tại.

Bảng 15: Các tỷ lệ PE, EV/BITDA dự phóng với giá hiện tại

Năm	P/E	EV/BITDA
2013F	12.0x	3.9x
2014F	10.0x	3.4x
2015F	9.0x	3.2x
2016F	8.6x	2.7x
2017F	8.0x	2.6x

Nguồn: PSI dự báo

PHỤ LỤC

BẢNG CÂN ĐỐI KẾ TOÁN

(Triệu VND)	Năm tài chính 31/12					
	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Tài sản						
Tiền và tương đương tiền	1,088,992	1,714,302	1,655,941	1,386,109	1,215,280	1,063,761
Đầu tư ngắn hạn	142,335	142,335	142,335	142,335	142,335	142,335
Phải thu khách hàng	937,351	991,770	1,107,187	1,193,252	1,287,399	1,390,499
Phải thu khác	198,546	198,546	198,546	198,546	198,546	198,546
Tồn kho	83,264	86,433	95,829	102,954	111,410	120,697
TS ngắn hạn khác	32,192	32,192	32,192	32,192	32,192	32,192
Tổng tài sản ngắn hạn	3,227,643	3,165,577	3,232,029	3,055,387	2,987,161	2,948,029
TSCĐ hữu hình	3,499,915	4,284,263	4,424,584	6,694,901	6,135,219	5,575,532
TSCĐ vô hình	2,965	2,965	2,965	2,965	2,965	2,965
TSCĐ thuê tài chính	-	-	-	-	-	-
XDCB dở dang	647,392	346,952	746,952	46,952	51,647	56,812
Investment property	8,511	8,511	8,511	8,511	8,511	8,511
Đầu tư dài hạn	345,395	345,395	345,395	345,395	345,395	345,395
TS dài hạn khác	198,035	198,035	198,035	198,035	198,035	198,035
TỔNG TÀI SẢN	7,931,986	8,351,699	8,958,472	10,352,147	9,728,934	9,135,280
Phải trả						
Phải trả ngắn hạn						
Phải trả khách hàng	405,197	420,619	466,346	501,017	542,170	587,365
Trả trước cho người bán	9,200	9,200	9,200	9,200	9,200	9,200
Thuế và các khoản phải nộp	34,323	42,397	48,619	49,034	54,823	59,138
Phải trả người lao động	74,782	79,123	88,331	95,198	102,709	110,934
Dự phòng	-	-	-	-	-	-
Phải trả nội bộ	-	-	-	-	-	-
Tổng phải trả ngắn hạn	604,659	867,682	1,516,675	2,356,830	1,847,432	931,814
Phải trả ngắn hạn khác	47,492	47,492	47,492	47,492	47,492	47,492
Nợ dài hạn						
Nợ ngắn hạn	944,153	919,397	589,325	820,031	1,232,031	2,056,029
Nợ dài hạn	3,005,859	3,868,314	4,078,990	4,289,665	3,634,740	2,979,815
Tổng nợ dài hạn	3,950,012	4,787,711	4,668,314	5,109,696	4,866,770	5,035,845
Tổng nợ phải trả	4,602,163	5,702,886	6,232,482	7,514,018	6,761,694	6,015,151
Vốn chủ sở hữu						
Vốn góp chủ sở hữu	2,326,000	2,326,000	2,326,000	2,326,000	2,326,000	2,326,000
Lợi nhuận chưa phân phối	106,191	165,497	242,674	354,813	483,924	636,813
Các quỹ	157,316	157,316	157,316	157,316	157,316	157,316
Khác	-	-	-	-	-	-
Tổng vốn chủ sở hữu	2,589,507	2,648,813	2,725,990	2,838,129	2,967,240	3,120,130
TỔNG NGUỒN VỐN	7,931,986	8,351,699	8,958,472	10,352,147	9,728,934	9,135,280

Nguồn: PVT, PSI dự báo

BÁO CÁO KẾT QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Triệu VND	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Tổng doanh thu	4,460,839	4,719,545	5,268,778	5,678,336	6,126,355	6,616,976
Tăng trưởng (%)	7.3%	5.8%	11.6%	7.8%	7.9%	8.0%
Các khoản giảm trừ	262	-	-	-	-	-
% Doanh thu	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Doanh thu thuần	4,460,578	4,719,545	5,268,778	5,678,336	6,126,355	6,616,976
Tăng trưởng (%)	7.3%	5.8%	11.6%	7.8%	7.9%	8.0%
Giá vốn hàng bán	3,999,280	4,151,496	4,602,828	4,945,021	5,351,204	5,797,275
% Doanh thu	89.7%	88.0%	87.4%	87.1%	87.3%	87.6%
Lợi nhuận gộp	461,298	568,048	665,949	733,315	775,150	819,701
% Doanh thu	10.3%	12.0%	12.6%	12.9%	12.7%	12.4%
Chi phí bán hàng & chi phí quản lý	247,988	179,343	221,289	238,490	257,307	277,913
% Doanh thu	5.6%	3.8%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
Chi phí quản lý	238,819	169,904	210,751	227,133	245,054	264,679
% Doanh thu	5.4%	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
Chi phí bán hàng	9,169	9,439	10,538	11,357	12,253	13,234
% Doanh thu	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EBIT (Lợi nhuận hoạt động)	213,310	388,706	444,661	494,825	517,844	541,788
% Doanh thu	4.8%	8.2%	8.4%	8.7%	8.5%	8.2%
Khấu hao	365,783	365,783	429,679	429,683	579,683	579,687
% Doanh thu	8.2%	7.8%	8.2%	7.6%	9.5%	8.8%
EBITDA	398,966	711,396	831,986	877,395	1,049,437	1,080,323
% Doanh thu	8.9%	15.1%	15.8%	15.5%	17.1%	16.3%
Doanh thu/chi phí tài chính	331,752	90,287	95,041	103,895	109,353	107,322
% Doanh thu	7.4%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.6%
Lợi nhuận khác	151,626	47,195	52,688	56,783	61,264	66,170
% Doanh thu	-3.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
Lợi nhuận trước thuế	33,184	345,614	402,308	447,713	469,754	500,636
% Doanh thu	0.7%	7.3%	7.6%	7.9%	7.7%	7.6%
Thuế TNDN	25,604	100,228	92,531	102,974	108,043	115,146
% Doanh thu	77.2%	29.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
Lợi nhuận sau thuế	7,580	245,386	309,777	344,739	361,711	385,490
Net income margin	0.2%	5.2%	5.9%	6.1%	5.9%	5.8%
LNST của công ty mẹ	109,287	233,117	278,799	310,265	325,540	346,941
LNST của công ty mẹ/LNST HN	1441.8%	95.0%	90.0%	90.0%	90.0%	90.0%
EPS	470	1,002	1,199	1,334	1,400	1,492
Tăng trưởng (%)	331.2%	113.2%	19.6%	11.3%	4.9%	6.6%

Nguồn: PVT, PSI dự báo

BÁO CÁO LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ

(Triệu VND)	2012A	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
EBITDA	398,966	711,396	831,986	877,395	1,049,437	1,080,323
Giảm: Thuế	(25,604)	(100,228)	(92,531)	(102,974)	(108,043)	(115,146)
Giảm: Chi phí tài chính	(331,752)	(90,287)	(95,041)	(103,895)	(109,353)	(107,322)
Giảm: Mua mới TSCĐ	-	(495,000)	(570,000)	(820,000)	(20,000)	(20,000)
Add: Extraordinary Income	(151,626)	(47,195)	(47,195)	(47,195)	(47,195)	(47,195)
Thay đổi vốn lưu động						
Đầu tư ngắn hạn	329,612	-	-	-	-	-
Tỷ lệ cổ tức/cổ phiếu	(234,185)	(54,420)	(115,416)	(86,065)	(94,147)	(103,100)
0	(14,129)	-	-	-	-	-
0	10,402	(3,169)	(9,397)	(7,124)	(8,457)	(9,287)
BALANCE SHEET	23,241	-	-	-	-	-
Investment property	(25,146)	15,422	45,728	34,670	41,153	45,195
Đầu tư dài hạn	(8,551)	-	-	-	-	-
TS dài hạn khác	(11,429)	8,074	6,221	415	5,789	4,314
TỔNG TÀI SẢN	-	-	-	-	-	-
Thay đổi vốn lưu động	99,868	(29,751)	(63,656)	(51,238)	(48,150)	(54,653)
Lưu chuyển tiền từ hoạt động kinh doanh		(51,065)	(36,436)	(247,907)	716,695	736,007
Tăng/giảm vốn vay		862,456	210,675	210,675	(654,925)	(654,925)
Lưu chuyển tiền sau tài chính		811,390	174,239	(37,232)	61,770	81,082
Trả cổ tức		(186,080)	(232,600)	(232,600)	(232,600)	(232,600)
Lưu chuyển tiền sau trả cổ tức		625,310	(58,361)	(269,832)	(170,830)	(151,518)
Thay đổi vốn từ tài chính		625,310	(58,361)	(269,832)	(170,830)	(151,518)
Thay đổi tiền thuần		625,310	(58,361)	(269,832)	(170,830)	(151,518)
Tiền đầu kỳ		1,088,992	1,714,302	1,655,941	1,386,109	1,215,280
Tiền cuối kỳ	1,088,992	1,714,302	1,655,941	1,386,109	1,215,280	1,063,761

**KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG**

Báo cáo này được thực hiện bởi Phòng Phân tích - Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí (PSI). Những thông tin trong báo cáo này được thu thập từ các nguồn đáng tin cậy và đánh giá một cách thận trọng. Tuy nhiên, Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí không chịu bất kỳ trách nhiệm nào đối với tính chính xác, trung thực, đầy đủ của các thông tin được cung cấp cũng như những tổn thất có thể xảy ra khi sử dụng báo cáo này. Mọi thông tin, quan điểm trong báo cáo này có thể được thay đổi mà không cần báo trước. Báo cáo này được xuất bản với mục đích cung cấp thông tin và hoàn toàn không hàm ý khuyến cáo người đọc mua, bán hay nắm giữ chứng khoán.

Người đọc cần lưu ý: Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí có thể có những hoạt động hợp tác với các đối tượng được nêu trong báo cáo và có thể có xung đột lợi ích với các nhà đầu tư.

Báo cáo này thuộc bản quyền của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí. Mọi hành vi in ấn, sao chép, sửa đổi nội dung mà không được sự cho phép của Công ty cổ phần Chứng khoán Dầu khí đều được coi là sự vi phạm pháp luật.

**PSI** CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ**Phòng Nghiên cứu và Phân tích**

Điện thoại: +84 3934 3888

Email: research@psi.vn**Người viết: Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736**hanhnm@psi.vn**Phó Trưởng phòng Phụ trách**

Nguyễn Minh Hạnh, ext 6736

Email: hanhnm@psi.vn