

### CTCP VẬN TẢI DẦU KHÍ

#### Thông tin cổ phiếu

Ngày 23/05/2014

Mã chứng khoán	PVT
Ngành	Vận tải công nghiệp
Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	12.800
Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	2.977
KLCP đang lưu hành	232.600.000
P/E trailing (thị trường)	12,1
P/B (thị trường)	1,0

- Doanh thu thuần năm 2013 đạt 4.961 tỷ đồng (+11,2% yoy, vượt 20,5% KH) và LNST đạt 313 tỷ đồng, tăng hơn 41 lần so với năm 2012 và vượt hơn 8 lần kế hoạch nhờ sự đóng góp của mảng vận tải và các chi phí QLDN, chi phí tài chính được cải thiện đáng kể,
- KQKD Q1.2014 có sự tăng trưởng khá hơn so với cùng kỳ năm trước với doanh thu tăng 8,4% yoy, hoàn thành 29% KH và LNST tính cho cổ đông công ty mẹ tăng 14,2% yoy, hoàn thành 37% KH.
- PVT đặt kế hoạch năm 2014 với doanh thu đạt 4.675 tỷ đồng (-5,8% yoy) và LNST đạt 136 tỷ đồng (-56,5%) do có nhiều sự kiện gây trở ngại cho hoạt động của công ty như việc NMLD Dung Quất và dàn Đại Hùng ngừng sản xuất để sửa chữa nhưng chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải duy trì ở mức cao, mảng FSO/FPSO tăng trưởng ổn định và tỷ giá biến đổi không nhiều. Do đó chúng tôi dự báo doanh thu vẫn có thể đạt 5.368 tỷ đồng (+8,2% yoy) và LNST cho cổ đông công ty mẹ đạt 234 tỷ đồng (-2% yoy). Theo đó, EPS forward trước khi chia tách cổ phiếu đạt 1.006 đồng/CP và sau khi chia đạt 916 đồng/CP. Với thị giá ngày 23/5/2014 thì P/E forward đang ở mức 13x, chưa thực sự hấp dẫn. Một số quan ngại khi đầu tư bao gồm khả năng PVT được vận chuyển than cho nhà máy Vũng Áng, khả năng đội tàu chạy tuyến quốc tế hiệu quả, khả năng tàu Mercury chạy ổn định và khả năng tỷ giá được giữ ổn định tới hết năm. Do đó, chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu PVT.

Chỉ tiêu tài chính	2010	2011	2012	2013
DTT (tỷ đồng)	3.536	4.157	4.461	4.961
+/- yoy (%)	83%	18%	7%	11%
LNST (tỷ đồng)	39	43	8	314
+/- yoy (%)	N/A	11%	-82%	4039%
TTS (tỷ đồng)	7.761	8.029	7.932	9.548
+/- yoy (%)	21%	3%	-1%	20%
VCSH (tỷ đồng)	2.342	2.274	2.590	2.819
+/- yoy (%)	63%	-3%	14%	9%
Nợ/TTS (%)	60%	63%	58%	22%
TS LN gộp (%)	49%	40%	44%	62%
TS LN ròng (%)	1%	1%	0%	6%
BV (đồng)	10.070	9.778	11.133	12.118
EPS - TTM (đồng)	167	186	33	1.349
ROA (%)	1%	1%	0%	3%
ROE (%)	2%	2%	0%	11%

#### NỘI DUNG:

- Vài nét về công ty - Trang 2
- Vị thế của công ty - Trang 3
- KQKD 2013 - Trang 5
- KQKD Q1.2014 - Trang 6
- Triển vọng 2014 và giả định - Trang 7
- Quan điểm đầu tư - Trang 9

**Cam kết, Điều khoản sử dụng tại Trang 12**

**Thông kê cổ phiếu** theo một số tiêu chí của VCBS cập nhật tại

[www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx](http://www.vcbs.com.vn/Research/Report.aspx)

**Tin vĩ mô, tài chính và doanh nghiệp** cập nhật tại [www.vcbs.com.vn](http://www.vcbs.com.vn)

**VCBS Bloomberg Page:** <VCBS><go>

Nguyễn Quang Huy  
+ 84 4 39366425 (ext.120)  
nqhuy@vcbs.com.vn

23.05.2014  
Bộ phận Nghiên cứu-Phân tích  
VCBS

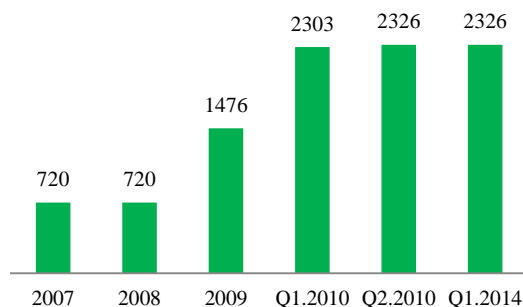
### Vài nét về công ty

#### PVN nắm giữ gần 60% cổ phần

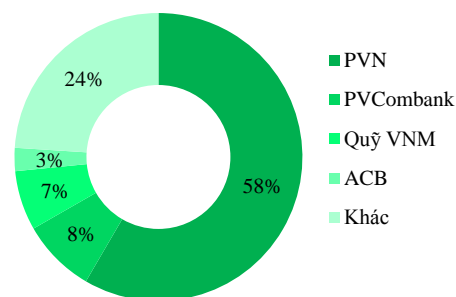
**Lịch sử hình thành:** PVT là một đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc gia Việt Nam (PVN), được thành lập vào T5.2002. PVT chính thức hoạt động dưới hình thức công ty cổ phần vào T5.2007 và được niêm yết trên sàn HSX trong tháng 12 năm đó. Công ty đã nâng vốn điều lệ chỉ từ 720 tỷ đồng năm 2007 lên 2.326 tỷ đồng năm 2010 và giữ nguyên cho tới hiện tại.

**Cơ cấu cổ đông:** Công ty mẹ PVN nắm giữ 58,4% cổ phần, theo sau là Ngân hàng TMCP Đại chúng Việt Nam (PVcomBank) với 8,32% cổ phần và quỹ ETF Van Eck với 6,7% cổ phần. Ngân hàng TMCP Á Châu (ACB) cũng sở hữu 2,6% tổng số cổ phiếu của PVT.

**Quá trình tăng vốn**



**Cơ cấu cổ đông**



Nguồn: VCBS tổng hợp, số liệu tính đến T5.2014

### Vận tải đường biển và thương mại là hoạt động chủ đạo

#### Lĩnh vực hoạt động chính:

**Hoạt động vận tải:** chiếm 47% DT năm 2013. Đội tàu của PVT hiện có 17 chiếc, chuyên vận chuyển dầu thô (40%), dầu sản phẩm (26%), khí hóa lỏng (23%), chủ yếu phục vụ cho Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất với 899 chuyến tàu và khối lượng gần 9 triệu tấn thực hiện trong năm 2013. Ngoài ra doanh thu vận tải còn có sự đóng góp 11% từ vận tải biển hàng rời (than, phân bón) và vận tải đường bộ (taxi, ô tô cho thuê và xe bồn vận chuyển xăng dầu).

**Hoạt động kho nổi FSO/FPSO:** mang lại 7% DT năm 2013. PVT hiện đang quản lý khai thác kho nổi chứa dầu FSO Kamari ở mỏ Đại Hùng với sản lượng khai thác 14.000-15.000 thùng/ngày và kho nổi chứa và xử lý dầu thô FPSO Lewek Emas cho mỏ Chim Sáo với sản lượng khoảng 25.000-30.000 thùng/ngày. Công ty cũng đang trong quá trình chuyển đổi dự án đóng tàu 105.000 DWT trước đó thành FSO phục vụ mỏ Đại Hùng và có thể đưa vào khai thác trong T4.2015.

**Hoạt động thương mại và cung cấp dịch vụ khác:** chiếm 46% DT năm 2013, bao gồm các mảng như kinh doanh xăng dầu, khí hóa lỏng, buôn bán các thiết bị, máy móc hàng hải, dịch vụ đại lý, môi giới hàng hải, cung ứng, sửa chữa và bảo dưỡng tàu biển...

**Năng lực vận tải:** PVT có 3 tàu chở dầu thô, 7 tàu chở dầu sản phẩm với tổng trọng tải khoảng 436.000 DWT và 7 tàu chở khí với dung tích khoảng 20.840 m<sup>3</sup>. Ngoài ra công ty còn có đội xe gồm 600 taxi, 140 xe ô tô cho thuê và 17 xe bồn chở xăng và khí LPG.

Đội tàu PVT	Tổng trọng tải/dung tích	
Tàu chở dầu thô	PVT Athena - 105.177 DWT	<b>305.351 DWT</b>
	PVT Mercury - 104.000 DWT	
	Hercules M - 96.174 DWT	
Tàu chở dầu sản phẩm	PVT Dolphin - 45.888 DWT	<b>131.205 DWT</b>
	PVT Eagle - 33.425 DWT	
	PVT Sea Lion - 16.187 DWT	
	PV Oil Venus - 9.202 DWT	
	Phuong Dong Star - 9.045 DWT	
	PV Oil Jupiter - 8.758 DWT	
	PVT Dragon - 8.700 DWT	
Tàu chở khí	Oceanus - 4.900 m3	<b>20.842 m3</b>
	Cuulong Gas - 3.500 m3	
	Saigon Gas - 3.500 m3	
	Apollo Pacific - 3.438 m3	
	Aquamarine Gas - 1.904 m3	
	Hongha Gas - 1.800 m3	
	Viet Gas - 1.800 m3	

**Cấu trúc tổ chức công ty:** PVT có 7 công ty con và 4 công ty liên kết. Trong năm 2011 và 2012, 3 công ty con hoạt động trong lĩnh vực vận tải xăng dầu đường biển là PV Trans Pacific, PV Trans Oil và Southern PetroTrans đều có KQKD sụt giảm (thua lỗ lớn trong năm 2012) do lỗ chênh lệch tỉ giá cao. Năm 2013 hầu hết các công ty thành viên của PVT có sự tăng trưởng tốt với LNTT đạt 237 tỷ đồng, cải thiện hơn nhiều so với lợi nhuận âm năm 2012. Các công ty đóng góp lớn nhất vào lợi nhuận hợp nhất và lợi nhuận liên doanh liên kết của PVT trong năm 2013 gồm có các công ty vận chuyển khí và xăng dầu như GSP, PV Trans Pacific, Southern PetroTrans và công ty khai thác kho FSO/FPSO như PPS.

### KQKD các công ty con, công ty liên kết

Công ty thành viên	VDL (tỷ đồng)	Tỷ lệ sở hữu	Doanh thu (tỷ đồng)			LNTT (tỷ đồng)		
			2011	2012	2013	2011	2012	2013
Công ty con								
PV Trans Hà Nội	108	99,7%	139	107	130	1,7	0,3	5,9
PV Trans Vũng Tàu	156	99,8%	158	186	197	4,5	2	3,5
PV Trans Quảng Ngãi	20	95,0%	108	113	143	2,7	2,9	4,4
GSP	300	67,7%	719	714	882	65,2	66	74
PV Trans Pacific	943	64,9%	399	653	925	3,5	-67,4	51,4
PV Trans Oil	170	62,3%	484	451	631	0,3	-45,9	13,2
Southern PetroTrans	383	53,8%	442	407	559	0,5	-178	40,5
Công ty liên kết								
PV Tec	2	50,0%			291			-9,3
PPS	200	48,5%	392		422	34,7		39,2
PV Trans PTT	100	38,7%	341	381	578	-7,8	0,6	0,3
PV Trans PCT	230	22,6%	589	908	967	9,7	10,4	14,1

Nguồn: PVT

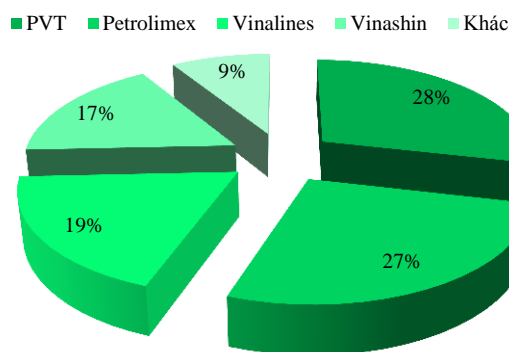
### Vị thế công ty

*PVT là công ty vận tải chuyên chở hàng cho PVN với đội tàu chở hàng lỏng lớn nhất cả nước*

**PVT là công ty vận tải chuyên chở hàng cho PVN**, vận chuyển dầu thô và các sản phẩm dầu khí giữa các công ty trong tập đoàn và với đối tác bên ngoài. Hiện tại, PVT đang đảm nhận vai trò đầu mối vận chuyển cho NMLD Dung Quất thuộc tập đoàn. Trong năm 2013, PVT đã vận chuyển 77 chuyến dầu thô đầu vào cho NMLD Dung Quất với tổng khối lượng 6 triệu tấn, vận chuyển 332 chuyến dầu sản phẩm với khối lượng 1,9 triệu tấn và vận chuyển 490 chuyến LPG với khối lượng 600 nghìn tấn. Trong thời gian từ năm 2017 trở đi, PVT có tiềm năng tăng trưởng cao khi các NMLD Nghi Sơn, Vũng Rô và Long Sơn sẽ đi vào hoạt động và NMLD Dung Quất được nâng công suất lên 10 triệu tấn/năm (hiện tại là 6,5 triệu tấn/năm).

**PVT có đội tàu chở hàng lỏng lớn nhất cả nước**, lớn hơn đội tàu của Petrolimex, Vinalines và Vinashin (hiện nay là SBIC).

### Thị phần theo trọng tải đội tàu hàng lỏng



Nguồn: PVT

### Tương quan các doanh nghiệp cùng ngành

Mã	TTS (tỷ đồng)	VCSH (tỷ đồng)	Nợ/TTS	TS LN ròng	ROA ttm	ROE ttm	EPS ttm	BVPS	P	PE	PB
PVT	9.658	2.869	61,9%	6,2%	3,3%	11,0%	1.039	12.333	12.800	12,1	1,0
VIP	1.775	981	44,3%	2,7%	1,2%	2,1%	347	16.403	10.600	28,3	0,6
VTO	2.180	1.052	51,8%	3,5%	2,5%	5,3%	704	13.338	6.300	8,7	0,5

Số liệu cập nhật đến Q1.2014 và theo thị giá ngày 23/5/2014. Nguồn: VCBS

*PVT có hệ số sinh lời và EPS cao hơn các công ty trong ngành nhưng thị giá cũng tương đối cao*

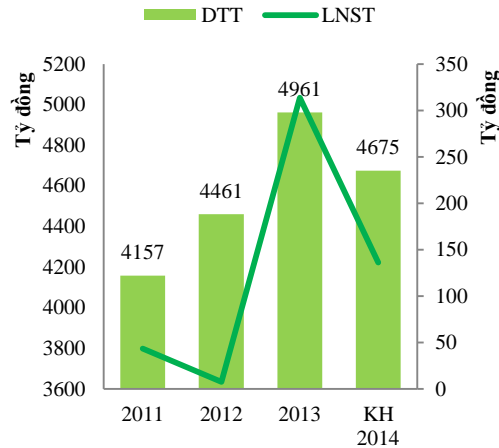
Chúng tôi chọn 2 công ty trong cùng ngành vận tải biển chở xăng dầu và khí hóa lỏng để so sánh với PVT là VIP và VTO (đều thuộc Tập đoàn Xăng dầu Petrolimex). PVT có quy mô về tài sản khoảng 9.658 tỷ đồng, lớn hơn nhiều so với 2 công ty còn lại, gấp 5,4 lần VIP và 4,4 lần VTO. Tuy nhiên do sử dụng đòn bẩy tài chính nhiều nên hệ số nợ của PVT đang cao hơn các công ty trong ngành.

Nhờ quy mô lợi thế và vị trí độc quyền vận tải trong PVN mà PVT hoạt động hiệu quả hơn, có tỷ suất lợi nhuận, hệ số sinh lời ROA, ROE và EPS cao hơn VIP và VTO (VIP và VTO phải chia sẻ hàng trong hệ thống của Petrolimex). Đặc biệt cũng do PVT dùng đòn bẩy tài chính nhiều nên ROE ở mức khá cao (~11%) so với mức 2%-5% của các công ty còn lại.

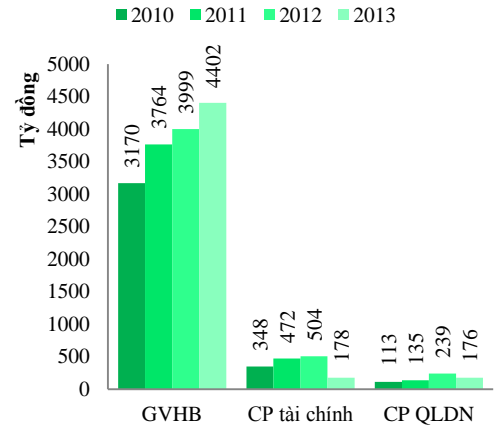
Xét về mặt bằng giá theo P/B thì PVT đang có thị giá tương đối cao hơn so với các doanh nghiệp trong ngành, với giá thị trường tương đương giá trị sổ sách trong khi VIP và VTO có giá thị trường chỉ bằng một nửa giá trị sổ sách. Đồng thời P/E của PVT đang ở mức 12x, cao hơn so với VTO (8x) nhưng thấp hơn nhiều so với mức 28x của VIP.

### KQKD 2013

#### Doanh thu và lợi nhuận



#### Chi phí



Nguồn: PVT

*LN tăng hơn 41 lần yoy chủ yếu do hoạt động chính - vận tải tăng trưởng tốt và không bị ảnh hưởng nhiều bởi việc hạch toán lỗ chênh lệch tỷ giá như năm trước*

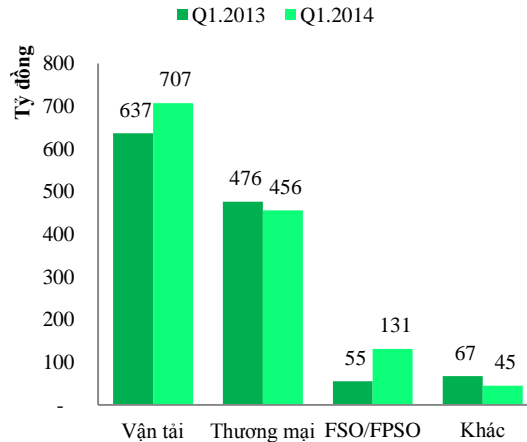
Doanh thu thuần năm 2013 đạt 4.961 tỷ đồng (+11,2% yoy, vượt 20,5% KH) và LNST đạt 313 tỷ đồng, tăng hơn 41 lần so với năm 2012 và vượt hơn 8 lần kế hoạch.

Doanh thu tăng trưởng khá nhờ đóng góp của hầu hết các mảng hoạt động, đặc biệt là mảng hoạt động chính – vận tải. Cụ thể vận tải (+31% yoy, chiếm 47% tổng DT), thương mại (+23% yoy, chiếm 34% DT) và FSO/FPSO (+61% yoy, chiếm 7% DT). Mảng vận tải tăng cao do (1) hoạt động vận chuyển của đội tàu ổn định xuyên suốt cả năm, không bị dừng vì NMLD Dung Quất sửa chữa đột xuất 2 lần như năm trước, (2) công ty đầu tư thêm 1 tàu vận chuyển dầu thô PVT Mercury 104.000 DWT vào T11.2013 và 1 tàu Oceanus 09 4.900 m<sup>3</sup>, 5.054 DWT cho công ty con GSP vận chuyển LPG vào T9.2013.

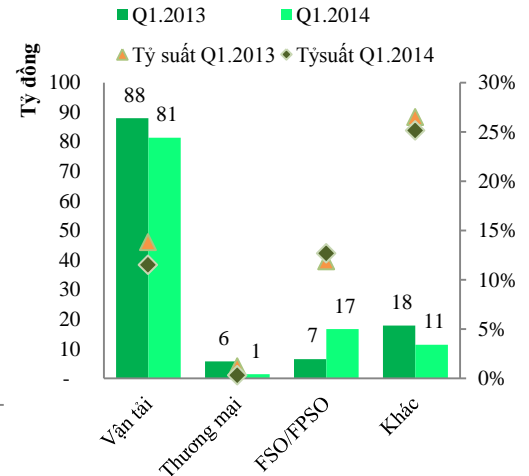
Lợi nhuận ròng tăng một phần nhờ doanh thu tăng và tỷ suất lợi nhuận gộp của hoạt động vận tải tăng từ 16% năm 2012 lên 20% năm 2013, đóng góp 86% vào tổng lợi nhuận gộp và góp phần tăng biên lợi nhuận gộp toàn công ty lên 11,3% từ 10,3%. Ngoài ra, các chi phí của PVT trong năm 2013 có được sự cải thiện đáng kể khi chi phí QLDN đã giảm 63 tỷ đồng (-26% yoy) và chi phí tài chính chỉ ở mức 178 tỷ đồng, giảm 326 tỷ đồng (-65% yoy) với việc tỷ giá thay đổi không đáng kể. Năm 2012 PVT đã hạch toán toàn bộ khoản lỗ chênh lệch tỷ giá chưa phân bổ từ các năm trước theo thông tư mới 179/2012/TT-BTC nên lỗ chênh lệch tỷ giá chưa thực hiện lên tới 333 tỷ đồng (+73% yoy). Do đó, LNST của cổ đông công ty mẹ cũng tăng cao và đạt 239 tỷ đồng (+119% yoy).

### KQKD Q1.2014

**Tăng trưởng doanh thu**



**Tăng trưởng LN gộp và tỷ suất**



Nguồn: PVT

*Doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng cao hơn so với cùng kỳ năm trước, mức tăng lần lượt là 8,4% yoy và 14,2% yoy*

KQKD Q1.2014 có sự tăng trưởng khá hơn so với cùng kỳ năm trước. Cụ thể, doanh thu thuần bán hàng và cung cấp dịch vụ đạt 1.339 tỷ đồng (+8,4% yoy, hoàn thành 29% KH) và LNST tính cho cổ đông công ty mẹ đạt 50 tỷ đồng (+14,2% yoy, hoàn thành 37% KH). Lợi nhuận tăng cao hơn doanh thu là do LN từ hoạt động tài chính tăng mạnh.

Doanh thu tăng hơn so với Q1 năm trước nhờ 2 hoạt động: vận tải và FSO/FPSO. Vận tải vẫn là mảng hoạt động chủ lực của PVT với doanh thu đạt 707 tỷ đồng, đóng góp 53% tổng doanh thu và tăng 11% yoy. FSO/FPSO tuy chỉ chiếm khoảng 10% doanh thu nhưng đang có sự tăng trưởng cao (~ + 137% yoy). Trong khi đó một hoạt động chính khác là thương mại (mang về 34% doanh thu) lại có sự sụt giảm nhẹ 4% yoy. Các dịch vụ khác chỉ đóng góp một phần không đáng kể, khoảng 3% doanh thu.

Ngoài FSO/FPSO có tỷ suất lợi nhuận gộp tăng từ 12% lên 13% thì các mảng còn lại đều có tỷ suất sụt giảm so với cùng kỳ năm trước: mảng vận tải và mảng dịch vụ khác giảm 2% xuống còn lần lượt 12% và 25%. Hoạt động thương mại có tỷ suất lợi nhuận gộp thấp, ở mức 0,3%, giảm xuống từ mức 1,2% trong Q1.2013. Theo đó, tỷ suất lợi nhuận gộp của toàn công ty đã giảm từ 9,6% xuống còn 8,3% và vì vậy lợi nhuận gộp chỉ đạt 111 tỷ đồng (- 6% yoy).

Trong Q1.2014, PVT có doanh thu từ hoạt động tài chính tăng hơn 7 tỷ đồng (~ + 31% yoy) nhờ lãi từ tiền gửi ngân hàng. Đồng thời chi phí tài chính lại giảm hơn 17 tỷ đồng (~ - 40% yoy) do lãi vay và lỗ chênh lệch tỷ giá giảm đáng kể so với cùng kỳ năm trước. Do đó, tuy chi phí QLDN đã tăng 5 tỷ đồng và lợi nhuận khác giảm 4 tỷ đồng nhưng LNST của PVT vẫn tăng so với Q1 năm trước và đạt hơn 61 tỷ đồng (+15,9% yoy).

### Các thông tin tài chính khác

*Tình hình tài chính lành mạnh hơn, lượng tiền mặt khá dồi dào*

PVT đang sở hữu một lượng tiền và tương đương tiền tương đối dồi dào, lên tới 2.338 tỷ đồng (~ 24% TTS) và đã tăng 1.250 tỷ đồng so với thời điểm cuối năm 2012. Nguyên nhân là do các



(~24% TTS)

khoản phải thu đã giảm đáng kể 1.174 tỷ đồng (~ -61%) trong cùng kỳ, đồng thời công ty tăng các khoản phải trả nhà cung cấp từ 422 tỷ đồng năm 2012 lên 1.350 tỷ đồng trong Q1.2014. Nhờ đó, khả năng thanh toán của PVT có xu hướng tốt dần trong những năm gần đây. Hệ số thanh toán hiện thời và thanh toán nhanh tương đương nhau và ở mức 1,8-2,0 lần, cao hơn so với mức 1,5-1,6 lần năm 2010. Đồng thời hệ số thanh toán tiền mặt hiện tại là 1,48 lần, gần gấp đôi so với các năm trước. Hệ số thanh toán của PVT đều lớn hơn 1, đảm bảo khả năng chi trả và an toàn về tài chính cho công ty khi các khoản công nợ và nợ vay đến kỳ đáo hạn.

Cơ cấu nợ-vốn chủ sở hữu của PVT khá ổn định qua các năm với hệ số nợ cao, luôn ở quanh mức 60% và hệ số nợ chịu lãi khoảng 45% -50%. Trong cơ cấu nợ thì nợ dài hạn chiếm đa số, gần 70% tổng nợ phải trả và 40% tổng nguồn vốn. Đặc biệt, tại thời điểm ngày 31/12/2014, công nợ phải trả có nguồn gốc ngoại tệ của PVT là 3.015 tỷ đồng, có khả năng làm phát sinh chi phí về chênh lệch tỷ giá lớn khi NHNN điều chỉnh tỷ giá.

Nhờ lợi nhuận ròng cho cổ đông công ty mẹ tăng cao nên EPS cũng tăng tương ứng từ 79 đồng/CP năm 2009 lên 109 đồng/CP năm 2011 và 1.029 đồng/CP năm 2013. Tuy có được lợi nhuận hàng năm nhưng PVT vẫn chưa thực hiện việc chia cổ tức từ khi được niêm yết. Riêng đối với lợi nhuận của năm 2013 thì công ty sẽ trả cổ tức bằng cổ phiếu theo tỷ lệ 10:1 để tăng vốn điều lệ vào Q2-Q3 năm 2014.

### Triển vọng 2014 và dự báo

#### Kế hoạch kinh doanh năm 2014

PVT đặt kế hoạch năm 2014 với doanh thu đạt 4.675 tỷ đồng (-5,8% yoy) và LNST đạt 136 tỷ đồng (-56,5%) do (1) NMLD Dung Quất dừng sản xuất để bảo dưỡng định kỳ 2 tháng, ảnh hưởng đến hoạt động đội tàu, (2) giàn Đại Hùng đi vào sửa chữa từ T8/2014 đến T4/2015, làm giảm doanh thu mảng FSO và (3) chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá lớn và được tính trên mức chênh lệch tỷ giá 3%. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng doanh thu năm 2014 của PVT có thể đạt 5.368 tỷ đồng (+8,2% yoy, vượt 14,8% KH), LNST có thể đạt 307 tỷ đồng, giảm 2% so với năm 2013, vượt 126% KH và LNST cho cổ đông công ty mẹ đạt 234 tỷ đồng (-2% yoy) dựa vào các yếu tố như (1) doanh thu mảng vận tải tăng 7% nhờ giá cước và năng lực vận tải đội tàu tăng, (2) doanh thu FSO/FPSO tiếp tục tăng trưởng khá theo đà tăng của các năm trước, (3) lỗ chênh lệch tỷ giá được ước tính dựa trên mức chênh lệch tối đa 1% theo cam kết của NHNN.

#### Dự báo KQKD 2014

KQKD	Năm 2014 (tỷ đồng)	Thay đổi (% yoy)	% KH
<b>Doanh thu</b>	<b>5.368</b>	<b>8%</b>	<b>114,8%</b>
Vận tải	2.858	21%	
FSO/FPSO	450	24%	
Thương mại	1.600	-4%	
Khác	460	-20%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>566</b>	<b>1%</b>	
Vận tải	407	1%	
FSO/FPSO	62	91%	
Thương mại	22	52%	
Khác	75	138%	
Doanh thu tài chính	172	5%	
Chi phí tài chính	-160	-10%	

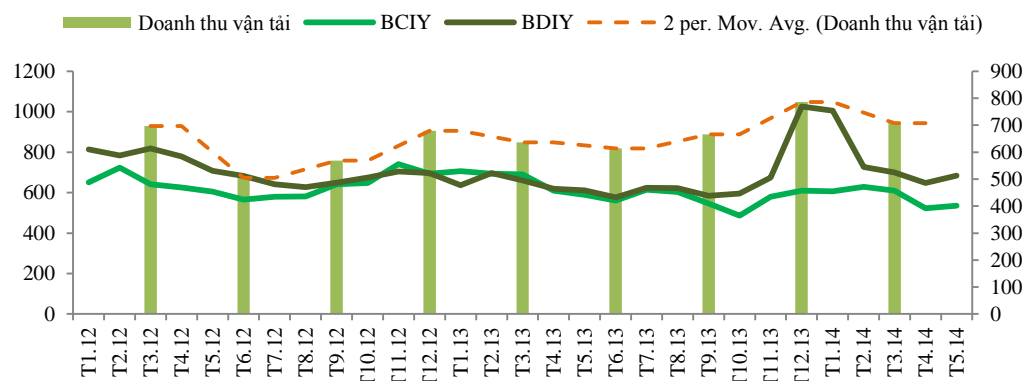
Chi phí bán hàng	-8	-26%	
Chi phí QLDN	-206	17%	
Thu nhập khác	31	0%	
Chi phí khác	-15	0%	
Phân lãi trong công ty liên doanh liên kết	15	-35%	
<b>LNTT</b>	<b>393</b>	<b>-0,5%</b>	
Thuế TNDN	-87	6%	
<b>LNST</b>	<b>307</b>	<b>-2%</b>	<b>126%</b>
Lợi ích của CĐ thiểu số	73	-2%	
CĐ của tổng công ty	234	-2%	

Doanh thu vận tải biển ước tính tăng 7% yoy

**Doanh thu mảng vận tải:** Do PVT chuyên chở cả dầu thô, dầu sản phẩm và khí LPG nên giá cước chở định hạn và chở chuyển của công ty phụ thuộc vào chỉ số Baltic Dirty Tanker Index - BDIY (chở dầu thô) và Baltic Clean Tanker Index – BCIY (chở sản phẩm từ lọc dầu). Bằng chứng là doanh thu vận tải của PVT có mối liên hệ tương đối gần đối với 2 chỉ số này (doanh thu và chỉ số thường giảm vào thời điểm giữa năm và tăng vào cuối- đầu năm). Trong Q4.2013 khi BDIY tăng cao lên hơn 1.000 điểm thì doanh thu vận tải theo quý của PVT cũng đã tăng lên mức cao nhất trong 2 năm trở lại đây, đạt 786 tỷ đồng (+16% yoy) và cao hơn 30% so với thời điểm giữa năm.

Trong 5 tháng đầu năm 2014, chỉ số BDIY đã tăng khoảng 17% trong khi chỉ số BCIY lại giảm khoảng 10% so với cùng kỳ năm trước. Do 2/3 trọng tải đội tàu của PVT là tàu chở dầu thô nên có khả năng giá cước trung bình trong 5 tháng đầu năm và trong năm 2014 sẽ tăng khoảng 7% yoy.

#### Mối tương quan giữa doanh thu vận tải và chỉ số Baltic hàng lỏng



Nguồn: VCBS tổng hợp

Sau khi PVT đưa tàu Mercury trọng tải 104.000 DWT đi vào hoạt động cuối năm ngoái thì trọng tải đội tàu đã tăng thêm khoảng 30% nên công suất vận chuyển được kỳ vọng cũng sẽ tăng thêm 30% trong năm nay. Tuy nhiên trong thời gian đầu tàu mới chạy chưa thông suốt và cần sửa chữa cho đến tháng 4 mới bắt đầu hoạt động ổn định. Đồng thời, NMLD Dung Quất sẽ tạm dừng sản xuất để sửa chữa bảo dưỡng định kỳ trong 57 ngày từ tháng 5 tới tháng 7 nên đội tàu của PVT phải khai thác tại thị trường quốc tế với hiệu quả không cao do khó tìm được nguồn hàng trong



thời gian ngắn và mất gần một nửa thời gian di chuyển từ Việt Nam để tìm nguồn hàng. Do đó sản lượng vận chuyển hàng lỏng trong năm 2014 được chúng tôi kỳ vọng sẽ tương đương năm trước. Theo đó, doanh thu mảng vận tải biển hàng lỏng có thể tăng 7% so với năm trước và đạt mức 2.520 tỷ đồng. Ngoài ra bắt đầu từ Q2 năm nay có khả năng PVT sẽ tham gia vận chuyển than cho nhà máy nhiệt điện Vũng Áng với sản lượng khoảng 3 triệu tấn/năm. Hoạt động này có thể mang về cho PVT khoảng 300 – 400 tỷ đồng trong năm nay.

*Doanh thu FSO/FPSO tăng trưởng khá, khoảng 25% yoy*

**Doanh thu mảng FSO/FPSO:** Tàu FSO Kamari sẽ kết thúc hợp đồng cho PVEP POC vào giữa T8.2014 để giàn Đại Hùng đi sửa chữa và mở Đại Hùng sẽ dùng khai thác từ T8.2014 đến T4.2015. Với việc tàu FSO Kamari khai thác được khoảng 1/3 tổng sản lượng dầu của hoạt động FSO/FPSO thì sản lượng năm 2014 của mảng này được dự báo sẽ giảm khoảng 12% so với mức doanh thu khi giàn Đại Hùng hoạt động bình thường. Doanh thu FSO/FPSO đã tăng trưởng trung bình 25% trong vòng 3 năm gần đây, cộng với việc doanh thu Q1 đã tăng gần 140% yoy nên chúng tôi ước tính doanh thu năm 2014 (với khả năng giảm 12% sản lượng so với thực tế) có thể đạt 450 tỷ đồng (+ 25% yoy).

**Doanh thu mảng thương mại và dịch vụ khác:** Tổng doanh thu của 2 hoạt động này được kỳ vọng vẫn ổn định và có khả năng giảm nhẹ như năm 2013 và Q1.2014 (mức giảm khoảng 8% yoy). Do đó chúng tôi ước tính doanh thu năm 2014 của 2 mảng này khoảng 2.060 tỷ đồng.

*LNST đạt 307 tỷ đồng (-2% yoy)*

### Lợi nhuận tài chính

- Doanh thu tài chính: doanh thu hoạt động tài chính của PVT chủ yếu đến từ lãi tiền gửi ngân hàng. Như đã đề cập ở phần trên thì các khoản tiền và tương đương tiền của công ty hiện đang khá dồi dào. Các khoản tiền gửi không kỳ hạn và tiền gửi kỳ hạn từ 6-12 tháng trong Q1.2014 cao hơn khoảng 5% so với trung bình của các quý năm trước do đó doanh thu tài chính ước tính có thể đạt 172 tỷ đồng.
- Chi phí tài chính: bao gồm lãi vay ngân hàng và chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá. Lãi vay ngân hàng được dự báo sẽ giảm nhẹ khi nợ vay dài hạn tương đương năm trước trong khi nợ vay ngắn hạn có xu hướng giảm. Trong năm 2013 PVT đã giải ngân thêm 22 triệu USD từ Citibank cho dự án tàu 105.000 DWT nên biến động tỷ giá sẽ ảnh hưởng lớn đến chi phí tài chính của công ty. PVT đã xây dựng kế hoạch với chi phí lỗ chênh lệch tỷ giá khoảng 100 tỷ đồng (áp dụng với tỷ giá thay đổi 3%). Chúng tôi cho rằng tỷ giá liên ngân hàng trong năm 2014 sẽ được giữ bình ổn như cam kết của NHNN với việc điều chỉnh (nếu có) sẽ chỉ tương đương 1% và theo đó lỗ chênh lệch tỷ giá sẽ ở mức khoảng 30 tỷ đồng.

**Lợi nhuận ròng:** Chi phí bán hàng, chi phí QLDN và lợi nhuận từ công ty liên doanh liên kết được ước tính dựa vào kết quả thực tế của PVT trong các năm trước và trên tỷ lệ doanh thu. Theo đó, chi phí bán hàng được dự báo sẽ giảm 26% yoy, chi phí QLDN tăng 17% yoy và phần lãi trong công ty liên doanh liên kết giảm 35%. Ngoài ra lợi nhuận khác được kỳ vọng sẽ tương đương năm trước.

### Quan điểm đầu tư

*THEO DÕI*

PVT có KQKD tăng trưởng khá tốt trong giai đoạn 2010-2013 và trong Q1.2014 với vị thế là công ty vận tải độc quyền trong tập đoàn PVN. Trong năm 2014 tuy có nhiều sự kiện gây trở ngại cho hoạt động của công ty như việc NMLD Dung Quất và dàn Đại Hùng ngừng sản xuất để sửa chữa nhưng chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải duy trì ở mức cao, mảng FSO/FPSO tăng trưởng ổn định và tỷ giá biến đổi không nhiều. Do đó chúng tôi dự báo doanh thu vẫn có thể đạt 5.368 tỷ đồng (+8,2% yoy) và LNST cho cổ đông công ty mẹ đạt 234 tỷ đồng (-2% yoy). Theo đó, EPS forward trước khi chia tách cổ phiếu đạt 1.006 đồng/CP và sau khi chia đạt 916 đồng/CP. Với thị

giá ngày 23/5/2014 thì P/E forward đang ở mức 13x, chưa thực sự hấp dẫn. Đồng thời vẫn còn một số quan ngại khi đầu tư vào cổ phiếu PVT mà NĐT cần lưu ý đó là:

- Khả năng của PVT tìm được các đơn hàng chạy chuyển quốc tế khi NMLD Dung Quất tạm dừng hoạt động.
- Khả năng của tàu Mercury hoạt động thông suốt và không mất thêm chi phí nâng cấp, sửa chữa.
- Khả năng PVT đàm phán thành công với PVCoal và Vinacomin và được phép vận chuyển than cho nhà máy nhiệt điện Vũng Áng trong thời gian tới.
- Khả năng tỷ giá được giữ ổn định như cam kết của NHNN và ở trong phạm vi điều chỉnh 1%.

Do đó chúng tôi khuyến nghị THEO DÕI đối với cổ phiếu PVT.

### Phụ lục

### Dự báo KQKD 2014

	2010	2011	2012	2013	2014F
<b>Doanh thu</b>	<b>3,536,102,212,511</b>	<b>4,157,451,826,975</b>	<b>4,460,578,128,381</b>	<b>4,961,315,175,833</b>	<b>5,368,183,162,634</b>
Vận tải	2,500,433,273,956	2,561,257,475,199	1,795,515,470,488	2,355,311,366,948	2,858,183,162,634
FSO/FPSO	184,273,843,479	210,202,115,835	225,421,046,908	362,377,112,812	450,000,000,000
Thương mại	756,034,461,872	1,121,902,632,917	1,353,108,273,026	1,667,115,688,966	1,600,000,000,000
Khác	95,360,633,204	264,089,603,024	1,086,533,337,959	576,511,007,107	460,000,000,000
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>366,112,750,974</b>	<b>397,526,566,542</b>	<b>461,298,215,737</b>	<b>559,479,914,174</b>	<b>565,643,753,926</b>
Vận tải	303,790,015,209	282,199,736,528	289,291,146,087	481,214,225,432	407,091,526,610
Tỷ suất LN gộp	12%	11%	16%	20%	14%
FSO/FPSO	24,615,077,858	43,266,392,921	49,923,597,170	32,449,721,498	61,831,449,206
Tỷ suất LN gộp	13%	21%	22%	9%	14%
Thương mại	22,234,441,391	4,855,116,341	18,477,405,547	14,111,507,565	21,401,538,969
Tỷ suất LN gộp	3%	0%	1%	1%	1%
Khác	15,473,216,516	67,205,320,752	103,606,066,933	31,704,459,679	75,319,239,140
Tỷ suất LN gộp	16%	25%	10%	5%	16%
<b>Doanh thu tài chính</b>	<b>160,464,651,832</b>	<b>251,806,552,733</b>	<b>158,119,066,700</b>	<b>163,989,863,251</b>	<b>172,189,356,414</b>
Chi phí tài chính	-348,038,778,444	-472,222,288,408	-504,453,919,026	-178,260,716,455	-160,121,186,563
Chi phí bán hàng	-4,680,215,160	-2,620,425,460	-9,169,204,472	-11,473,822,997	-8,484,567,264
Chi phí QLDN	-112,726,040,417	-135,267,106,312	-238,818,639,037	-176,337,099,422	-205,999,903,478
Thu nhập khác	39,371,662,692	65,898,709,785	488,937,016,746	30,979,202,644	30,979,202,644
Chi phí khác	-38,865,113,417	-48,402,314,774	-337,310,925,650	-14,845,796,409	-14,845,796,409
Phần lãi công ty liên doanh liên kết	0	12,776,347,489	14,582,466,783	22,342,818,735	18,990,899,738
<b>EBT</b>	<b>61,638,918,060</b>	<b>69,496,041,595</b>	<b>33,184,077,781</b>	<b>395,874,363,521</b>	<b>393,916,303,892</b>
<b>Thuế TNDN</b>	<b>-22,790,223,258</b>	<b>-22,391,997,409</b>	<b>-25,603,922,715</b>	<b>-82,101,187,661</b>	<b>-86,661,586,856</b>
Tỷ suất thuế	37%	32%	77%	21%	22%
<b>LNST</b>	<b>38,848,694,802</b>	<b>47,104,044,186</b>	<b>7,580,155,066</b>	<b>313,773,175,860</b>	<b>307,254,717,036</b>
Lợi ích của CD thiểu số	-36,210,119,755	17,986,970,885	-101,706,661,417	74,414,601,163	72,868,680,253
CD của tổng công ty	75,058,814,557	29,117,073,301	109,286,816,483	239,358,574,697	234,386,036,783

### CAM KẾT

Chúng tôi, bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS), cam kết rằng các thông tin đưa ra trong Báo cáo này được xử lý một cách chân thực và chuẩn mực nhất. Chúng tôi cam kết tuân thủ đạo đức nghề nghiệp ở mức độ tối đa có thể đạt được.

### ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này được xây dựng bởi bộ phận phân tích và nghiên cứu thị trường của Công ty chứng khoán Vietcombank (VCBS) cùng/hoặc với sự hợp tác của một hoặc một số bộ phận của VCBS nhằm cung cấp các thông tin cập nhật về thị trường trong ngày.

Bản thân báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cẩn trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

### CÔNG TY CHỨNG KHOÁN VIETCOMBANK

**Tầng 12,17 tòa nhà Vietcombank**

**198 Trần Quang Khải, Hà Nội**

**Tel: 84 – 4 – 39 366990**

**Fax: 84 - 4 - 39 360 262**

Trụ sở chính Hà Nội	: Tầng 12&17, Toà nhà Vietcombank, số 198 Trần Quang Khải, Quận Hoàn Kiếm, TP. Hà Nội ĐT: (84-4)-39367518/19/20
Chi nhánh Hồ Chí Minh	: Lầu 1&7, Tòa nhà Green Star, số 70 Phạm Ngọc Thạch, Phường 6, Quận 3, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-38208116
Chi nhánh Đà Nẵng	: Tầng 2, Toà nhà TCT Du lịch Hà Nội, số 10 đường Hải Phòng, Phường Hải Châu 1, Quận Hải Châu, Đà Nẵng ĐT: (84-511)-33888991 - Số máy lẻ: 12/13
Chi nhánh Cần Thơ	: Tầng trệt, Tòa nhà Bưu điện, số 2 Đại lộ Hòa Bình, Quận Ninh Kiều, TP. Cần Thơ ĐT: (84-710)-3750888
Chi nhánh Vũng Tàu	: Tầng trệt, số 27 Đường Lê Lợi, TP. Vũng Tàu, Tỉnh Bà Rịa - Vũng Tàu ĐT: (84-64)-3513974/75/76/77/78
Phòng Giao dịch Phú Mỹ Hưng	: Toà nhà Lawrence Sting, số 801 Nguyễn Lương Bằng, Khu đô thị Phú Mỹ Hưng, Quận 7, TP. Hồ Chí Minh ĐT: (84-8)-54136573
Văn phòng Đại diện An Giang	: Tầng 6, Toà nhà Nguyễn Huệ, số 9/9 Trần Hưng Đạo, Phường Mỹ Xuyên, TP. Long Xuyên, Tỉnh An Giang ĐT: (84-76)-3949841
Văn phòng Đại diện Đồng Nai	: F240-F241 Đường Võ Thị Sáu, Khu phố 7, Phường Thống Nhất, TP. Biên Hoà, Tỉnh Đồng Nai ĐT: (84-61)-3918812