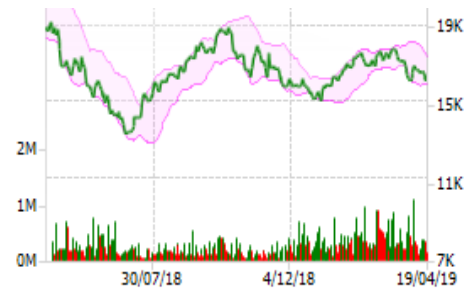


Khuyến nghị	MUA
Giá hiện tại (VND)	16,400
Giá kỳ vọng (VND)	20,500
Ngày báo cáo	22/04/2019

THÔNG TIN CỔ PHIẾU

Sàn giao dịch	HOSE
Số lượng CP lưu hành	281,440,144
Sở hữu nước ngoài	32.97%
Room nước ngoài	49%
Tỷ lệ cổ tức	10%
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6.1%
Thanh khoản 10 phiên	400,000

BIẾN ĐỘNG GIÁ


	1T	3T	6T	1N
PVT	17.3	16.8	16.8	18.9
VNINDEX	970	908	922	1080

NỘI DUNG

- Tăng trưởng HĐKD
- Cơ cấu tài chính
- Xu hướng dòng tiền hoạt động
- Triển vọng từ HĐKD chính
- Dự phóng kết quả kinh doanh
- Định giá
- Phân tích kỹ thuật

THỰC HIỆN

PHÒNG PHÂN TÍCH

Tel: 028 3836 333 (Ext.: 171)

◆ Kết quả kinh doanh tăng trưởng ấn tượng

Doanh thu năm 2018 đạt 7,523 tỷ đồng, tăng trưởng 22.4% so với năm 2017 và đạt 149% kế hoạch.

Lợi nhuận gộp cải thiện, đạt 1,054 tỷ đồng, cộng với lợi nhuận khác từ thanh lý tài sản hơn 140 tỷ đồng giúp tổng lợi nhuận sau thuế của công ty tăng trưởng hơn 44% so với 2017 và đạt 222% kế hoạch.

Dự báo lợi nhuận Quý 1/2019 sẽ giảm nhẹ so với cùng kỳ do tàu FSO Đại Hùng Queen đang trong thời gian bảo dưỡng.

◆ Dự phóng kết quả kinh doanh tiếp tục tăng trưởng

Dự kiến doanh thu năm 2019 của PVT sẽ đạt được khoảng 8,822 tỷ đồng, tương ứng với lợi nhuận sau thuế đạt 861 tỷ đồng.

⇒ Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn sẽ đi vào hoạt động chính thức cuối năm 2019.

⇒ Tăng trưởng mạnh mẽ vận tải than cho các nhà máy nhiệt điện của tập đoàn PVN và EVN.

⇒ Tăng trưởng ổn định từ mảng FSO/FPSO

◆ Rủi ro

Tàu FSO Đại Hùng Queen bảo dưỡng 3 tháng đầu năm 2019 có thể làm giảm khoảng 112 tỷ doanh thu.

Rủi ro biến động giảm giá cước vận tải hàng khô và hàng dầu thô

Rủi ro lãi suất tăng trong bối cảnh công ty đang tăng các khoản nợ vay trả lãi.

Rủi ro tỷ giá USD/VND biến động quá mức 3% mà công ty dự báo.

Rủi ro giá điều chỉnh ngắn hạn về khoảng 15,500 đồng/cổ phiếu khi thị trường chung giảm về mức 910 điểm.

◆ Định giá

Định giá của chúng tôi dựa trên phương pháp so sánh và P/E với mức giá mục tiêu đạt 20,500 đồng/cổ phiếu và mức P/E forward là 7 lần.

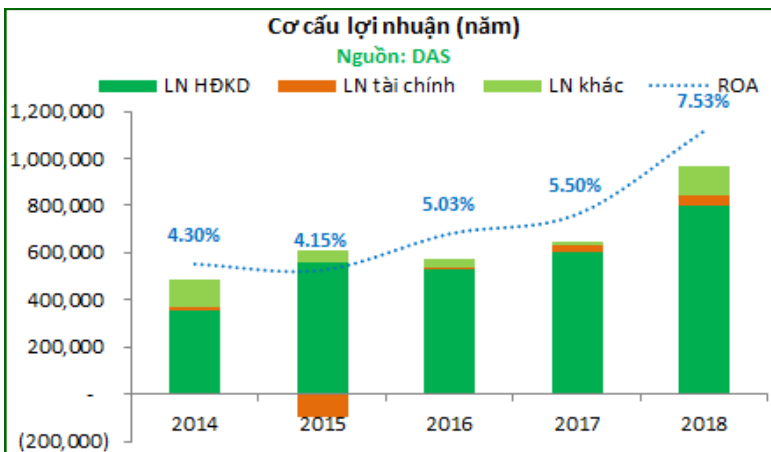
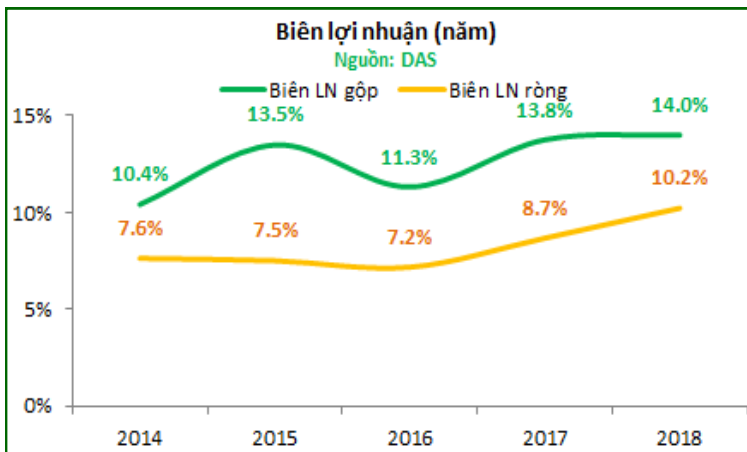
◆ Khuyến nghị

PVT là cổ phiếu tăng trưởng ổn định và phù hợp với NĐT ngắn hạn, trung hạn.

Trong dài hạn, chúng tôi tiếp tục khuyến nghị PVT với mục tiêu trong khoảng 26,000-30,000 đồng/cổ phiếu.

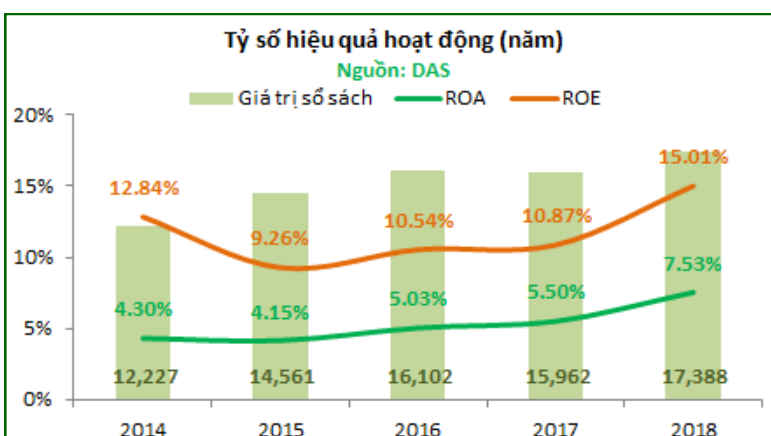
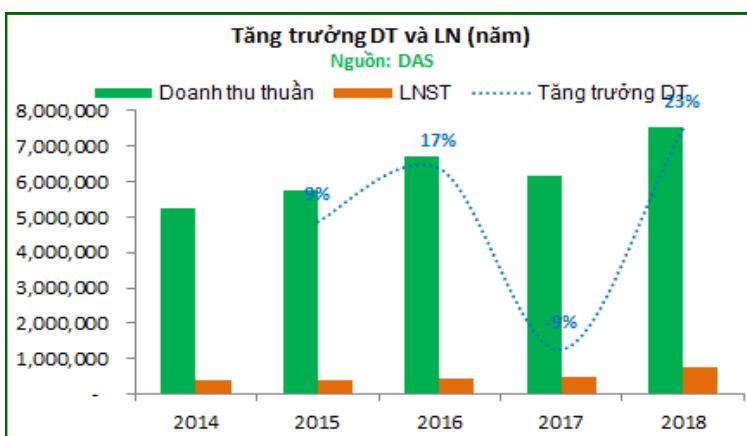
1. Tăng trưởng kinh doanh vượt trội

Doanh thu năm 2018 đạt 7,523 tỷ đồng, tăng trưởng 22.4% so với năm 2017 và đạt 149% kế hoạch. Biên lợi nhuận gộp qua đó cũng được cải thiện từ mức 13.8% của năm 2017 lên mức 14% trong năm 2018.



Nguồn: DAS tổng hợp

Lợi nhuận gộp cải thiện, đạt 1,054 tỷ đồng, cộng với lợi nhuận khác từ thanh lý tài sản hơn 140 tỷ đồng giúp tổng lợi nhuận sau thuế của công ty tăng trưởng hơn 44% so với 2017 và đạt 222% kế hoạch.



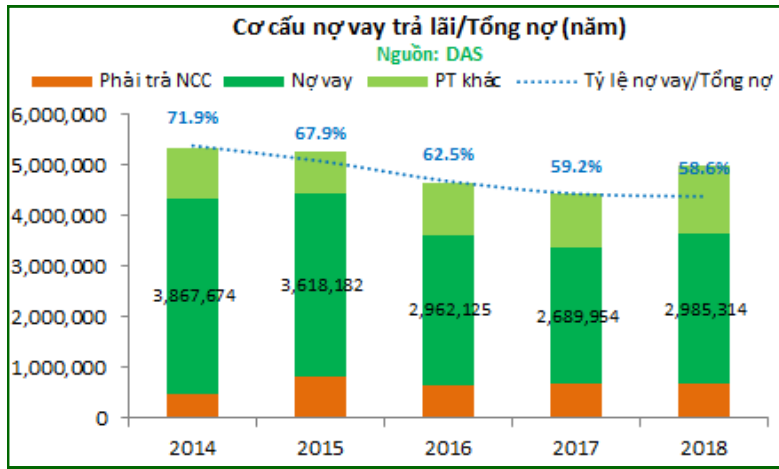
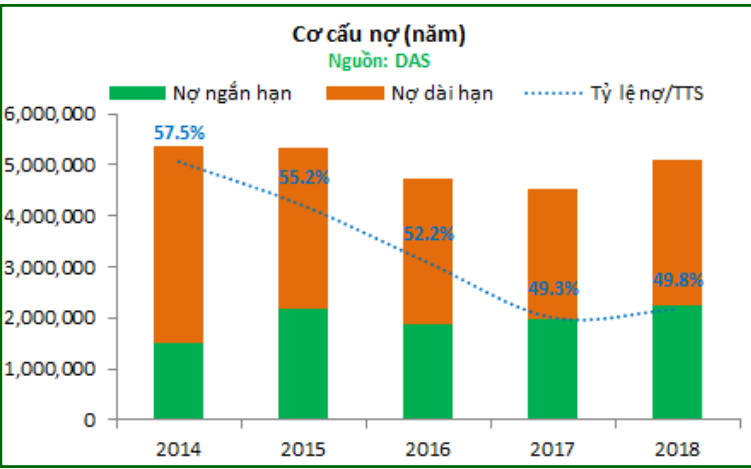
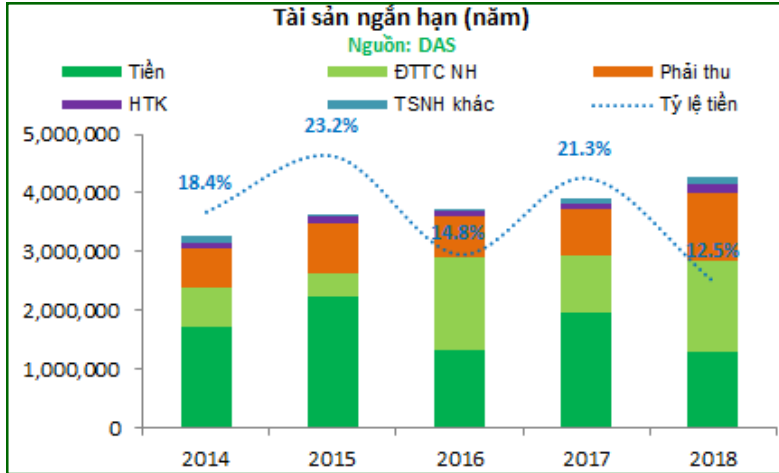
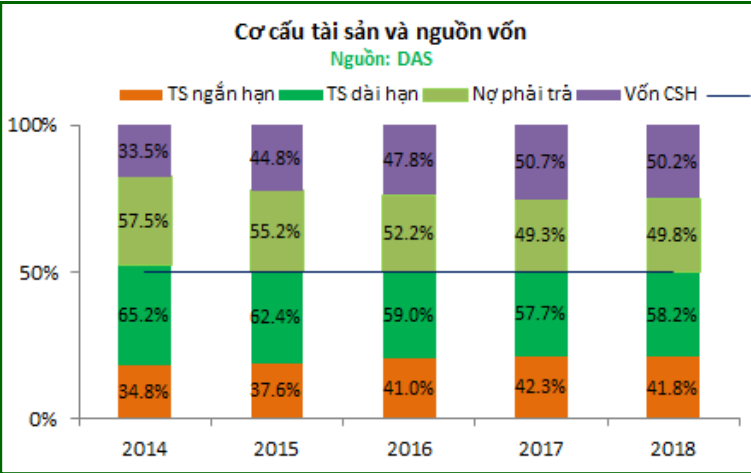
Nguồn: DAS tổng hợp

Nhờ tăng trưởng vượt trội trong năm 2018 nên các chỉ số tài chính của PVT cũng cải thiện đáng kể. Theo đó, giá trị sổ sách của công ty cũng tăng từ mức 15.962 đồng năm 2017 lên mức 17,388 đồng trong năm 2018. Các chỉ số ROA và ROE cũng tăng tương ứng lên 7.53% và 15.01% trong năm 2018, so với mức 5.50% và 10.87% năm 2017.

2. Cơ cấu tài chính ổn định

Cơ cấu tài chính của PVT tiếp tục giữ vững ổn định. Mặc dù công ty đầu tư mạnh vào việc tăng cường đội tàu nhưng tỷ lệ sản sản dài hạn cũng chỉ chiếm 58.2% trong năm 2018, tăng nhẹ so với năm 2017 là 57.7%. Trong khi, tài sản dài hạn hầu hết là tài sản cố định được hình thành từ đội tàu thì tài sản ngắn hạn trong năm 2018 hầu hết nằm ở tiền mặt và đầu tư tài chính ngắn hạn, với gần 28% tổng tài sản.

Về phần cơ cấu nợ, tỷ trọng nợ ngắn hạn và dài hạn cũng tương đối ổn định và gần như cân bằng trong năm 2018. Trong khi đó, tổng nợ/tổng tài sản tăng nhẹ và đạt 49.8% trong năm 2018, vẫn ở tỷ lệ an toàn so với ngành.

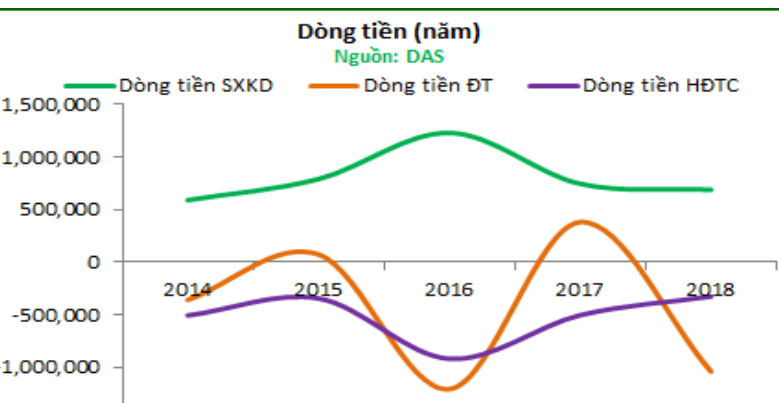
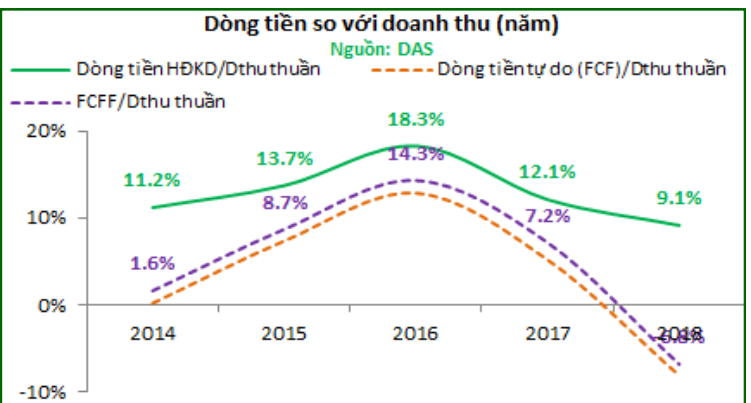


Nguồn: DAS tổng hợp

Cũng cần phải nhấn mạnh tới yếu tố nợ vay của PVT trong năm 2018, công ty đã tăng mức nợ vay trả lãi từ mức 2,689 ngàn tỷ năm 2017 lên mức 2,985 ngàn tỷ trong năm 2018. Mặc dù hầu hết các khoản vay bằng ngoại tệ và nhằm nâng cao đội tàu, nhưng công ty sẽ phải chịu thêm rủi ro tỷ giá và rủi ro lãi suất trong các năm tiếp theo.

Kế hoạch đặt ra hàng năm, công ty đã tính toán với dự liệu tỷ giá sẽ biến động khoảng 3%/năm và trích lập dự phòng vào kế hoạch. Theo tính toán, nếu tỷ giá USD/VND tăng 1% thì công ty sẽ chịu chi phí tài chính tăng thêm khoảng 15 tỷ đồng trên số dư nợ cuối năm 2018.

3. Dòng tiền có xu hướng yếu đi



Nguồn: DAS tổng hợp

Trong xu hướng tăng cường năng lực và trẻ hóa đội tàu, công ty tăng trưởng đầu tư mới đã làm cho dòng tiền đầu tư của công ty âm mạnh trong năm 2018. Hơn nữa, trong khi doanh thu và lợi nhuận tăng trưởng nhanh nhưng dòng tiền kinh doanh vẫn trong xu hướng đi ngang khiến cho tỷ số dòng tiền tự do đang có xu hướng giảm.

4. Triển vọng tăng trưởng từ các lĩnh vực kinh doanh chính

◆ **Mảng vận tải dầu thô/vận tải khí hóa lỏng/vận chuyển than**

Mảng vận tải tăng trưởng tốt kể cả về doanh thu lẫn lợi nhuận, tương ứng đạt 4,284 tỷ doanh thu và 747 tỷ lợi nhuận gộp. Theo đó, doanh thu tăng trưởng 28.5% và lợi nhuận gộp tăng trưởng 34.7% so với cùng kỳ. Đóng góp này đến từ hai yếu tố:

- ⇒ Doanh thu tăng nhanh nhờ vào khối lượng vận tải tăng, cũng như là việc công ty đưa thêm 7 tàu mới vào đội tàu khai thác.
- ⇒ Biên lợi nhuận gộp tăng từ mức 16.7% năm 2017 lên mức 17.4% năm 2018. Điều này có được nhờ vào việc giá nguyên liệu giảm hơn so với cùng kỳ, đội tàu trẻ hơn giảm chi phí nguyên liệu...

Triển vọng thời gian tới sẽ phụ thuộc vào sự tăng trưởng của các mảng vận tải trên và theo chúng tôi đánh giá thì triển vọng đều rất khả quan. Cụ thể:

- ⇒ Mảng vận tải dầu thô sẽ tiếp tục tăng trưởng khi công ty sớm ký hợp đồng chính thức với nhà máy lọc dầu Nghi Sơn. Theo đó, hiện nay nhà máy Nghi Sơn vẫn đang trong quá trình chạy thử và công ty dự tính sẽ ký hợp đồng chính thức vào khoảng cuối năm 2019. Dự án này có thể mang lại cho công ty thêm khoảng 25% khối lượng vận chuyển dầu thô.
- ⇒ Mảng vận tải khí hóa lỏng theo đó cũng sẽ tiếp tục tăng trưởng nhờ vào việc vận chuyển thành phẩm của dự án Nghi Sơn (4-4.5 triệu tấn sản phẩm). Hơn nữa, triển vọng vận tải ngành dầu khí của Việt Nam tiếp tục tăng trưởng khi mà nhiều dự án tiếp tục được mở rộng và đầu tư mới như mở rộng dự án Dung Quất, GPP Cà Mau, Nghi Sơn, GPP2 Vũng Tàu...
- ⇒ Vận tải than sẽ tăng trưởng thần kỳ trong thời gian tới khi mà hàng loạt các nhà máy nhiệt điện than đi vào hoạt động. Mặc dù nhiệt điện than được đánh giá là gây ô nhiễm môi trường hơn các loại hình phát điện khác, nhưng trước bối cảnh thiếu hụt điện trong tương lai thì Việt Nam sẽ không có nhiều lựa chọn thay thế. Các dự án nhiệt điện sẽ liên tục đưa vào khai thác trong giai đoạn từ 2019-2025, và đây chính là cơ hội cho PVT mở rộng vận tải than nhập khẩu.

◆ **Mảng dịch vụ hàng hải dầu khí (FSO/FPSO)**

Doanh thu mảng FSO/FPSO tăng trưởng 31.1% so với năm 2017, đạt 956 tỷ đồng. Lợi nhuận gộp cũng theo đó đạt 326.5 tỷ đồng, tăng trưởng 46.8%.

Doanh thu mảng FSO/FPSO phụ thuộc vào giá dầu, do đó nếu xu hướng giá dầu tiếp tục ổn định ở mức cao thì xu hướng đóng góp mảng này vào doanh thu chung của công ty sẽ tiếp tục tăng trong năm 2019. Hiện tại, giá cước cho thuê kho nổi FSO/FPSO đang khoảng 56,000-58,000 USD/ngày.

◆ **Các hoạt động khác**

Các hoạt động khác, logistic & thương mại gồm dịch vụ đại lý tàu, cung cấp thủy thủ, dịch vụ chuyển tiếp tiếp tục đóng góp một phần doanh thu không nhỏ cho PVT, đạt 2,282 tỷ đồng. Tuy nhiên, mảng này lại gần như không mang lại lợi nhuận đáng kể cho PVT, chỉ đạt gần 10 tỷ trong năm 2018, trong khi cùng kỳ là 66 tỷ đồng.

Chúng tôi cũng không đánh giá cao mảng thương mại và dịch vụ khác của PVT, vì sự khó quản lý và hạch toán chi phí chung. Tuy nhiên, mục này nhìn chung sẽ giúp PVT hoạt động hiệu quả hơn nhờ vào nguồn cung ứng sẵn đội ngũ thuyền viên, dịch vụ hậu cần...

5. Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2019

♦ *Thông kê theo dữ liệu quá khứ*

Đại hội cổ đông vừa qua đã thông qua kế hoạch của ban điều hành với doanh thu là 5,500 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 400 tỷ đồng. Theo đó, doanh thu kế hoạch năm 2019 giảm 30% và lợi nhuận sau thuế giảm 48% so với số thực hiện được năm 2018.

Năm	2015	2016	2017	2018	2019F
Doanh thu TH/KH	117%	139%	127%	149%	133%
LNTT TH/KH	227%	172%	168%	222%	197%

Đánh giá về kế hoạch trên, chúng tôi cho rằng ban lãnh đạo tiếp tục đặt ra kế hoạch thận trọng để dễ dàng vượt chỉ tiêu hơn.

Dựa trên thống kê xu hướng đạt kế hoạch doanh thu và lợi nhuận trước thuế trong 4 năm gần đây, chúng tôi đánh giá PVT có thể đạt được mức doanh thu trung bình 7,315 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế đạt 788 tỷ đồng.

Với mức lợi nhuận trên thì EPS đạt tương ứng 2,800 đồng, và P/E đạt tương ứng là 5.8 lần theo giá hiện tại.

♦ *Dự phóng lợi nhuận theo các mảng kinh doanh chính*

- ⇒ Mảng dầu thô dự kiến đạt 9.5 triệu tấn và 4-4.5 triệu tấn dầu sản phẩm và dự kiến đạt doanh thu. Theo đó, khối lượng vận tải dầu thô dự kiến tăng hơn 1.5 triệu tấn và dầu thành phẩm tăng 2-2.5 triệu tấn vào giai đoạn cuối năm 2019. Do đó, ước tính tăng trưởng doanh thu trung bình vận tải dầu, khí hóa lỏng và sản phẩm dầu khoảng 25%/năm. Sản lượng vận tải mảng than sẽ tiếp tục tăng trưởng khoảng 20%/năm. Ước tính chung, doanh thu mảng vận tải sẽ tăng trưởng khoảng 21% năm 2019 (có dự phòng 2 tháng bảo dưỡng NSR), đạt 5,184 tỷ đồng
- ⇒ Mảng FSO/FPSO, PVT bắt đầu cung cấp dịch vụ pre O&M cho dự án CPP mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt của Idemitsu, tàu FSO PVN Đại Hùng Queen hoạt động ổn định tại mỏ Đại Hùng, tàu FPSO Lewek Emas tại Mỏ Chim Sáo và tàu FPSO Sông Đốc với tỷ lệ hoạt động bình thường ở mức cao. FSO PVN Đại Hùng Queen tạm dừng để bảo dưỡng giàn Đại Hùng trong 3 tháng đầu năm 2019. Dự kiến việc bảo dưỡng sẽ làm giảm doanh thu mảng FSO/FPSO khoảng 112 tỷ, do đó mảng này sẽ đạt 1,130 tỷ đồng
- ⇒ Mảng logistic & thương mại gồm dịch vụ đại lý tàu, cung cấp thủy thủ, dịch vụ chuyển tiếp với tỷ suất lợi nhuận rất thấp, chỉ khoảng 0.2%-0.4%. Do đó, việc dự phóng doanh thu mảng này tăng trưởng 10% và đạt 2,480 tỷ đồng, tương ứng với lợi nhuận đạt 99 tỷ đồng.

Năm	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019F
DT Vận tải	2,355.3	2,490.5	2,773.8	3,185.0	3,333.5	4,284.4	5,184.12
DT FSO/FPSO	1,755.2	2,112.1	493.9	707.6	729.4	956.0	1,130.40
DT Thương mại và Logistic	226.3	147.2	2,184.1	2,794.0	2,029.7	2,255.4	2,480.9
DT Khác	624.0	517.7	309.4	46.8	54.9	27.1	27.1
Tổng Doanh thu	4,960.8	5,267.5	5,761.2	6,733.4	6,147.5	7,522.9	8,822.6
LN Vận tải	481.2	432.3	550.8	502.6	557.6	747.2	881.30
LN FSO/FPSO	18.5	2.2	176.6	202.6	222.3	326.4	339.12
LN Thương mại	29.6	56.9	8.5	55.2	49	4.1	99.24
LN Khác	30.1	57.2	41.2	1.9	17	5.5	5.5
Tổng Lợi nhuận gộp	559.40	548.60	777.10	762.30	845.90	1,083.20	1,325.16

Nguồn: DAS tính toán

6. Định giá

♦ Theo phương pháp thống kê

Theo phương pháp thống kê kế hoạch thực tế công ty thường đạt được so với kế hoạch đưa ra thì lợi nhuận sau thuế công ty đạt được khoảng 788 tỷ, tương ứng với mức EPS khoảng 2,800 đồng/cổ phiếu. Với mức P/E dự phóng 7 lần thì mức giá mục tiêu đạt 19,600 đồng/cổ phiếu.

♦ Theo phương pháp dự phóng lợi nhuận 2019

Theo như dự phòng, công ty có thể đạt được mức doanh thu 8,822 tỷ đồng, với mức lợi nhuận gộp là 1,325 tỷ đồng và lợi nhuận sau thuế dự phóng 2019 là 861 tỷ đồng.

EPS dự phóng 2019 đạt 3,060 đồng/cổ phiếu.

Với mức P/E dự phóng tương ứng 7 lần thì mức giá mục tiêu đạt 21,400 đồng/cổ phiếu.

⇒ Kết luận chung, dự phóng mức giá mục tiêu của PVT đạt khoảng 20,500 đồng/cổ phiếu, cao hơn mức giá hiện tại khoảng 25%.

7. Phân tích kỹ thuật



Dự báo PVT đang hình thành sóng 5 trung hạn, trong đó mục tiêu khoảng 20,000-21,000 đồng/cổ phiếu có thể là sóng i trong sóng 5.

PVT được đánh giá là cổ phiếu tăng trưởng ổn định dài hạn, do đó mục tiêu sóng 5 trung hạn dự báo có thể đạt từ 26,000-30,000 đồng/cổ phiếu trong 2 năm tới.

TỔ CHỨC THỰC HIỆN BÁO CÁO

Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (gọi tắt là DAS) là thành viên của Tập đoàn tài chính Ngân hàng Đông Á, hiện là một trong các định chế tài chính lớn nhất Việt Nam. DAS cũng là một thành viên chính thức của thị trường chứng khoán Việt Nam, và đang đi đầu trong một số dịch vụ tài chính có công nghệ cao. DAS hiện là cổ đông lớn của nhiều công ty, và là chủ sở hữu của Công ty quản lý Quỹ đầu tư Đông Á. Công ty hiện có 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.

HỆ THỐNG CHI NHÁNH

- **Trụ sở chính:**

Địa chỉ: Tầng 2 & 3 Tòa nhà 468 Nguyễn Thị Minh Khai, P.2, Q.3, TP. HCM

Điện thoại: (+8428) 3833 6333

Fax: (+8428) 3833 3891

- **Chi nhánh Sài Gòn:**

Địa chỉ: 60–70 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP. HCM

Điện thoại: (+8428) 3821 8666

Fax: (+8428) 3821.4891

- **Chi nhánh Hà Nội:**

Địa chỉ: 181 Nguyễn Lương Bằng, Q. Đống Đa, Hà Nội

Điện thoại: (+8424) 3944 5175

Fax: (+8424) 3944 5178 - 3944 5176

KHUYẾN CÁO

Báo cáo này chỉ nhằm cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như nhà đầu tư cá nhân và không hàm ý đưa ra lời khuyên chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào. Các quan điểm và nhận định trình bày trong báo cáo không tính đến sự khác biệt về mục tiêu và chiến lược cụ thể của từng nhà đầu tư. Nhà đầu tư nên xem báo cáo này như một nguồn tham khảo và phải chịu toàn bộ trách nhiệm đối với quyết định đầu tư của mình. Công ty Chứng khoán Ngân hàng Đông Á (DAS) tuyệt đối không chịu trách nhiệm bất kỳ thiệt hại nào liên quan đến việc sử dụng toàn bộ hoặc từng phần thông tin của báo cáo này.

Các quan điểm, nhận định, đánh giá trong báo cáo là quan điểm cá nhân của cá nhân người viết mà không đại diện cho quan điểm của DAS và có thể thay đổi mà không cần báo trước.

Thông tin sử dụng trong báo cáo này được DAS thu thập từ nguồn đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, DAS không đảm bảo độ chính xác thông tin này.

Báo cáo này là tài sản và được giữ bản quyền bởi DAS. Không được phép sao chép, phát hành cũng như tái phân phối báo cáo vì bất kỳ mục đích gì nếu không có văn bản chấp thuận của DAS. Vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.