

TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI DẦU KHÍ (HOSE: PVT)
ĐÁNH GIÁ

Giá mục tiêu 12 tháng (làm tròn)	19,400
Giá mục tiêu cũ	16,750
Giá hiện tại	17,600

THEO DÕI
TRIỂN VỌNG KINH DOANH HỒI PHỤC TRONG NĂM 2021
Kết quả kinh doanh phù hợp kỳ vọng với lợi nhuận vượt chỉ tiêu cả năm.

Năm 2020 PVT đạt 7,458 tỷ đồng doanh thu, giảm 4% so với cùng kỳ, do những ảnh hưởng của Covid-19 và tình hình biến động giá dầu, nhu cầu tiêu thụ dầu thô. PVTrans lãi sau thuế 760 tỷ đồng, giảm 7.8% so với lợi nhuận đạt được năm 2019, trong đó lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 613 tỷ đồng. Như vậy PVTrans vượt 75.5% chỉ tiêu lợi nhuận được giao cho cả năm, kết quả này sát với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo trước.

Năm 2021, doanh thu được chúng tôi dự phóng đạt 8,148 tỷ đồng, với doanh thu cốt lõi từ mảng vận tải đạt 5,597 tỷ đồng nhờ:

(1) giá dầu đang hồi phục tốt, PVT có thể không phải duy trì chia sẻ khó khăn với các đối tác như trong năm 2020 (2) Nhu cầu tiêu thụ trong nước tích cực trong bối cảnh Việt Nam tiếp tục là quốc gia kiểm soát tốt dịch Covid-19; (3) Giá cước vận tải dầu thô, sản phẩm hóa chất quốc tế đã ở ngưỡng rất thấp, và đang có dấu hiệu hồi phục, kể từ đầu tháng 2/2021 đến nay, chỉ số giá cước vận tải dầu thô Baltic đã tăng 33%, sau khoảng thời gian ít biến động và duy trì ở mức thấp trong phần lớn thời gian 2020 (4) Vận chuyển cho NMLD Dung Quất sẽ ổn định trong năm 2021.

PVT vượt khó, thành công đầu tư một tàu trong năm 2020.

Trong tháng 12/2020, PVT đã nhận bàn giao tàu chở dầu sản phẩm PVT Venus; và tiếp nhận tàu dầu sản phẩm PVT Azura đầu tháng 2/2021. Với nguồn tài chính tích cực hơn, nhiều khả năng PVT sẽ ưu tiên đầu tư tàu VLCC/Aframax để vận chuyển dầu thô cho NMLD Nghi Sơn, vì thời điểm hiện tại PVT vẫn đang thuê tàu VLCC từ SK Shipping (Hàn Quốc) để vận chuyển dầu nhập khẩu tuyến Kuwait – Nghi Sơn.

Chúng tôi nâng định giá doanh nghiệp PVT lên 19,400 Đồng/cp tương ứng P/E Forward 2021 đạt 7.6 với doanh nghiệp vận tải dầu thô/ dầu sản phẩm lớn nhất Việt Nam và triển vọng thị trường vận tải hồi phục trở lại trong 2021

Dữ liệu giao dịch

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	19,600/6,400
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	5696.24
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	323.65
KLGDQB 52 tuần (cổ phiếu)	2,755,307
Sở hữu nước ngoài (%)	12.69

Một số chỉ tiêu chính

	2020	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,458	8,148	8,771
LN gộp (tỷ VND)	1,067	1,236	1,318
EBIT (tỷ VND)	793	941	1,000
LN ròng (VND)	760	821	938
Tăng trưởng LNR (%)	-7%	8%	14%
EPS (VND)	2,350	2,537	2,898
Tăng trưởng EPS (%)	-19%	8%	14%
BVPS (VND)	14,949	16,029	17,493
ROE (%)	16%	16%	16%
ROA (%)	9%	9%	10%

Diễn biến giá cổ phiếu

Cơ cấu cổ đông

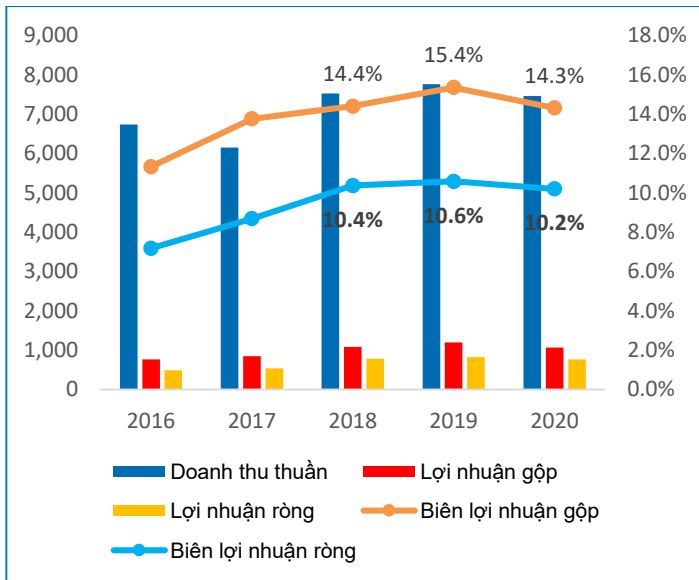
Tập đoàn dầu khí Việt Nam	51.00%
PVCombank	5.07%
Vietnam Holding Limited	4.94%
Korea Investment Management	4.95%
Cổ đông khác	34.02%

Phương pháp	Kết quả định giá
P/E	19,873
P/B	12,823
DCF	25,453
Định giá	19,400

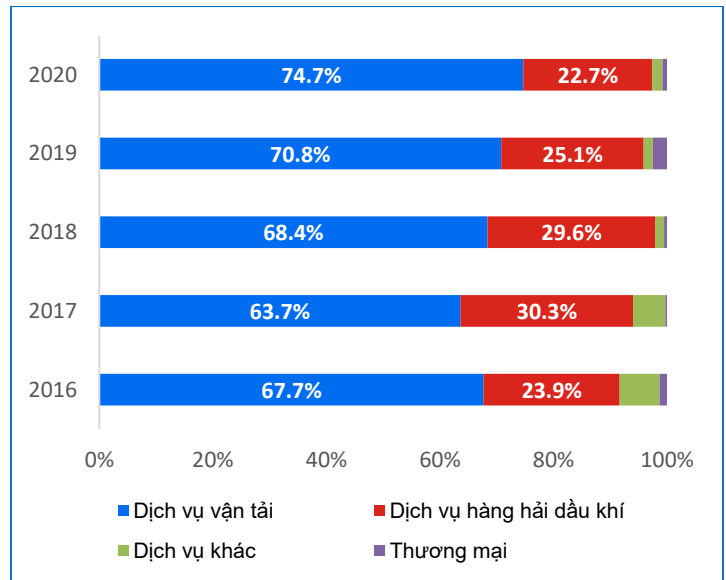
Kết quả kinh doanh phù hợp kỳ vọng với lợi nhuận vượt chỉ tiêu cả năm

Năm 2020 PVT đạt 7,458 tỷ đồng doanh thu, giảm 4% so với cùng kỳ, do những ảnh hưởng của Covid-19 và tình hình biến động giá dầu, nhu cầu tiêu thụ dầu thô. PVTrans lãi sau thuế 760 tỷ đồng, giảm 7.8% so với lợi nhuận đạt được năm 2019, trong đó lợi nhuận sau thuế thuộc về cổ đông công ty mẹ đạt 613 tỷ đồng. Như vậy PVTrans vượt 75.5% chỉ tiêu lợi nhuận được giao cho cả năm, kết quả này sát với dự phóng của chúng tôi trong báo cáo trước. Lợi nhuận từ dịch vụ vận tải tiếp tục đóng vai trò chính trong cơ cấu lợi nhuận của PVT, với gần 75% năm 2020.

Kết quả kinh doanh hợp nhất (tỷ đồng)



Cơ cấu lợi nhuận gộp theo mảng hoạt động



Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Doanh thu mảng vận tải dầu thô phục hồi dần về cuối năm sau những ảnh hưởng bởi Nhà máy lọc dầu Dung Quất bảo dưỡng và suy giảm công suất của NMLHD Nghi Sơn: Năm 2020, ghi nhận nhiều khó khăn kể từ đầu năm khi nhu cầu tiêu thụ dầu thô của 2 nhà máy lọc sụt giảm mạnh: vận chuyển tuyến Dung Quất phải dừng hoàn toàn trong 51 ngày khi NMLHD Bình Sơn tiến hành bảo dưỡng tổng thể; NMLHD Nghi Sơn giảm công suất chỉ duy trì 70% công suất thiết kế để thay thế chất xúc tác từ tháng 4-7/2020. Tuy nhiên, vận tải dầu thô phục hồi dần về cuối năm, khi NMLHD Bình Sơn hoàn tất bảo dưỡng và hoạt động trong trạng thái tốt nhất.

Giá cước vận tại các loại tàu đều giảm từ 50-70% so với cùng kỳ: PVT chịu tác động tiêu cực từ cước vận tải giảm do 80% đội tàu của PVT hoạt động trên tuyến quốc tế cụ thể là Trung đông và Châu Á – Thái Bình Dương, Châu Mỹ. Tuy có sự hồi phục trong giá cước các size tàu trong nửa cuối năm 2020, tuy nhiên giá cước vận chuyển của các size tàu vẫn ở mức thấp hơn nhiều so với thời điểm cùng kỳ năm trước VLCC vẫn giảm 68% YoY; Aframax giảm 72% YoY.

Ảnh hưởng từ chi phí nhiên liệu giảm không đáng kể, khi PVT giảm cước phí với các đơn vị đối tác chia sẻ khó khăn : Chi phí nhiên liệu chiếm tỷ trọng cao (khoảng 40% giá thành dịch vụ) nên hoạt động của PVT có thể hưởng lợi khi giá dầu giảm trong thời gian vừa qua, tuy nhiên, trong năm 2020, PVT ước tính đã điều chỉnh giảm 150 tỷ đồng cho các khách hàng trong ngành. Bên cạnh đó, thực tế tác động của giá

nhiên liệu giảm không đáng kể khi biên lợi nhuận gộp của hoạt động dịch vụ vận tải và dịch vụ hàng hải trong 9 tháng đầu năm 2020 đạt 19.09% trong khi thực hiện 2019 là 19.54%. Nguyên nhân chủ yếu do (1) giá cước vận tải có xu hướng giảm lớn hơn so với mức độ sụt giảm của chi phí đầu vào và (2) Công ước IMO 2020 có hiệu lực từ đầu năm 2020 về hạn chế hàm lượng lưu huỳnh trong dầu nhiên liệu hàng hải có hiệu lực từ 01/01/2020 làm gia tăng chi phí nguyên liệu đầu vào so với cùng kỳ.

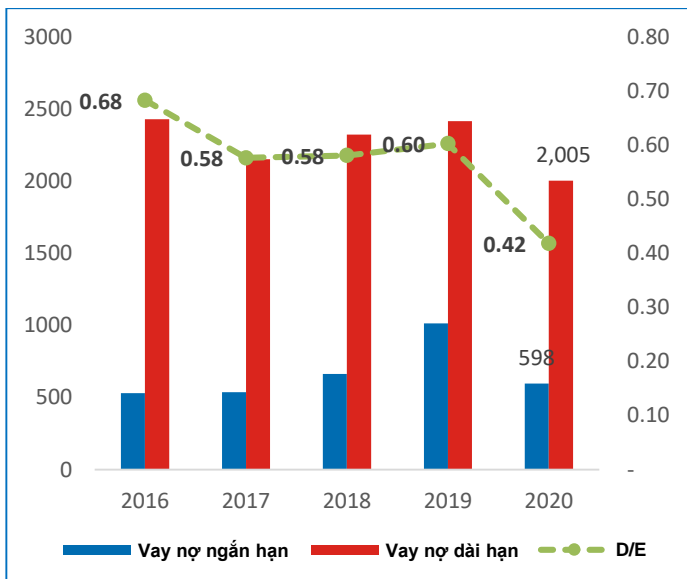
Vận chuyển khí LPG phục hồi tích cực: Sau khoảng thời gian diễn biến phức tạp của nhu cầu tiêu thụ LPG hồi tháng 3 và 4/2020, việc vận chuyển LPG trong nước và nhập khẩu phục hồi mạnh mẽ trong thời gian còn lại của năm, đã đóng góp tích cực vào sự hồi phục của mảng vận tải; so với năm 2019, sản lượng vận chuyển LPG năm 2020 của PVT ước tăng hơn 30%.

PVT vượt khó, thành công đầu tư một tàu trong năm 2020, tiếp tục triển khai đầu tư tàu trong 2021

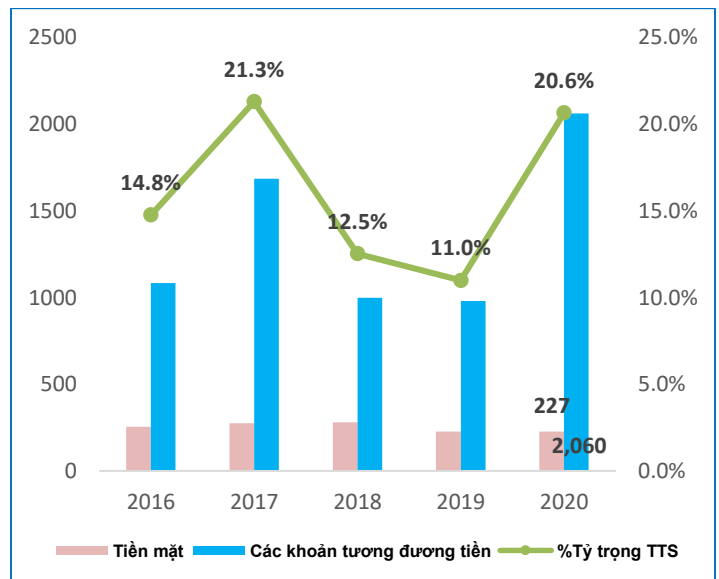
Dù gặp nhiều khó khăn trong năm 2020, PVT vẫn kịp thời thực hiện đầu tư và tiếp nhận xong một tàu chở dầu sản phẩm khí giá tàu đang ở mức tương đối thấp. Trong tháng 12/2020, CTCP Vận tải Dầu Phương Đông Việt - công ty thành viên của PVT đã nhận bàn giao tàu chở dầu sản phẩm PVT Venus. Tàu PVT Venus - Chemical/Oil Tanker, IMO II, được đóng năm 2010 tại Hàn Quốc, có tổng trọng tải 13.149 DWT, chiều dài 129m, chiều rộng 20m, mớn nước 8m. Đầu tháng 2/2021, PVT đã thành công đầu tư , tiếp nhận thêm 1 tàu Chemical/Oil Tanker có trọng tải 19,945 DWT, với mã hiệu PVT Azura, và đã ngay lập tức ký thành công hợp đồng chạy tuyến quốc tế cho khách hàng Nhật.

Kế hoạch trẻ hóa đội tàu bao gồm: các tàu chở dầu sản phẩm, tàu dầu thô loại Aframax, và tàu hàng rời loại handysize sẽ được tiếp tục thực hiện trong năm 2021, như chúng tôi đã đề cập trong báo cáo trước. Hiện PVT vẫn đang thực hiện chào bán tàu PVT Sea Lion – tàu sản phẩm hóa chất thuộc PVTrans Hà Nội JSC, 24 năm tuổi, nguồn thu từ thanh lý thành công tàu PVT Sea Lion, sẽ bổ sung thêm vào năng lực tài chính để tiếp tục thực hiện kế hoạch trẻ hóa đội tàu.

Nợ vay tài chính ngắn và dài hạn (tỷ đồng)



Tiền và các khoản tương đương tiền (tỷ đồng)



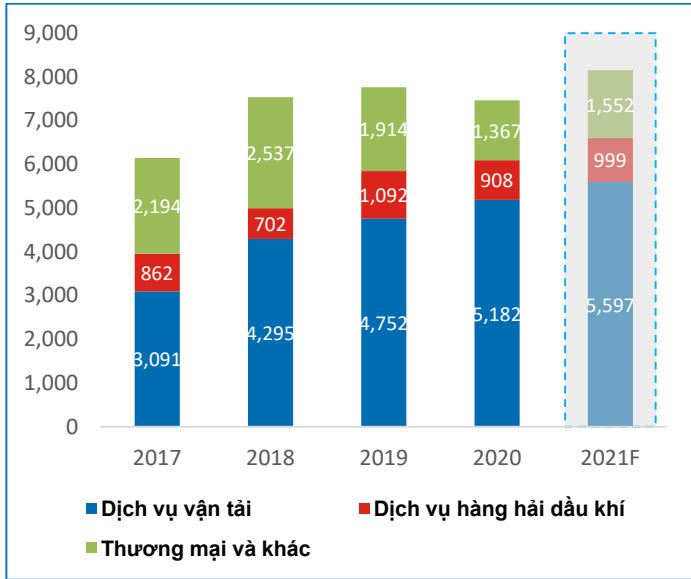
Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Với nguồn tài chính tích cực hơn, nhiều khả năng PVT sẽ ưu tiên đầu tư tàu chở dầu thô VLCC/Aframax để vận chuyển dầu thô cho NMLD Nghi Sơn, vì thời điểm hiện tại PVT vẫn đang thuê tàu VLCC từ SK Shipping (Hàn Quốc) để vận chuyển dầu nhập khẩu tuyến Kuwait – Nghi Sơn. Tính đến hết năm 2020, tiền và tương đương tiền cùng với đầu tư tài chính ngắn hạn của PVT đang đạt hơn 3,332 tỷ đồng (tương

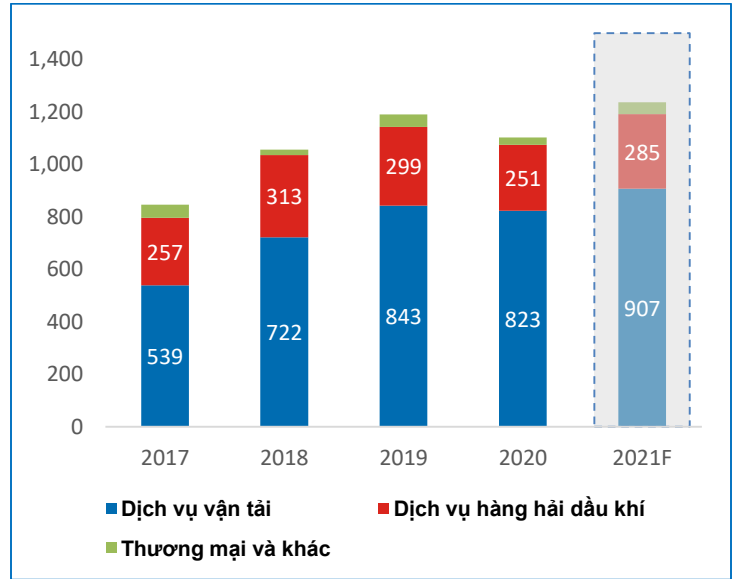
đương 27.2% TTS), sẽ hỗ trợ tích cực vào quá trình đầu tư tàu mới. Bên cạnh đó, giá tàu loại Aframax 10 năm tuổi đang ở ngưỡng giá thấp hơn ngưỡng trung bình 5 năm.

Triển vọng hoạt động năm 2021

Doanh thu các mảng hoạt động (tỷ đồng)



Lợi nhuận gộp các mảng hoạt động (tỷ đồng)



Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Các mảng kinh doanh của PVT sẽ hồi phục trở lại trong năm 2021:

Doanh thu vận tải – hoạt động cốt lõi dự báo đạt 5,597 tỷ đồng: (1) giá dầu đang hồi phục tốt, PVT có thể không phải duy trì chia sẻ khó khăn với các đối tác như trong năm 2020 (2) Nhu cầu tiêu thụ trong nước tích cực trong bối cảnh Việt Nam tiếp tục là quốc gia kiểm soát tốt dịch Covid-19; (3) Giá cước vận tải dầu thô, sản phẩm hóa chất quốc tế đã ở ngưỡng rất thấp, và đang có dấu hiệu hồi phục, kể từ đầu tháng 2/2021 đến nay, chỉ số giá cước vận tải dầu thô Baltic đã tăng 33%, sau khoảng thời gian ít biến động và duy trì ở mức thấp trong phần lớn thời gian 2020 (4) Vận chuyển cho NMLD Dung Quất sẽ ổn định trong năm 2021.

Doanh thu từ dịch vụ hàng hải dự báo đạt 999 tỷ đồng: giá dầu thô trung bình tăng trong năm 2021 sẽ cải thiện đáng kể giá thuê tàu FPSO Đại Hùng. Hoạt động O&M sẽ được thúc đẩy khi mỏ Sao Vàng- Đại Nguyệt đi vào hoạt động đúng tiến độ.

Mảng thương mại dự báo đạt 1,101 tỷ đồng: sẽ hồi phục tích cực khi các tuyến giao thương, vận tải được kỳ vọng sẽ hoạt động nhộn nhịp trở lại khi vaccine Covid-19 đang được đẩy mạnh phát triển, sản xuất và phân bố

Theo đó, ước tính doanh thu 2021 đạt 8,147 tỷ đồng (tăng 9.2% so với TH 2020), lợi nhuận trước thuế ước đạt 1,050 tỷ đồng (tăng 7.1% so với thực hiện năm 2020).

Cập nhật Định giá doanh nghiệp

Chúng tôi nâng định giá doanh nghiệp PVT với doanh nghiệp vận tải dầu thô/ dầu sản phẩm lớn nhất Việt Nam và triển vọng thị trường vận tải hồi phục trở lại trong 2021:

1. Phương pháp so sánh

Do doanh thu và lợi nhuận của doanh nghiệp chủ yếu đến từ mảng dịch vụ vận tải. Do đó chúng tôi thực hiện tính toán PE, PB trung bình theo cách tập hợp PE, PB những công ty trong ngành vận tải biển trong khu vực có doanh thu gần tương đương theo tiêu chuẩn phân cấp ICB của Bloomberg:

	Name	P/E	P/B
2612 TT Equity	CHINESE MARITIME TRANSPORT	4.58	0.69
044450 KS Equity	KSS LINE LTD	9.14	0.87
BULL IJ Equity	BUANA LINTAS LAUTAN TBK PT	5.79	0.77
GRSE IN Equity	GARDEN REACH SHIPBUILDERS &	10.99	2.2
MBC MK Equity	MALAYSIAN BULK CARRIERS BHD	9.53	0.83
SHIP IJ Equity	SILLO MARITIME PERDANA TBK P	8.38	0.62
HAH VN Equity	HAI AN TRANSPORT & STEVEDORI	7.13	0.91
PNSC PA Equity	PAKISTAN NATIONAL SHIPPING C	4.09	0.32
VTO VN Equity	VIETNAM TANKER JSC	10.06	0.62
VIP VN Equity	VIETNAM PETROLEUM TRANSPORT	9.35	0.55
VOS VN Equity	VIET NAM OCEAN SHIPPING JSC	N.A.	0.8
HAH VN Equity	HAI AN TRANSPORT & STEVEDORI	7.13	0.91
SOCI IJ Equity	SOECHI LINES TBK PT	N.A.	0.31
Trung bình		7.83	0.80

Nguồn: Bloomberg

Với EPS dự phóng 2021 đạt 2,537 đồng/cp và Giá trị sổ sách/cp đạt: 16,029 đồng. Kết quả định giá theo phương pháp so sánh P/E và P/B lần lượt là 19,873 đồng/cp và 12,823 đồng/cp

2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Bảng dòng tiền chiết khấu DCF:

	2021	2022	2023	2024	2025	Giá trị vĩnh viễn
EBIT	940,682	999,913	1,044,423	1,047,782	1,058,452	
Thuế doanh nghiệp	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	
LNST	733,932	780,232	814,953	817,576	825,902	
Thay đổi vốn lưu động	100,063	94,211	39,223	349,704	- 101,757	
Chi phí vốn	- 1,054,450	- 282,987	246,105	309,033	- 735,452	
Khấu hao	721,723	734,900	745,553	759,944	799,006	
Dòng tiền tự do	501,268	1,326,356	1,353,625	918,782	787,700	8,548,064
Tỷ lệ chiết khấu	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Dòng tiền đã chiết khấu	454,429	1,090,067	1,008,528	620,581	482,329	5,234,202

Valuation	
Giá trị dòng tiền chiết khấu	8,890,136
Nợ	2,602,489



Lợi ích cổ đông thiểu số	1,381,859
Tiền mặt	3,332,076
Giá trị hiện tại (tỷ đồng)	8,237,864
SLCP đang lưu hành (triệu cổ)	323,651,246
Giá mục tiêu (Đồng/cp)	25,453

Báo cáo tài chính

Income Statement (VND bn)				Chỉ số chính			
	2020	2021F	2022F		2020	2021F	2022F
Doanh thu thuần	7,458	8,148	8,771	Khả năng sinh lời			
Giá vốn hàng bán	6,355	6,911	7,453	Biên lợi nhuận gộp	15%	15%	15%
Lợi nhuận gộp	1,102	1,236	1,318	Biên EBITDA	21%	20%	20%
Doanh thu tài chính	274	222	258	Biên lợi nhuận trước thuế	8%	8%	9%
Chi phí tài chính	182	185	143	ROE	16%	16%	16%
Lãi/lỗ trong công ty LD,LK				ROA	9%	9%	10%
Chi phí bán hàng	14	14	15	Tăng trưởng			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	249	282	303	Doanh thu	-4%	9%	8%
Lợi nhuận thuần từ HĐKD	931	977	1,116	Lợi nhuận gộp	-4%	7%	14%
Lợi nhuận khác	62	53	54	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-7%	8%	14%
Lợi nhuận trước thuế	980	1,050	1,200	EPS	-19%	8%	14%
Lợi nhuận sau thuế	760	821	938	Tổng tài sản	1%	11%	0%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ	613	673	797	VCSH	1%	11%	0%
Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát	147	148	141	Thanh khoản			
Balance Sheet (VND bn)	2019	2020F	2021F	Thanh toán hiện hành	1.87	1.75	2.04
Tài sản ngắn hạn	4,634	5,329	5,509	Nợ/tài sản	1.35	1.32	1.51
I. Tiền & tương đương tiền	3,332	4,003	4,091	Nợ/vốn chủ sở hữu	23%	26%	19%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	42%	47%	32%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,069	1,072	1,154	Định giá			
IV. Hàng tồn kho	112	134	144	EPS (VND)	2,350	2,537	2,898
V. Tài sản ngắn hạn khác	120	120	120	BVPS (VND)	14,949	16,029	17,493
Tài sản dài hạn	6,445	6,900	6,739				
I. Các khoản phải thu dài hạn	48	48	48				
II. Tài sản cố định	5,860	6,474	6,313				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	203	203	203				
VI. Tài sản dài hạn khác	175	175	175				
Tổng tài sản	11,079	12,229	12,248				
Nợ phải trả	4,862	5,540	4,916				
I. Nợ ngắn hạn	2,473	3,037	2,703				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,875	2,028	2,187				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	598	1,009	516				
II. Nợ dài hạn	2,388	2,503	2,213				
1. Các khoản phải trả dài hạn	384	355	383				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	2,005	2,147	1,830				
Vốn chủ sở hữu	6,220	6,717	7,332				
1. Vốn điều lệ	3,237	3,237	3,237				
3. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-				
4. Lợi nhuận giữ lại	828	1,178	1,652				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,382	1,530	1,670				
6. Nguồn vốn khác	773	773	773				
Tổng nguồn vốn	11,082	12,257	12,248				



LIÊN HỆ

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN DẦU KHÍ

Tòa nhà Hanoitourist, số 18 Lý Thường Kiệt, Hoàn Kiếm, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3934 3888 - Fax: +84 3934 3999

Website: www.psi.vn

Chi nhánh TP. Hồ Chí Minh

Lầu 1, tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, Phường Đa Kao, Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Điện thoại: (84-8) 3914 6789
Fax: (84-8) 3914 6969

Chi nhánh TP. Vũng Tàu

Tầng 5, tòa nhà Silver Sea, số 47 Ba Cu, Tp. Vũng Tàu
Điện thoại: (84-64) 254520/22/23/24/26
Fax: (84-64) 625 4521

Chi nhánh TP. Đà Nẵng

Tầng G và Tầng 1, Tòa nhà PVcomBank Đà Nẵng, Lô A2.1 đường 30 tháng 4, phường Hòa Cường Bắc, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng
Điện thoại: (84-236) 389 9338
Fax: (84-236) 38 9933

TRUNG TÂM PHÂN TÍCH

Đào Hồng Dương

Giám đốc Trung tâm Phân Tích
Email: duongdh@psi.vn

Đỗ Trung Thành

Phó Phòng PTDN
Email: thanhtd@psi.vn

Ngô Hồng Đức

Chuyên viên phân tích
Email: ducnh@psi.vn

Phạm Hoàng

Chuyên viên phân tích
Email: phamhoang@psi.vn

Lê Thị Hà Giang

Bộ phận truyền thông
Email: gianglth@psi.vn

Đồng Khau Tú

Chuyên viên phân tích
Email: tudk@psi.vn

Nguyễn Thị Hải Oanh

Chuyên viên phân tích
Email: oanhnth@psi.vn

Vũ Huyền Hà My

Bộ phận truyền thông
Email: myvhh@psi.vn

Nguyễn Đức Duy

Chuyên viên phân tích
Email: duynd@psi.vn

Tô Quốc Bảo

Chuyên viên phân tích
Email: baotq@psi.vn

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được PSI đưa ra dựa trên những nguồn tin mà PSI coi là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Tuy nhiên, PSI không đảm bảo tính đầy đủ và chính xác tuyệt đối của các thông tin này.

Báo cáo được đưa ra dựa trên các quan điểm của cá nhân chuyên viên phân tích, không nhằm mục đích chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo này như một nguồn tham khảo cho quyết định đầu tư của mình và PSI sẽ không chịu bất cứ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc thông tin sai lệch về đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này.