

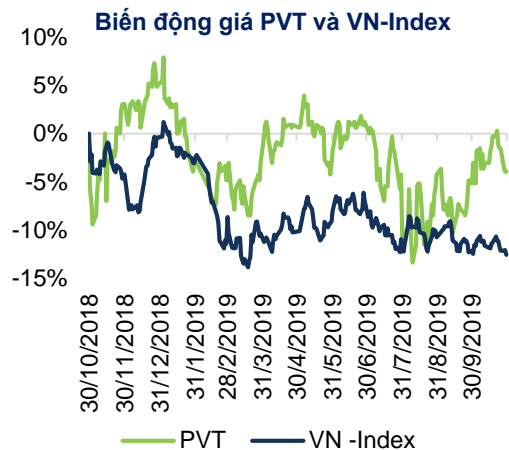
## TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI DẦU KHÍ (HSX: PVT)

**Nguyễn Thị Thanh Tâm**

Chuyên viên tư vấn đầu tư

 Email: [tamntt2@fpts.com.vn](mailto:tamntt2@fpts.com.vn)

Điện thoại: (84.28) 6290 8686 / ext: 8507


**Thông tin giao dịch ngày 17/11/2019**

Giá hiện tại (đồng/cp)	17.700
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	18.700
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	15.200
Số lượng CP niêm yết (cp)	281.440.162
Số lượng CP lưu hành (cp)	281.440.162
KLGD bình quân 30 phiên (cp/phiên)	441.136
Vốn hóa (tỷ đồng)	4.981,5
EPS trailing (đồng/cp)	2.535
P/E trailing (lần)	6,9

**Tổng quan doanh nghiệp**

Tên	Tổng CTCP Vận tải Dầu khí
Địa chỉ	Tầng 2, Tòa nhà PVFCCo, số 43 Mạc Đĩnh Chi, phường Đa Kao, quận 1, TP.HCM
Doanh thu chính	Dịch vụ vận tải, dịch vụ kho nổi
Chi phí chính	Chi phí thuê tàu ngoài, chi phí khấu hao
Lợi thế cạnh tranh	PVT sở hữu đội tàu vận tải dầu khí lớn nhất Việt Nam: chiếm gần 100% thị phần vận tải dầu thô và LPG <sup>1</sup> , gần 30% thị phần vận tải dầu sản phẩm.

**CẬP NHẬT KQKD 9 THÁNG NĂM 2019**
**1. Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng năm 2019**

**Tổng doanh thu<sup>2</sup> hợp nhất 9 tháng đạt 5.995,4 tỷ đồng (+2,5% yoy), hoàn thành 109% kế hoạch năm, trong đó:**

- **Doanh thu thuần tăng trưởng chậm lại đạt 5.825,7 tỷ đồng, chỉ tăng nhẹ 3,8% yoy do: (1) Doanh thu vận tải** tăng 19,2% yoy nhờ: Có thêm đóng góp doanh thu của 5 tàu mới mua. Sản lượng vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm<sup>3</sup> gia tăng nhờ tham gia vận chuyển cho Nhà máy lọc hóa dầu (NMLHD) Nghi Sơn – vận hành thương mại từ tháng 12/11/2018. Bên cạnh đó, giá cước các tàu chạy tuyến quốc tế có xu hướng điều chỉnh tăng **(2) Doanh thu dịch vụ cho thuê kho nổi** tăng 37,1% yoy nhờ khối lượng công việc tăng thêm từ dịch vụ tiền vận hành dự án Sao Vàng Đại Nguyệt **(3) Doanh thu dịch vụ khác** giảm 28,2% yoy do PVT chuyển đổi cơ cấu doanh thu.
- **Doanh thu tài chính** đạt 153,7 tỷ đồng (+9,7% yoy) do (1) tăng khoản cổ tức, lợi nhuận được chia từ Công ty PV KEEZ Pte. Ltd và CTCP Dịch vụ Khai thác Dầu khí PTSC; (2) lãi chênh lệch tỷ giá tăng 64,2% yoy.
- **Thu nhập khác** đạt 15,9 tỷ đồng (-83,9% yoy) do không phát sinh thu nhập đến từ việc thanh lý tàu Hercules M như năm 2018.

**Lợi nhuận sau thuế (LNST) đạt 585,6 tỷ đồng (+15,9% yoy), hoàn thành 146,4% kế hoạch năm** nhờ (1) Biên lợi nhuận gộp tăng lên 14,6% (9T/2018 là 11,9%) do PVT gia tăng tỷ trọng các mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi có biên lợi nhuận cao, đặc biệt là mảng vận tải và giảm tỷ trọng hoạt động khác có biên lợi nhuận thấp; (2) Lãi chênh lệch tỷ giá tăng 64,2% yoy.

**2. Hoạt động đầu tư của PVT**

Trong 9 tháng 2019, PVT đã đầu tư 5 tàu. Quý 4/2019, PVT có kế hoạch đầu tư 1 tàu chở hóa chất 20.000 DWT<sup>4</sup> chạy tuyến quốc tế, 1 tàu Supramax chở than (50.000 – 60.000 DWT) phục vụ vận tải quốc tế và chuẩn bị vận chuyển cho Nhà máy Nhiệt điện (NMNĐ) Long Phú 1, NMNĐ Sông Hậu 1 trong thời gian tới.

**3. Dự báo kết quả kinh doanh hợp nhất năm 2019**

Chúng tôi ước tính tổng doanh thu đạt 8.167,1 tỷ đồng (+4,3% yoy), hoàn thành 148,5% kế hoạch năm, trong đó, doanh thu thuần đạt 7.914,2 tỷ đồng (+5,2% yoy). LNST đạt 897,1 tỷ đồng (+15,0% yoy), hoàn thành 224,3% kế hoạch năm.

<sup>1</sup> LPG: Khí đốt hóa lỏng (Liquefied Petroleum Gas), là nhiên liệu trong công nghiệp xử lý thực phẩm, làm giấy, làm hạt nhựa và thậm chí làm chất nổ, làm nhiên liệu để chạy turbine phát điện, đầu vào cho công nghiệp hóa chất, sấy khô nông sản, sưởi ấm, làm nhiên liệu trong nấu nướng, nhiên liệu cho phương tiện vận tải...

<sup>2</sup> Tổng doanh thu: gồm doanh thu thuần từ bán hàng và cung cấp dịch vụ, doanh thu hoạt động tài chính và thu nhập khác

<sup>3</sup> Dầu sản phẩm: là sản phẩm được chế biến từ dầu thô, gồm: RON92/E5 RON 92, RON95, RON97, Jet A-1, nhiên liệu điêzen(DO)...

<sup>4</sup> DWT: Đơn vị đo năng lực vận tải của tàu tính bằng tấn (Deadweight tonnage)

#### 4. Khuyến nghị đầu tư

##### Triển vọng đầu tư

- **Giá cho thuê tàu chạy tuyến quốc tế có xu hướng tăng:** Theo Công ty môi giới Clarksons, dự báo giá cho thuê tàu quý 4/2019 tăng tiếp tục ở mức cao hơn bình quân năm 2018 (cụ thể: giá cho thuê tàu Aframax<sup>5</sup> tăng 68,9%, tàu chở dầu sản phẩm tăng 55,8%, tàu chở LPG tăng 3,6%).
- **Mở rộng thị phần:** Việc mở rộng đội tàu có trọng tải lớn kỳ vọng giúp PVT nâng cao năng lực cạnh tranh và mở rộng thị phần trên các tuyến vận tải quốc tế.
- **Cổ tức tiền mặt ổn định:** PVT trả cổ tức tiền mặt ổn định hàng năm ở mức 1.000 đồng/cổ phiếu, với tỷ suất cổ tức/thị giá là 7,03% trong 2015-2018. Năm 2019, PVT đã thông qua kế hoạch chi trả cổ tức là 1.000 đồng/cổ phiếu.

##### Các yếu tố cần theo dõi

- **NMLHD Nghi Sơn:** Doanh thu vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm cho NMLHD Nghi Sơn sẽ giảm trong quý 4/2019 do bảo dưỡng khoảng 40 – 50 ngày từ cuối tháng 10/2019.
- **Nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất:** Sản lượng vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm và LPG cho NMLD Dung Quất ước tính giảm trong năm 2020 – 2021 theo kế hoạch bảo dưỡng 2018 - 2022 của BSR<sup>6</sup>.
- **Tàu FSO<sup>7</sup> Đại Hùng Queen:** (1) Việc bảo dưỡng tàu FSO Đại Hùng Queen vào năm 2020 kéo dài hơn dự kiến (dự kiến 90-120 ngày) (2) Những điều khoản thay đổi khi ký lại hợp đồng với tàu FSO Đại Hùng Queen (đặc biệt là giá cho thuê) sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận mảng dịch vụ kho nổi.
- **Biến động lãi suất:** Tính đến 30/9/2019, dư nợ vay của PVT là 3.504 tỷ đồng, ước tính nếu lãi suất tăng 1% sẽ làm chi phí lãi vay tăng khoảng 35 tỷ đồng/năm.
- **Biến động giá dầu:** Biến động giá dầu sẽ không ảnh hưởng trực tiếp đến PVT mà ảnh hưởng đến nhu cầu thuê tàu của khách hàng, qua đó, sẽ tác động gián tiếp đến hoạt động kinh doanh của PVT.

Tại mức giá 17.700 đồng/cp vào ngày 17/11/2019, PVT đang giao dịch tại P/E trailing 6,9x, cao hơn P/E trung bình của một số doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực 6,7x. Và với những yếu tố không thuận lợi ở thị trường nội địa trong quý 4/2019 và năm 2020, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu PVT ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét MUA vào ở mức giá 15.100 đồng/cp (thấp hơn 14,7% so với giá hiện tại) tương ứng P/E trailing 5,9x.

<sup>5</sup> Aframax: tàu có trọng tải từ 80.000-120.000 DWT

<sup>6</sup> BSR (Công ty Cổ phần Lọc hóa dầu Bình Sơn): đơn vị ở hữu NMLD Dung Quất

<sup>7</sup> FSO/FPSO: kho chứa, xử lý dầu thô (Floating, Storage and Offloading) / kho chứa, xử lý và xuất dầu thô (Floating Production, Storage and Offloading)

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP



### Lịch sử hình thành

**Năm 2002:** Công ty Vận tải Dầu khí được thành lập

**Năm 2007:** Công ty cổ phần hóa và đổi tên thành Tổng CTCP Vận tải Dầu khí, niêm yết tại Sở Giao dịch Chứng khoán TP Hồ Chí Minh (HSX) với mã PVT. Đầu tư 5 tàu, trong đó 2 tàu chở dầu sản phẩm và 3 tàu chở LPG

**Năm 2009:** Đầu tư 4 tàu PVT Athena, 1 tàu chở dầu sản phẩm, 1 tàu FSO Kamari

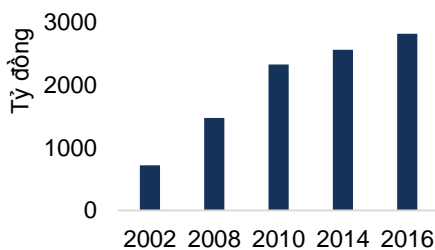
**Năm 2014:** Bắt đầu tham gia vận chuyển than cho Vũng Áng 1

**Năm 2015:** Đầu tư 5 tàu, trong đó 3 tàu chở dầu sản phẩm, 2 tàu chở LPG và 1 tàu FSO

**Năm 2018:** Đầu tư 6 tàu, trong đó 1 tàu Aframax chở dầu thô, 1 tàu chở hàng rời Supramax, 4 tàu chở LPG

**Năm 2019:** Đầu tư 5 tàu, trong đó 1 tàu Aframax chở dầu thô, 2 tàu chở dầu sản phẩm và 2 tàu chở LPG

### Quá trình tăng vốn điều lệ



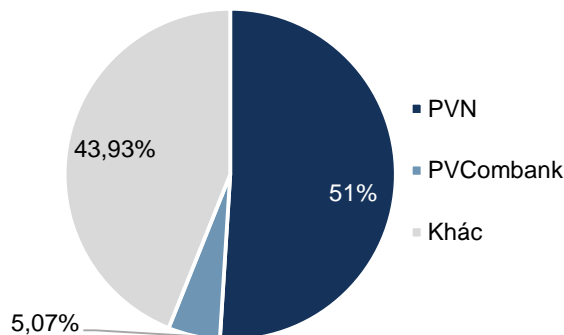
Giai đoạn 2002 – 2016, công ty tăng vốn điều lệ từ 720 tỷ đồng lên 2.814 tỷ đồng chủ yếu thông qua hình thức phát hành cho cổ đông hiện hữu và người lao động. Toàn bộ khoản vốn thu được từ phát hành nhằm mục đích mở rộng đội tàu để gia tăng khả năng cạnh tranh trên thị trường hàng hải quốc tế.

### Công ty con và công ty liên kết

Tính đến ngày 30/09/2019, PVT có 9 công ty con và 1 công ty liên kết. (Chi tiết tại [đây](#))

### Cơ cấu cổ đông

Biểu đồ 1: Cơ cấu cổ đông của PVT tính đến ngày 17/11/2019



Tính đến ngày 17/11/2019, Tập đoàn Dầu khí Việt Nam (PVN) là cổ đông lớn nhất sở hữu 51% cổ phần. Ngân hàng TMCP Đại chúng Việt Nam (PVCombank) nắm giữ 5,07% cổ phần. Cổ đông nước ngoài hiện đang nắm giữ 30% cổ phần.

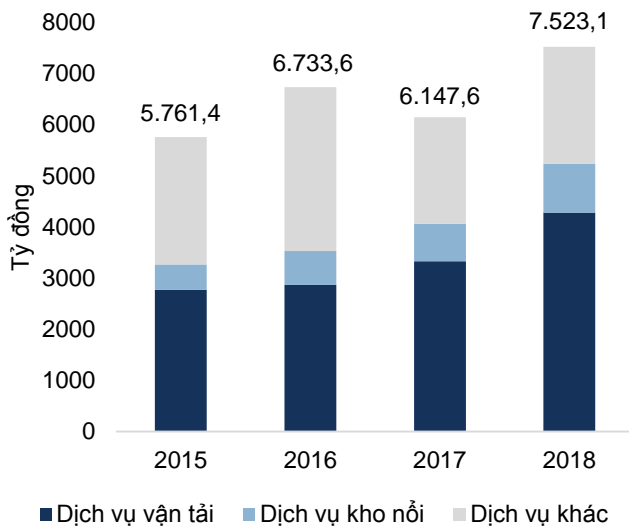
Theo Quyết định số 707/QĐ-TTg và Đại hội cổ đông thường niên năm 2019, PVN sẽ tiến hành thoái vốn từ 51% xuống 36% cổ phần trong năm 2020 với phương thức bán cho cổ đông chiến lược có cùng quan điểm dài hạn để hỗ trợ công ty phát triển trong ngành hàng hải ở thị trường trong và ngoài nước.

Nguồn: PVT, FPTTS tổng hợp

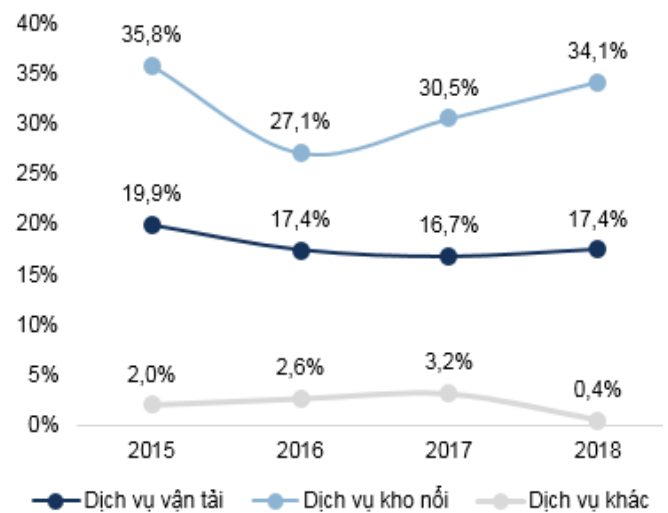
## HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

PVT hoạt động trong ba mảng kinh doanh: **(1) Vận tải đường biển** **(2) Dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO)** **(3) Dịch vụ khác** (Đại lý hàng hải, kinh doanh cung cấp vật tư thiết bị hàng hải, dầu khí, kinh doanh cung cấp phân đạm...)

**Biểu đồ 2: Doanh thu từng mảng của PVT giai đoạn 2015 - 2018**



**Biểu đồ 3: Biên lợi nhuận gộp từng mảng của PVT giai đoạn 2015 - 2018**



Nguồn: PVT, FPTS tổng hợp

Giai đoạn 2015 - 2018, **dịch vụ vận tải** là mảng kinh doanh chính của PVT chiếm 50% cơ cấu doanh thu năm với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) đạt 15,6%/năm và biên lợi nhuận gộp hơn 17%. **Mảng dịch vụ kho nổi** mang lại doanh thu thấp nhất nhưng lại là mảng có biên lợi nhuận gộp cao nhất trung bình 31,9%. Riêng **dịch vụ khác** chiếm tỷ trọng khá cao (hơn 30%) nhưng không mang lại hiệu quả với biên lợi nhuận trung bình chỉ khoảng 2%.

### 1. Dịch vụ vận tải

**Dịch vụ vận tải của PVT bao gồm: vận tải dầu thô, vận tải dầu sản phẩm, vận tải than, vận tải LPG.** Hiện tại, PVT đang sở hữu 30 tàu, trong đó, 10 tàu được đầu tư mua trong giai đoạn 2018-2019.

**(1) Vận tải dầu thô:** Hiện nay, PVT đang vận hành 4 tàu vận tải dầu thô với tổng trọng tải là 419.816 DWT, **hoạt động đồng thời cả tuyến trong nước và tuyến quốc tế**, cụ thể:

**Bảng 1: Đội tàu chở dầu thô của PVT**

Tên tàu	Trọng tải	Năm đưa vào sử dụng	Tuyến hoạt động
Tàu PVT Mercury	104.000 DWT	2012	Cụm mỏ Bạch Hổ, Sư tử trắng - NMLD Dung Quất
Tàu PVT Hera	105.174 DWT	2018	Cụm mỏ Bạch Hổ, Sư tử trắng - NMLD Dung Quất
Tàu PVT Athena	105.177 DWT	2009	Trung Đông - các nước khác
Tàu Apolo	105.465 DWT	2019	Trung Đông - các nước khác

Nguồn: FPTS tổng hợp

- **Tuyến trong nước:** PVT chiếm gần 100% thị phần vận tải dầu thô cho NMLD Dung Quất với các nguồn từ các mỏ Bạch Hổ, Sư Tử Trắng.
- **Tuyến quốc tế:** Hiện tại, PVT cho thuê 2 tàu Athena và Apolo vận chuyển dầu thô từ Trung Đông đi Trung Quốc, Hàn Quốc, Nhật Bản, Nam Phi... Riêng đối với tàu Apolo, dự kiến năm 2020, PVT sẽ mở rộng thêm tuyến Trung Đông - Bắc Mỹ (thị trường Bắc Mỹ có giá cước cao hơn các thị trường khác do có nhiều quy định khắt khe về tiêu chuẩn, trong đó yêu cầu về hàm lượng lưu huỳnh trong nhiên liệu dưới 0,1%).

Hiện PVT tham gia vận chuyển dầu thô từ Kuwait cho **NMLHD Nghi Sơn** bằng việc thuê tàu VLCC<sup>8</sup> của SK Shipping Hàn Quốc. Trong 9 tháng năm 2019, PVT vận chuyển khoảng 2 triệu tấn, tương đương 8 chuyến tàu VLCC. **NMLHD Nghi Sơn** với nhu cầu dầu thô 10 triệu tấn/năm, kỳ vọng là động lực tăng trưởng cho PVT trong dài hạn với kế hoạch vận tải 25% sản lượng dầu thô đầu vào và 30-40% sản lượng dầu sản phẩm.

**(2) Vận tải dầu sản phẩm:** PVT đang vận hành 10 tàu (chi tiết tại [đây](#)) với tổng trọng tải là 170.547 DWT, gồm 1 tàu Phương Đông Star chạy nội địa và 9 tàu chạy tuyến quốc tế.

- **Tuyến nội địa:** vận chuyển từ NMLHD Nghi Sơn, NMLD Dung Quất đi tới các kho của Tổng công ty Dầu Việt Nam (PV Oil). Hiện PVT chiếm gần 30% thị phần vận tải dầu sản phẩm trong nước.
- **Tuyến quốc tế:** PVT cho thuê tàu chạy các tuyến ở khu vực Đông Nam Á - Ấn Độ - Trung Đông.

**(3) Vận tải LPG:** Với 14 tàu vận chuyển LPG tổng trọng tải là 47.032 CBM<sup>9</sup> (chi tiết tại [đây](#)), PVT chiếm gần 100% thị phần trong nước tương đương tổng sản lượng 1 triệu tấn/năm. Trong đó vận chuyển cho NMLD Dung Quất khoảng 200.000 tấn/năm, nhà máy xử lý Khí Cà Mau khoảng 180.000 tấn/năm, nhà máy xử lý Khí Dinh Cố khoảng 600.000 tấn/năm và một số kho LPG nhỏ khác. Ngoài ra, PVT còn chạy **tuyến quốc tế** với sản lượng khoảng 1,5 triệu tấn/năm từ thị trường Thái Lan, Singapore đi Kho lạnh Thị Vải của Tổng Công ty Khí Việt Nam (PV Gas), từ Hàn Quốc, Đông Bắc Trung Quốc đến Cảng Đình Vũ cho PV Oil.

**(4) Vận tải than:** PVT chính thức tham gia vận chuyển than từ năm 2016. Trong đó:

- **Tuyến nội địa:** PVT vận chuyển than cho Tập đoàn than khoáng sản Việt Nam (Vinacomin) thông qua thuê tàu ngoài có trọng tải nhỏ hơn do các cảng ở Việt Nam còn hạn chế về năng lực tiếp nhận tàu trọng tải lớn.
- **Tuyến quốc tế:** PVT sở hữu 2 tàu chở than với tổng trọng tải là 83.133 DWT, vận chuyển than từ Indonesia, Úc đi các nước và NMNĐ tại Việt Nam như NMNĐ Duyên Hải 1,3 và NMNĐ Vĩnh Tân 4.

**Bảng 2: Đội tàu chở than của PVT**

Tên tàu	Trọng tải	Năm đưa vào sử dụng
Tàu Sapphire	56.021 DWT	2018
Tàu PVT Aroma	27.112 DWT	2016

*Nguồn: FPT S tổng hợp*

## 2. Dịch vụ kho nổi (FSO/FPSO)

Hiện tại PVT sở hữu 49% tàu FSO Đại Hùng Queen và 5% tàu FPSO Lewek Emas. Ngoài ra, PVT còn cung cấp dịch vụ vận hành – bảo dưỡng (O&M) cho tàu FPSO Lewek Emas, tàu FSO Đại Hùng Queen, tàu MV19 và chuẩn bị cung cấp dịch vụ cho dự án phát triển mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt của Idemitsu.

**Bảng 3: Các tàu FSO/FPSO PVT đang quản lý**

Mô	Tàu	Trọng tải	Chi tiết
Chim Sáo	Tàu FPSO Lewek Emas	170.614 DWT	Khách hàng là Công ty Premier Oil Việt Nam Offshore
Đại Hùng	Tàu FSO Đại Hùng Queen	104.518 DWT	Khách hàng là Công ty Điều hành thăm dò khai thác dầu khí trong nước (PVEP-POC)
Sông Đốc	Tàu FPSO Song Doc Pride MV19 (MV19)		PVT thực hiện O&M tàu MV19 cho Công ty dịch vụ ngoài khơi phía Nam (SPO) (thời gian 24/6/2018 - 24/6/2020)

*Nguồn: FPT S tổng hợp*

<sup>8</sup> VLCC/VLGC: Là tàu vận tải dầu thô/khí lớn thứ 2 trên thế giới có trọng tải DWT trong khoảng 180.000 đến 320.000 tấn

<sup>9</sup> CBM: Đơn vị đo năng lực vận tải của tàu tính bằng m<sup>3</sup> (Cubic meter)



**KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG NĂM 2019**
**Bảng 4: Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng năm 2019**

Tỷ đồng	9T/2018	9T/2019	%yoy	%TH/KH 2019
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>5.850,7</b>	<b>5.995,4</b>	<b>+2,5%</b>	<b>109%</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>5.611,3</b>	<b>5.825,7</b>	<b>+3,8%</b>	
<i>Dịch vụ vận tải</i>	3.020,9	3.601,9	+19,2%	
<i>Dịch vụ kho nổi</i>	557,0	763,6	+37,1%	
<i>Dịch vụ khác</i>	2.033,4	1.460,2	-28,2%	
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>4.940,7</b>	<b>4.972,2</b>	<b>+0,6%</b>	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>670,6</b>	<b>853,5</b>	<b>+27,3%</b>	
Chi phí bán hàng (CPBH)	6,6	9,1	+37,9%	
Chi phí quản lý (CPQL)	159,1	161,3	+1,4%	
<b>EBIT</b>	<b>504,9</b>	<b>683,1</b>	<b>+35,3%</b>	
Doanh thu tài chính	140,1	153,7	+9,7%	
Chi phí tài chính	135,8	148,4	+9,3%	
<i>Chi phí lãi vay</i>	96,6	110,5	+14,4%	
Lãi/lỗ công ty liên doanh, liên kết	16,8	23,6	+40,5%	
Lợi nhuận khác	97,4	8,8	-90,9%	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>505,2</b>	<b>585,6</b>	<b>+15,9%</b>	<b>146,4%</b>
<b>LNST thuộc công ty mẹ</b>	<b>422,6</b>	<b>491,2</b>	<b>+16,2%</b>	
EPS (đồng/cp)	1.502	1.745	+16,2%	

*Nguồn: PVT, FPTS tổng hợp*

**Tổng doanh thu hợp nhất 9 tháng đầu năm 2019 đạt 5.995,4 tỷ đồng (+2,5% yoy) và LNST đạt 585,6 tỷ đồng (+15,9% yoy), lần lượt hoàn thành 109% và 146,4% kế hoạch năm. LNST thuộc công ty mẹ đạt 491,2 tỷ đồng (+16,2% yoy).**

**Doanh thu thuần tăng chậm 3,8% yoy do:**

- **Doanh thu vận tải** đạt 3.601,9 tỷ đồng (+19,2% yoy) nhờ: (1) PVT cho thuê thêm 5 tàu mới mua (1 tàu chở dầu thô, 2 tàu chở dầu sản phẩm và 2 tàu chở LPG) chạy các tuyến quốc tế. Đồng thời, giá cho thuê tàu chạy tuyến quốc tế có xu hướng điều chỉnh tăng trước khi áp dụng tiêu chuẩn về hàm lượng lưu huỳnh trong nhiên liệu theo quy định của Tổ chức Hàng hải Quốc tế (IMO); (2) gia tăng sản lượng vận chuyển dầu thô và dầu sản phẩm do NMLHD Nghi Sơn đi vào hoạt động từ cuối năm 2018; (3) sản lượng vận tải LPG tăng nhờ sản lượng LPG nhập khẩu 18,3% yoy;
- **Doanh thu dịch vụ kho nổi** đạt 763,6 tỷ đồng (+37,1% yoy) nhờ (1) dịch vụ vận hành và bảo dưỡng (O&M) cho tàu FPSO Lewek Emas tăng trưởng tốt và (2) có thêm doanh thu từ dịch vụ tiền vận hành (cung cấp nhân lực,...) cho dự án Sao Vàng Đại Nguyệt;
- **Doanh thu dịch vụ khác** đạt 1.460,2 tỷ đồng (-28,2% yoy) do PVT chuyển đổi cơ cấu doanh thu.

**Lợi nhuận gộp** đạt 853,5 tỷ đồng, tăng 27,3% yoy. Biên lợi nhuận gộp tăng lên 14,6% (9T/2018 là 11,9%) do PVT gia tăng tỷ trọng các mảng hoạt động kinh doanh cốt lõi có biên lợi nhuận cao, đặc biệt là mảng vận tải và giảm tỷ trọng hoạt động khác có biên lợi nhuận thấp.

**Doanh thu tài chính** tăng 9,7% yoy do tăng khoản cổ tức, lợi nhuận được chia từ Công ty PV KEEZ Pte. Ltd<sup>10</sup> và CTCP Dịch vụ khai thác Dầu khí PTSC<sup>11</sup>; lãi chênh lệch tỷ giá tăng 64,2% yoy.

**Chi phí tài chính** tăng 9,3% yoy do chi phí lãi vay tăng 14,4% yoy đạt 110,5 tỷ đồng (tại ngày 30/9/2019, số dư nợ vay ngắn hạn là 752,2 tỷ đồng, tăng 13,4% so với số dư đầu năm).

Tỷ lệ CPQL và CPBH/doanh thu ổn định ở mức lần lượt là 2,8% và 0,1%.

**Lãi công ty liên doanh, liên kết** tăng 40,5% yoy từ CTCP Dịch vụ khai thác Dầu khí PTSC.

**Lợi nhuận khác** giảm 90,9% yoy do không có thu nhập phát sinh từ việc thanh lý tàu cũ (năm 2018 PVT đã thanh lý tàu chở dầu thô Hercules M mang về doanh thu khoảng 78,7 tỷ đồng).

Theo đó, **lợi nhuận sau thuế thuộc công ty mẹ đạt 491,2 tỷ đồng, tăng 16,2% yoy.**

## **KẾ HOẠCH 2019 VÀ ĐÁNH GIÁ**

**Bảng 5: Kế hoạch hoạt động kinh doanh năm 2019**

	KH 2019	TH 2018	%yoy	FPTS dự phóng
Tổng doanh thu (tỷ đồng)	5.500	7.835,7	-29,8%	8.167,1
LNST (tỷ đồng)	400	780,1	-48,7%	897,1
Cổ tức (đồng/cổ phiếu)	1.000	1.000		

*Nguồn: PVT, FPTS tổng hợp*

**Năm 2019, PVT đặt kế hoạch tổng doanh thu hợp nhất 5.500 tỷ đồng (-29,8% yoy) và LNST 400 tỷ đồng (-48,7% yoy).** PVT đặt kế hoạch cho năm 2019 khá thận trọng trên cơ sở dự báo ngành vận tải dầu khí sẽ gặp khó khăn. Tuy nhiên, kết quả kinh doanh năm 2015 – 2018 cho thấy PVT xây dựng kế hoạch doanh thu và lợi nhuận hàng năm khá thấp cho thấy sự thận trọng nhất định và thực tế kết quả thực hiện luôn vượt kế hoạch.

**Bảng 6: Tình hình thực hiện kế hoạch của PVT năm 2015 - 2018**

	2015	2016	2017	2018
%TH/KH Tổng DT	117%	139%	127%	149%
%TH/KH LNST	227%	173%	163%	219%

*Nguồn: PVT, FPTS tổng hợp*

**Chúng tôi ước tính tổng doanh thu đạt 8.167,1 tỷ đồng (+4,3% yoy), hoàn thành 148,5% kế hoạch năm, trong đó, doanh thu thuần ước đạt 7.914,2 tỷ đồng (+5,2% yoy). LNST ước đạt 897,1 tỷ đồng (+15,0% yoy), hoàn thành 224,3% kế hoạch năm, dựa trên một số cơ sở chính:**

**Doanh thu thuần** ước tăng 5,2% yoy. Trong đó:

- **Doanh thu vận tải** ước đạt 5.064,7 tỷ đồng, tăng 18,2% yoy nhờ quý 4 thường là quý có doanh thu vận tải cao nhất do nhu cầu sản phẩm nhiều cho mùa đông, tuy nhiên trong quý 4 NMLHD Nghi Sơn ngừng hoạt động 40-50 ngày do bảo dưỡng, do đó, ước tính quý 4/2019: (1) PVT sẽ vận chuyển 24 – 26 chuyến vận tải dầu thô cho NMLD Dung Quất và 2 - 4 chuyến từ NMLHD Nghi Sơn; (2) sản lượng vận chuyển LPG tăng 13% yoy.
- **Doanh thu dịch vụ kho nổi** ước đạt 1.001,5 tỷ đồng, tăng 4,7% yoy nhờ dịch vụ kho nổi hoạt động ổn định, ngoài ra, PVT tiếp tục cung cấp dịch vụ tiền vận hành giàn xử lý trung tâm Sao Vàng và giàn dầu giếng Đại Nguyệt thuộc Dự án Sao Vàng Đại Nguyệt của Công ty Idemitsu Kosan.

**Lợi nhuận gộp** ước đạt 1.317,5 tỷ đồng, tăng 21,6% yoy do PVT chuyển đổi cơ cấu doanh thu, giảm tỷ trọng các mảng khác có biên lợi nhuận gộp thấp và tăng tỷ trọng của mảng dịch vụ vận tải có biên lợi nhuận cao hơn.

<sup>10</sup> Công ty đăng ký hoạt động tại Singapore với sự tham gia góp vốn của PVT, EOCP Offshore Construction and Production Pte Ltd (EOCP), EZRA Holding Limited và KSI Production Pte, cung cấp dịch vụ FPSO phục vụ mỏ Chim Sáo và Dừa

<sup>11</sup> Tổng CTCP Dịch vụ Kỹ thuật Dầu khí Việt Nam – PVS sở hữu 51% cổ phần của CTCP Dịch vụ Khai thác Dầu khí PTSC

**Doanh thu tài chính** đạt 227,9 tỷ đồng, tăng 9,6% yoy với đóng góp chủ yếu từ cổ tức công ty liên doanh, liên kết. **Chi phí tài chính** ước đạt 173,2 tỷ đồng, tăng 9,3% yoy.

Lãi cty liên doanh, liên kết ước đạt 30,1 tỷ đồng, tăng 14,0% yoy.

**Do đó, LNST ước tính đạt 897,1 tỷ đồng và LNST thuộc công ty mẹ ước đạt 751,9 tỷ đồng tăng 15,3% yoy.**

## Cổ tức

**Bảng 7: Cổ tức của PVT năm 2015 - 2019**

Năm	2015	2016	2017	2018	KH 2019
Cổ tức tiền mặt (đồng/cổ phiếu)	800	1.000	1.000	1.000	1.000
Tỉ lệ cổ tức/thị giá	7,8%	8,6%	5,3%	6,4%	

*Nguồn: PVT, FPTS tổng hợp*

PVT chia cổ tức bằng tiền mặt đều đặn qua các năm với tỷ lệ cổ tức/thị giá trung bình giai đoạn 2015 – 2018 là 7,03%. Năm 2019, Đại hội đồng cổ đông thông qua kế hoạch chi trả cổ tức là 1.000 đồng/cổ phiếu.

## Các yếu tố cần theo dõi

- **NMLHD Nghi Sơn:** Cuối tháng 10/2019 NMLHD Nghi Sơn đã ngừng hoạt động trong khoảng 40 đến 50 ngày để bảo dưỡng lớn (thông thường một NMLHD mất khoảng 2 năm để hoạt động ổn định). Theo đó, doanh thu vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm cho NMLHD Nghi Sơn sẽ giảm trong quý 4/2019.
- **NMLD Dung Quất:** Theo kế hoạch của BSR giai đoạn 2018 - 2022, NMLD Dung Quất dự kiến ngừng hoạt động 45 - 55 ngày vào năm 2020 để bảo dưỡng tổng thể định kỳ 3 năm 1 lần theo lịch trình và 60 ngày vào năm 2021 để kết nối với dự án mở rộng NMLD Dung Quất. Do đó, dự kiến sản lượng vận chuyển dầu thô, dầu sản phẩm và LPG cho NMLD Dung Quất ước tính giảm trong năm 2020 - 2021.
- **Tàu FSO Đại Hùng Queen:** (1) Dự kiến vào năm 2020, tàu sẽ được bảo dưỡng từ 90-120 ngày và chuyển đổi thành tàu FPSO (Theo doanh nghiệp chia sẻ thì 30 ngày đầu, PVT vẫn được hưởng khoảng 100% doanh thu, từ ngày 31 trở đi PVT được hưởng khoảng 95% doanh thu, do đó doanh thu mảng dịch vụ kho nổi dự kiến giảm không đáng kể trong năm 2020); (2) PVT sẽ gia hạn hợp đồng với tàu FSO Đại Hùng Queen với kỳ hạn 5 năm/lần vào năm 2020. Tuy nhiên, (1) Việc bảo dưỡng tàu FSO Đại Hùng Queen kéo dài hơn dự kiến (2) Những điều khoản thay đổi khi ký lại hợp đồng với tàu FSO Đại Hùng Queen (đặc biệt là giá cho thuê) sẽ ảnh hưởng đến doanh thu và lợi nhuận mảng dịch vụ kho nổi.
- **Biến động lãi suất:** Tính đến 30/9/2019, dư nợ vay của PVT là 3.504 tỷ đồng, ước tính nếu lãi suất tăng 1% sẽ làm chi phí lãi vay tăng khoảng 35 tỷ đồng/năm.
- **Biến động giá dầu:** Hầu hết các hợp đồng cho thuê tàu của PVT được ký theo hợp đồng Time Charter<sup>12</sup> với chi phí nhiên liệu được chi trả bởi khách hàng, nên biến động giá dầu sẽ không ảnh hưởng trực tiếp đến PVT mà ảnh hưởng đến nhu cầu thuê tàu của khách hàng. Nếu giá dầu tăng sẽ làm tăng nhu cầu vận chuyển của khách hàng, khiến PVT tăng doanh thu và ngược lại.

<sup>12</sup> Time charter (Thuê tàu định hạn): là chủ tàu (ship-owner) cho người thuê tàu (charter) thuê toàn bộ con tàu để chuyên chở hàng hóa trong một khoảng thời gian và trong một hoặc nhiều vùng khai thác nhất định, tàu cho thuê định hạn thì người thuê tàu sẽ chịu chi phí nhiên liệu, cảng phí và chủ tàu mất quyền kiểm soát trong việc điều động và khai thác hàng hóa nhưng vẫn trực tiếp quản lý và trả lương cho đội thuyền viên. Cước phí thuê tàu được tính theo đơn vị thời gian (USD/ngày, VND/ngày)



## ĐÌNH GIÁ

Chúng tôi đưa ra một số doanh nghiệp hoạt động trong ngành vận tải để so sánh với PVT. Dữ liệu được sử dụng trong 4 quý gần nhất (quý 4/2018 – quý 3/2019).

**Bảng 8: So sánh PVT với một số doanh nghiệp hoạt động trong ngành**

STT	Tên doanh nghiệp	Quốc gia	Vốn hóa (Triệu USD)	Doanh thu (Triệu USD)	LNST (Triệu USD)	ROE (%)	D/A (x)	P/E* (x)
1	PT Samindo Resources Tbk	Indonesia	197,81	254,82	34,90	18,16%	6,32%	6,12
2	Toba Bara Sejahtera. PT	Indonesia	208,49	489,04	88,97	19,58%	39,15%	6,57
3	Great Eastern Shipping Co	Ấn Độ	636,66	501,62	40,14	1,10%	33,70%	7,28
<b>Trung bình</b>								<b>6,7</b>
<b>PVT</b>		<b>Việt Nam</b>	<b>209,83</b>	<b>332,71</b>	<b>42,14</b>	<b>18,18%</b>	<b>32,19%</b>	<b>6,9</b>

Nguồn: Bloomberg, FPTS tổng hợp

P/E(\*): P/E của doanh nghiệp so sánh được điều chỉnh theo hệ số chênh lệch giữa mức P/E của thị trường Việt Nam (VN-Index) và P/E của chỉ số đại diện cho sản phẩm doanh nghiệp so sánh được niêm yết tại từng quốc gia. EPS của PVT đã trừ quỹ khen thưởng phúc lợi.

Tại mức giá 17.700 đồng/cp vào ngày 17/11/2019, PVT đang giao dịch tại P/E trailing 6,9x, cao hơn P/E trung bình của một số doanh nghiệp cùng ngành trong khu vực 6,7x. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị **BÁN** đối với cổ phiếu PVT ở thời điểm hiện tại. Nhà đầu tư có thể xem xét MUA vào ở mức giá 15.100 đồng/cp (thấp hơn 14,7% so với giá hiện tại) tương ứng P/E trailing 5,9x.

## PHỤ LỤC

**Bảng 9: Danh sách công ty con, công ty liên kết (tại ngày 30/9/2019) (quay lại)**

Tên công ty	Tỷ lệ sở hữu	Tỷ lệ biểu quyết	Hoạt động kinh doanh
<b>Công ty con</b>			
CTCP Vận tải Dầu khí Vũng Tàu	99,85%	99,85%	Vận tải dầu thô và các sản phẩm khí, dịch vụ kỹ thuật dầu khí
CTCP Vận tải Xăng dầu Phương Nam (Southern PetroTrans)	69,63%	53,75%	Vận tải dầu sản phẩm, kinh doanh xăng dầu, dịch vụ hàng hải
CTCP Vận tải sản phẩm khí Quốc tế (Gas Shipping - GSP)	67,74%	67,74%	Mua bán phương tiện vận tải, cho thuê tàu, dịch vụ hàng hải, vận chuyển khí hóa lỏng LPG
CTCP Vận tải dầu khí Thái Bình Dương (PV Trans PAC - PVP)	64,92%	64,92%	Vận tải và khai thác dầu thô, cho thuê phương tiện vận tải, dịch vụ hàng hải
CTCP Vận tải dầu Phương Đông Việt (PV Trans Oil)	51,12%	51,44%	Vận tải và khai thác dầu sản phẩm, đại lý và quản lý tàu, cung cấp nhiên liệu tàu và kinh doanh thương mại
CTCP Vận tải Nhật Việt (NV Trans)	51%	51%	Dịch vụ quản lý tàu, cung cấp nhiên liệu, vận chuyển khí hóa lỏng LPG
CTCP Vận tải dầu khí Quảng Ngãi	50,67%	50,67%	Vận tải hàng hóa bằng đường bộ, kinh doanh kho bãi, dịch vụ kỹ thuật dầu khí
CTCP Vận tải dầu khí Hà Nội	50,5%	50,5%	Vận tải hàng rời và các sản phẩm khí, dịch vụ hàng hải
CTCP Vận tải dầu khí Đông Dương <sup>13</sup> (PV Trans – PTT)	48,67%	48,67%	Vận tải xăng dầu, gas, khí hóa lỏng, hàng rời, dịch vụ vận tải
<b>Công ty liên kết</b>			
CTCP Dịch vụ Khai thác Dầu khí PTSC (PPS)	48,5%	48,5%	Vận hành và bảo dưỡng công trình khai thác dầu khí, dầu thô và khí tự nhiên, dịch vụ kỹ thuật dầu khí

Nguồn: PVT, FPTS tổng hợp

<sup>13</sup> PTT là công ty con do đa số các thành viên trong HĐQT và Ban GD đều là đại diện của công ty mẹ. Bên cạnh đó, công ty mẹ có quyền chi phối các chính sách tài chính và hoạt động của PTT

**Bảng 10: Đội tàu chở dầu sản phẩm của PVT (quay lại)**

Tên tàu	Trọng tải	Năm đưa vào sử dụng
Tàu PVT Dolphin	45.888 DWT	2007
Tàu PVT Dragon	8.700 DWT	2007
Tàu PVT Eagle	33.425 DWT	2009
Tàu PVT Sea Lion	16.187 DWT	2010
Tàu PV Oil Jupiter	8.758 DWT	2015
Tàu PV Oil Venus	9.202 DWT	2015
Tàu Phương Đông Star	9.045 DWT	2015
Tàu PVT Saturn	13.159 DWT	2017
Tàu PVT Synergy	13.127 DWT	T1/2019
Tàu PVT Neptune	13.056 DWT	T8/2019

Nguồn: FPT S tổng hợp

**Bảng 11: Đội tàu chở LPG của PVT (quay lại)**

Tên tàu	Trọng tải	Năm đưa vào sử dụng
Tàu Cửu Long Gas	3.500 CBM	2007
Tàu Hồng Hà Gas	1.800 CBM	2007
Tàu Việt Gas	1.800 CBM	2007
Tàu Sài Gòn Gas	3.500 CBM	2010
Tàu Oceanus 9	4.518 CBM	2013
Tàu Aquamarine Gas	1.358 CBM	2015
Tàu Apollo Pacific	3.354 CBM	2015
Tàu Annie Gas 09	4.002 CBM	2017
Tàu Lady Linn	3.435 CBM	2018
Tàu Lady Favia	4.048 CBM	2018
Tàu Thăng Long Gas	3.434 CBM	2018
Tàu Oceanus 8	3.758 CBM	2018
Tàu Gas Lotus	3.490 CBM	T6/2019
Tàu Đà Nẵng Gas	5.035 CBM	T9/2019

Nguồn: FPT S tổng hợp

## Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPT S dựa vào các nguồn thông tin mà FPT S coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPT S. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPT S có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPT S nắm giữ 82 cổ phiếu PVT và chuyên viên tư vấn đầu tư không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

**Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức.**

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Trụ sở chính

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi  
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam  
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171  
Fax: (84.24) 3 773 9058

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành Times  
Square, 136-138 Lê Thị Hồng Gấm, Q1,  
TP. Hồ Chí Minh, Việt Nam.  
ĐT: (84.28) 6 290 8686  
Fax: (84.28) 6 291 0607

### Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT Chi nhánh Tp.Đà Nẵng

100, Quang Trung, P. Thạch Thang,  
Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng  
ĐT: (84.236) 3553 666  
Fax: (84.236) 3553 888