

**TỔNG CÔNG TY CỔ PHẦN VẬN TẢI DẦU KHÍ (HOSE: PVT)**
**Khuyến nghị**

Giá mục tiêu 12 tháng (làm tròn)	26,000
Giá hiện tại	20,050
Upside	29.6%

**MUA**
**NGUỒN CÔNG VIỆC TIẾP TỤC DUY TRÌ ỔN ĐỊNH TRONG NỬA CUỐI NĂM**

**Kết quả kinh doanh tích cực, phù hợp kỳ vọng.** Quý 2.2021, PVT đạt 1,873 tỷ đồng doanh thu, tăng 2.4% so với cùng kỳ, trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát trở lại tại Việt Nam kể từ đầu tháng 5, tuy nhiên (1) 80% đội tàu của PVT hoạt động trên tuyến quốc tế, và vẫn có lượng công việc ổn định (2) mảng dịch vụ vận tải (chiếm 72% tổng doanh thu) tiếp tục ghi nhận tăng trưởng, đặc biệt là mảng dầu thô và hóa chất khí 5 triệu tấn dầu thô trong năm 2021 cho BSR vẫn do PVT đảm nhận; (3) 2 tàu hóa chất mới đã có hợp đồng công việc mới ngay khi được tiếp nhận; Lũy kế 6 tháng đầu năm, PVT ghi nhận doanh thu thuần 3,581 tỷ đồng, tăng 5.5% YoY, lợi nhuận sau thuế đạt 438 tỷ đồng, tăng 39% YoY. Như vậy PVT đã hoàn thành 59.6% kế hoạch doanh thu và 108.6% kế hoạch lợi nhuận năm 2021.

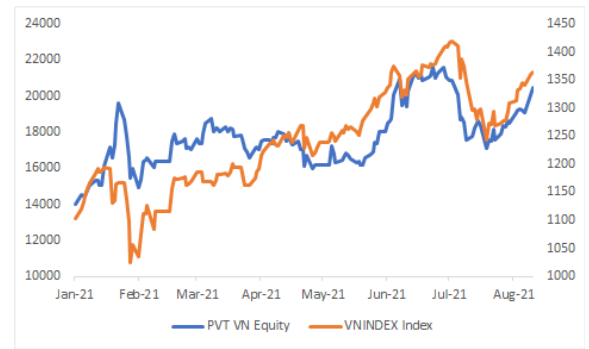
**Dữ liệu giao dịch**

Sàn giao dịch	HOSE
Giá cao/thấp nhất 52 tuần	21,600/8,600
Vốn hóa thị trường (tỷ VND)	6,489.21
SLCP đang lưu hành (triệu cp)	323.65
KLGDBQ 52 tuần (cổ phiếu)	3,168,423

**Một số chỉ tiêu chính**

	2020	2021E	2022E
<b>Doanh thu (tỷ VND)</b>	<b>7,383</b>	<b>8,284</b>	<b>8,765</b>
LN gộp (tỷ VND)	1,118	1,317	1,355
EBIT (tỷ VND)	854	985	1,005
<b>LN ròng (VND)</b>	<b>830</b>	<b>847</b>	<b>938</b>
Tăng trưởng LNR (%)	1%	2%	11%
EPS (VND)	2,350	2,616	2,900
Tăng trưởng EPS (%)	-12%	4%	11%
BVPS (VND)	15,096	16,241	17,706
<b>ROE (%)</b>	<b>17%</b>	<b>16%</b>	<b>16%</b>
<b>ROA (%)</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>

**Năm 2021, doanh thu được chúng tôi dự phóng đạt 8,284 tỷ đồng, với doanh thu cốt lõi từ mảng vận tải đạt 5,351 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) Giá cước vận tải hàng rời, sản phẩm hóa chất quốc tế đang tăng trưởng tích cực, (3) Vận chuyển cho NMLD Dung Quất sẽ ổn định trong năm 2021.

**Diễn biến giá cổ phiếu**


**Hướng phát triển đội tàu của PVT sẽ hướng tới tăng số đội tàu hóa chất, khi đặt mục tiêu: đội tàu hóa chất sẽ chiếm số lượng tàu nhiều nhất (40-50%), tiếp đến đội tàu dầu thô và LPG sẽ đều chiếm từ 20-30% có cấu đội tàu; và 10% là đội tàu hàng rời.**

**Chúng tôi điều chỉnh giá mục tiêu của PVT lên 26,000 Đồng/cp tương ứng P/E Forward 2021 đạt 9.9 với triển vọng kinh doanh tăng trưởng trong 2021 nhờ nhu cầu vận tải tích cực**

**Cơ cấu cổ đông**

Tập đoàn dầu khí Việt Nam	51.00%
PVCombank	5.07%
Vietnam Holding Limited	4.96%
Korea Investment Management	4.95%
Cổ đông khác	34.02%

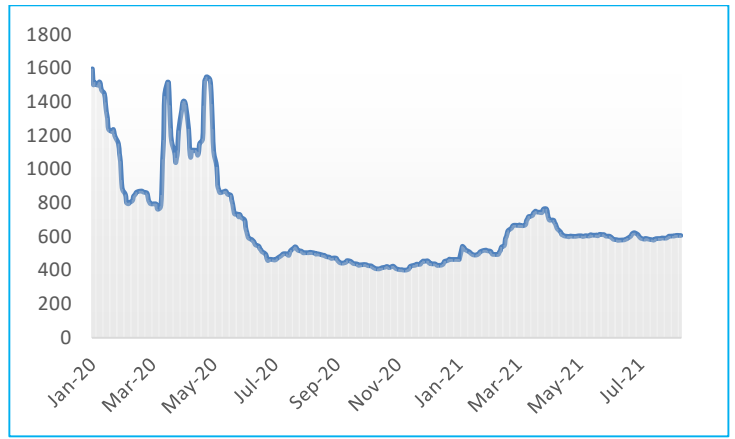
**Kết quả kinh doanh tích cực phù hợp kỳ vọng**

Quý 2.2021, PVT đạt 1,873 tỷ đồng doanh thu, tăng 2.4% so với cùng kỳ, trong bối cảnh dịch Covid-19 bùng phát trở lại tại Việt Nam kể từ đầu tháng 5, tuy nhiên (1) 80% đội tàu của PVT hoạt động trên tuyến quốc tế, và vẫn có lượng công việc ổn định (2) mảng dịch vụ vận tải (chiếm 72% tổng doanh thu) tiếp tục ghi nhận tăng trưởng, đặc biệt là mảng dầu thô và hóa chất khi 5 triệu tấn dầu thô trong năm 2021 cho BSR vẫn do PVT đảm nhận; 2 tàu hóa chất mới đã có hợp đồng công việc mới ngay khi được tiếp nhận;

**Chỉ số giá cước vận tải hàng rời Baltic**



**Chỉ số giá cước vận tải dầu thô Baltic**

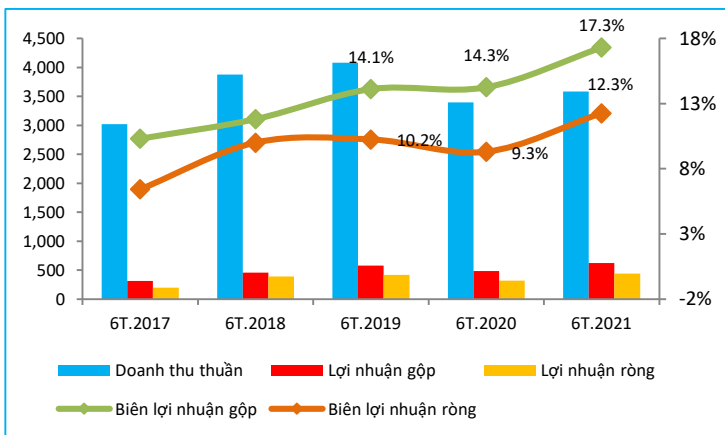


Nguồn: Bloomberg, PSI tổng hợp

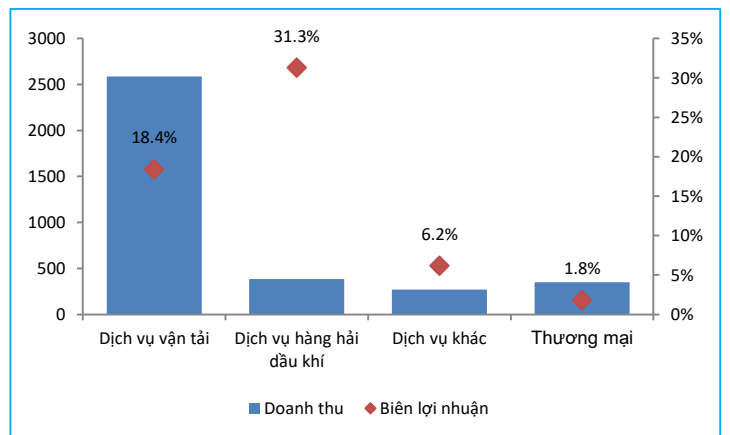
Biên lợi nhuận gộp quý 2 tăng đáng kể đạt 19.4%, so với 13.7% của Q2.2021, và là quý có biên lợi nhuận tốt nhất kể từ đầu năm 2019 đến nay do (1) Giá cước các phân khúc đều phục hồi tích cực so với thời điểm cùng kỳ, đặc biệt là phân khúc hàng rời (Baltic Dry Index) đã tăng 87% so với cùng kỳ. (2) Các tuyến quốc tế chủ yếu được PVT ký hợp đồng định hạn, ít chịu tác động từ chi phí nhiên liệu leo thang mạnh từ năm ngoái đến nay. Nhờ vậy, lợi nhuận sau thuế Q2.2021 đạt 257 tỷ đồng, tăng 9.8% so với cùng kỳ.

Lũy kế 6 tháng đầu năm, PVT ghi nhận doanh thu thuần 3,581 tỷ đồng, tăng 5.5% YoY, lợi nhuận sau thuế đạt 438 tỷ đồng, tăng 39% YoY. Như vậy PVT đã hoàn thành 59.6% kế hoạch doanh thu và 108.6% kế hoạch lợi nhuận năm 2021.

**Kết quả kinh doanh hợp nhất (tỷ đồng)**



**Doanh thu từng mảng dịch vụ (tỷ đồng)**



Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

Doanh thu mảng vận tải dầu thô trong nước tương đối ổn định khi nhà máy lọc dầu Dung Quất vẫn hoạt động trên 100% công suất kể từ sau bảo dưỡng lớn 8/2020, tuy nhiên NMLD Nghi Sơn vẫn chưa thể hoạt động ổn định, gây ảnh hưởng nguồn công việc. Do vậy, PVT hiện tập trung đẩy mạnh, phát triển hoạt động vận tải quốc tế, khi mà cho đến nay, mảng quốc tế đang mang lại hơn 60% doanh thu và gần 50% lợi nhuận; nhất là khi nhu cầu vận chuyển trong nước không có sự tăng trưởng.

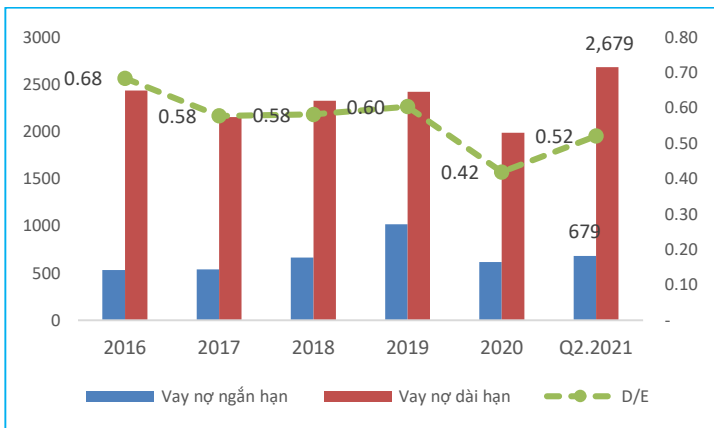
Giá dầu thô tăng tăng mạnh, hơn 30% từ đầu năm đến nay, nhưng được nhận định ít có tác động đến các khoản chi phí của PVT khi các hợp đồng cho thuê tàu của PVT với các đối tác nước ngoài là hợp đồng định hạn (TC), qua đó PVT sẽ chỉ thu tiền cho thuê tàu, còn chi phí liên quan đến vận hành cho tàu (nhiên liệu, bảo dưỡng) sẽ do khách hàng thuê tự chi trả.

**Khả năng tài chính vẫn duy trì tốt dù thực hiện đầu tư 4 tàu mới trong hơn nửa đầu năm**

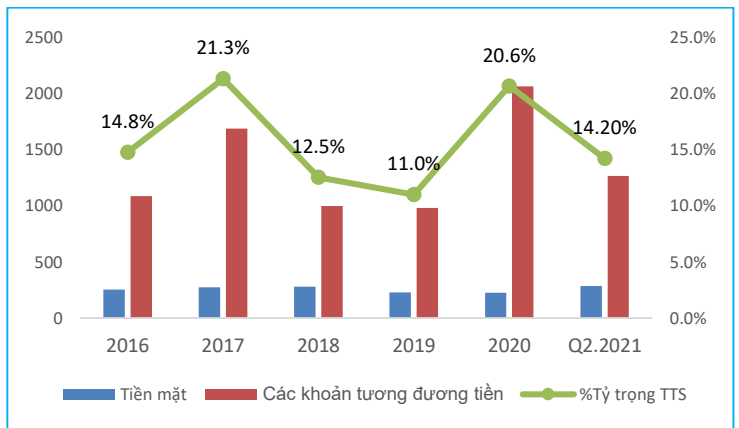
Hướng phát triển đội tàu của PVT sẽ hướng tới tăng số đội tàu hóa chất, khi đạt mục tiêu: đội tàu hóa chất sẽ chiếm số lượng tàu nhiều nhất (40-50%), tiếp đến đội tàu dầu thô và LPG sẽ đều chiếm từ 20-30% có cấu đội tàu; và 10% là đội tàu hàng rời. Theo kế hoạch phát triển này, chỉ trong hơn 6 tháng đầu năm, PVT đã đầu tư và nhận bàn giao thành công 4 tàu mới: bao gồm 2 tàu hóa chất (PVT Venus và PVT Auzura), tàu hàng rời (PVT Dimond) và mới đây nhất là 1 tàu khí hóa lỏng lạnh loại VLGC đầu tiên với dung tích chở hàng 81,605 CBM

Hiện tàu PVT Athena (tàu chở dầu thô) đang trong lộ trình bán thanh lý, theo lãnh đạo của PVT, tàu PVT Athena đã hết khấu hao, và có thể đem lại về cho PVT và đơn vị thành viên khoản tiền lớn, khi mà có thể được gần 10 triệu USD. Nguồn thu từ việc thanh lý PVT Athena sẽ là nguồn hỗ trợ lớn cho PVT trong công tác trả hóa đội tàu.

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



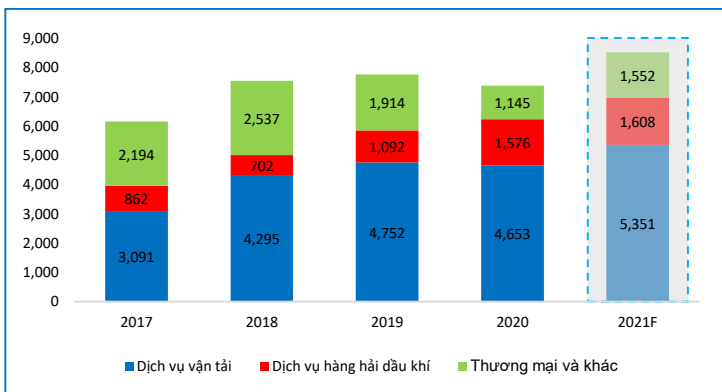
**Tiền và các khoản tương đương tiền (tỷ đồng)**



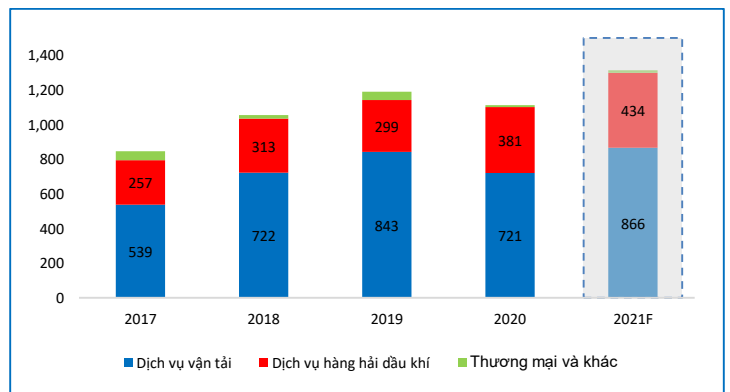
Nguồn: PVT, PSI tổng hợp

**Triển vọng nửa cuối năm**

**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, với động lực chính vẫn đến từ dịch vụ vận tải:

**Doanh thu vận tải – hoạt động cốt lõi dự báo đạt 5,351 tỷ đồng:** (2) Giá cước vận tải hàng rời, sản phẩm hóa chất quốc tế đang tăng trưởng tích cực (3) Vận chuyển cho NMLD Dung Quất sẽ ổn định trong năm 2021 (4) Đội tàu được mua mới đã ngay có hợp đồng công việc mới ngay khi nhận bàn giao (5) OPEC+ đạt được thỏa thuận về nới lỏng cắt giảm kể từ tháng 8, sẽ làm tăng nhu cầu thuê tàu chở dầu.

**Doanh thu từ dịch vụ hàng hải dự báo đạt 1,607 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 1,317 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 đã và đang được triển khai không chỉ trong nước mà tại nhiều khu vực trên thế giới

**Theo đó, chúng tôi ước tính doanh thu 2021 đạt 8,285 tỷ đồng (tăng 12.2% so với TH 2020), lợi nhuận trước thuế ước đạt 1,078 tỷ đồng (tăng 3.9% 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
<b>004140 KS Equity</b>	DONGBANG TRANSPORT LOGISTICS	17.84	2.19
<b>044450 KS Equity</b>	KSS LINE LTD	10.1	
<b>2612 TT Equity</b>	CHINESE MARITIME TRANSPORT	9.85	1.08
<b>AMA TB Equity</b>	AMA MARINE PCL	15.65	1.21
<b>HAH VN Equity</b>	HAI AN TRANSPORT & STEVEDORI	16.45	2.4
<b>SHIP IJ Equity</b>	SILLO MARITIME PERDANA TBK P	6.66	1.14
<b>WINS IJ Equity</b>	WINTERMAR OFFSHORE MARINE		0.28
<b>SRYS IN Equity</b>	SHREYAS SHIPPING & LOGISTICS	11.31	1.19
<b>VTO VN Equity</b>	VIETNAM TANKER JSC	8.21	0.71
<b>WMSL BD Equity</b>	WESTERN MARINE SHIPYARD LTD	19.01	0.74
<b>2612 TT Equity</b>	CHINESE MARITIME TRANSPORT	9.85	1.08
<b>Trung bình</b>		12.49	1.20

*Nguồn: Bloomberg*

Với EPS dự phóng 2021 đạt 2,616 đồng/cp và Giá trị sổ sách/cp đạt: 16,241 đồng. Kết quả định giá theo phương pháp so sánh P/E và P/B lần lượt là 32,681 đồng/cp và 19,521 đồng/cp

#### 2. Phương pháp chiết khấu dòng tiền

**Bảng dòng tiền chiết khấu DCF:**

	2021	2022	2023	2024	2025	Giá trị vĩnh viễn
<b>EBIT</b>	<b>985,482</b>	<b>1,004,641</b>	<b>1,037,295</b>	<b>1,079,605</b>	<b>1,090,653</b>	
Thuế doanh nghiệp	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>768,876</b>	<b>783,920</b>	<b>809,393</b>	<b>842,398</b>	<b>851,019</b>	
Thay đổi vốn lưu động	159,486	79,006	41,167	317,804	- 102,543	
Chi phí vốn	1,054,450	282,987	246,105	309,033	- 735,452	
Khấu hao	720,046	733,224	743,877	758,267	797,330	
<b>Dòng tiền tự do</b>	<b>593,958</b>	<b>1,313,163</b>	<b>1,348,332</b>	<b>973,828</b>	<b>810,353</b>	<b>8,350,718</b>
<b>Tỷ lệ chiết khấu</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>	<b>11%</b>
<b>Dòng tiền đã chiết khấu</b>	<b>536,058</b>	<b>1,069,623</b>	<b>991,209</b>	<b>646,110</b>	<b>485,239</b>	<b>5,000,399</b>

Valuation	
<b>Giá trị dòng tiền chiết khấu (triệu đồng)</b>	8,992,907
<b>Nợ (triệu đồng)</b>	2,602,599
<b>Lợi ích cổ đông thiểu số (triệu đồng)</b>	1,393,184
<b>Tiền mặt (triệu đồng)</b>	3,325,970
<b>Giá trị hiện tại (triệu đồng)</b>	8,323,095
<b>SLCP đang lưu hành (triệu cổ)</b>	323,651,246
<b>Giá mục tiêu (Đồng/cp)</b>	<b>25,716</b>

**Báo cáo tài chính**

<b>Income Statement (VND bn)</b>				<b>Chỉ số chính</b>			
	<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>		<b>2020</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>
Doanh thu thuần	<b>7,383</b>	<b>8,285</b>	<b>8,765</b>	<b>Khả năng sinh lời</b>			
Giá vốn hàng bán	6,264	6,968	7,410	Biên lợi nhuận gộp	15%	16%	15%
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,118</b>	<b>1,317</b>	<b>1,355</b>	Biên EBITDA	23%	21%	20%
Doanh thu tài chính	272	223	290	Biên lợi nhuận trước thuế	9%	8%	9%
Chi phí tài chính	174	204	188	ROE	17%	16%	16%
Lãi/lỗ trong công ty LD,LK				ROA	9%	8%	9%
Chi phí bán hàng	14	14	15	<b>Tăng trưởng</b>			
Chi phí quản lý doanh nghiệp	273	317	336	Doanh thu	-4%	12%	6%
<b>Lợi nhuận thuần từ HĐKD</b>	<b>930</b>	<b>1,004</b>	<b>1,106</b>	Lợi nhuận gộp	-4%	4%	11%
Lợi nhuận khác	58	53	58	Lợi nhuận sau thuế (của cổ đông công ty mẹ)	-7%	2%	11%
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,039</b>	<b>1,078</b>	<b>1,194</b>	EPS	-19%	2%	11%
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>830</b>	<b>847</b>	<b>938</b>	Tổng tài sản	1%	16%	2%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông công ty mẹ</b>	<b>669</b>	<b>694</b>	<b>798</b>	VCSH	1%	16%	2%
<b>Lợi nhuận sau thuế của cổ đông không kiểm soát</b>	<b>161</b>	<b>152</b>	<b>141</b>	<b>Thanh khoản</b>			
<b>Balance Sheet (VND bn)</b>	<b>2019</b>	<b>2020F</b>	<b>2021F</b>	Thanh toán hiện hành	1.93	2.26	2.45
<b>Tài sản ngắn hạn</b>	<b>4,662</b>	<b>6,031</b>	<b>6,495</b>	Nợ/tài sản	23%	1.75	1.91
I. Tiền & tương đương tiền	3,326	<b>4,674</b>	<b>5,066</b>	Nợ/vốn chủ sở hữu	41%	29%	25%
II. Đầu tư tài chính ngắn hạn	-	-	-	Khả năng thanh toán lãi vay	5.97	55%	44%
III. Các khoản phải thu ngắn hạn	1,103	<b>1,101</b>	<b>1,164</b>	<b>Định giá</b>			
IV. Hàng tồn kho	112	<b>136</b>	<b>144</b>	EPS (VND)	2,566	2,616	2,900
V. Tài sản ngắn hạn khác	120	<b>120</b>	<b>120</b>	BVPS (VND)	15,096	16,241	17,706
<b>Tài sản dài hạn</b>	<b>6,428</b>	<b>6,887</b>	<b>6,728</b>				
I. Các khoản phải thu dài hạn	20	<b>20</b>	<b>20</b>				
II. Tài sản cố định	5,860	<b>6,476</b>	<b>6,316</b>				
V. Đầu tư tài chính dài hạn	205	<b>205</b>	<b>205</b>				
VI. Tài sản dài hạn khác	187	<b>187</b>	<b>187</b>				
<b>Tổng tài sản</b>	<b>11,090</b>	<b>12,918</b>	<b>13,223</b>				
<b>Nợ phải trả</b>	<b>4,811</b>	<b>6,116</b>	<b>5,806</b>				
<b>I. Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,419</b>	<b>2,667</b>	<b>2,650</b>				
1. Khoản phải trả ngắn hạn	1,804	<b>2,007</b>	<b>2,134</b>				
2. Vay & nợ thuê tài chính ngắn hạn	615	<b>660</b>	<b>516</b>				
<b>II. Nợ dài hạn</b>	<b>2,391</b>	<b>3,449</b>	<b>3,156</b>				
1. Các khoản phải trả dài hạn	404	<b>381</b>	<b>405</b>				
2. Vay & nợ thuê tài chính dài hạn	1,987	<b>3,068</b>	<b>2,750</b>				
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,279</b>	<b>6,802</b>	<b>7,417</b>				
1. Vốn điều lệ	3,237	<b>3,237</b>	<b>3,237</b>				
3. Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-				
4. Lợi nhuận giữ lại	876	<b>1,246</b>	<b>1,720</b>				
5. Lợi ích cổ đông không kiểm soát	1,393	<b>1,546</b>	<b>1,686</b>				
6. Nguồn vốn khác	773	<b>773</b>	<b>773</b>				
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>11,090</b>	<b>12,918</b>	<b>13,223</b>				



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](http://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

**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.