

## Việt Nam

**KHẢ QUAN** (Không thay đổi)

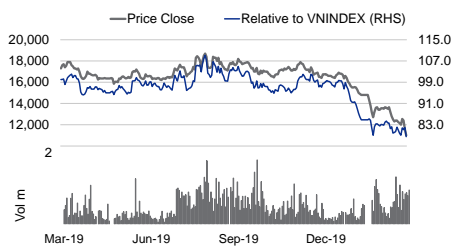
Consensus ratings\*: KQ 5 TL 2 KKQ 0

|                       |                |
|-----------------------|----------------|
| Giá hiện tại:         | VND11.000      |
| Giá mục tiêu:         | VND18.100      |
| Giá mục tiêu cũ:      | VND21.000      |
| Tỷ lệ tăng/giảm giá:  | 64,5%          |
| CGS-CIMB / Consensus: | -5,6%          |
| Reuters:              | PVT.HM         |
| Bloomberg:            | PVT VN         |
| Vốn hóa:              | US\$133,4tr    |
|                       | VND3.095.842tr |
| GTGD bình quân:       | US\$0,24tr     |
|                       | VND5.643tr     |
| SLCP đang lưu hành:   | 281,4tr        |
| Free float:           | 27,6%          |

\*Nguồn: Bloomberg

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

- Giảm dự phóng EPS 2020-21 10,2-22,2%
- Thêm dự phóng EPS 2022



Nguồn: Bloomberg

| Diễn biến giá | 1T    | 3T    | 12T   |
|---------------|-------|-------|-------|
| Tuyệt đối (%) | -17,9 | -33,3 | -36,8 |
| Tương đối (%) | -7,9  | -20,5 | -21,8 |

| Cổ đông                   | % nắm giữ |
|---------------------------|-----------|
| Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 51,0      |
| Yurie Vietnam Securities  | 6,2       |
| PVcom Bank                | 5,1       |

**Chuyên viên phân tích**

**Phạm Lê Mai**

T (84) 94 328 0850

E mai.phamle@vndirect.com.vn

# Tổng Công ty Vận tải Dầu khí

## BSR bảo dưỡng có thể ảnh hưởng LN ròng 2020

- Chúng tôi dự báo lợi nhuận ròng của PVT giảm 10,9%/0,4% sv cùng kỳ trong giai đoạn 2020-21 do hoạt động nâng cấp và bảo dưỡng của khách hàng lớn BSR.
- Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu giảm còn 18.100 đồng/cp.

**KQKD 2019 được hỗ trợ bởi mảng vận tải**

LN ròng Q4/2019 giảm 31,2% do 1) doanh thu từ khách hàng Lọc hóa dầu Nghi Sơn giảm do hoạt động bảo trì kéo dài 40 ngày, 2) một số tàu lên dock sửa chữa, 3) ghi nhận trước một số chi phí bảo dưỡng của tàu FSO Đại Hùng Queen, và 4) chi phí tài chính tăng gần gấp đôi sv cùng kỳ do vay nợ nhiều hơn để mở rộng đội tàu trong năm 2019. Tuy vậy LN ròng cả năm vẫn ghi nhận tăng trưởng 4,5% sv cùng kỳ nhờ vào đóng góp của 7 tàu mới mua trong năm và chi phí QLDN thấp hơn 12,4% sv cùng kỳ, giúp bù đắp cho mức tăng của chi phí mảng FSO và chi phí tài chính. Lợi nhuận ròng đạt 96,8% dự báo 2019 của chúng tôi.

**Hiệu suất HĐ của BSR thấp hơn có thể ảnh hưởng đến LN 2020-21**

Doanh thu đến từ khách hàng lớn BSR thường chiếm khoảng 70-80% doanh thu vận tải của PVT, do vậy lịch bảo dưỡng 50 ngày của BSR trong Q2-Q3/2020 sẽ ảnh hưởng trực tiếp đến lợi nhuận mảng vận tải của PVT. Công ty cho biết sẽ thực hiện bảo dưỡng 1 tàu dầu thô trong giai đoạn này và chuyển 1 tàu sang chạy tuyến quốc tế nhằm bù đắp phần nào cho doanh thu sụt giảm. Bên cạnh đó, chúng tôi dự báo BSR sẽ thực hiện nâng cấp nhà máy trong năm 2021, hiện công ty đang chuẩn bị công tác đấu thầu các hạng mục và thu xếp vốn. Do vậy, chúng tôi hạ dự phóng EPS 2021 của PVT 22,2% để phản ánh sự kiện này.

**Giá dầu giảm không phải là điều đáng lo**

Phần lớn các hợp đồng của PVT dưới dạng thuê định hạn, nghĩa là khách hàng phải trả chi phí nhiên liệu, do đó biến động giá dầu sẽ không ảnh hưởng đến lợi nhuận của mảng vận tải. Ngoài ra việc Saudi Arabia quyết định tăng sản lượng sản xuất gần đây có thể gia tăng nhu cầu vận chuyển dầu trong trung hạn, kéo theo giá cước vận tải tăng. Điều này có thể bù đắp cho sự suy giảm doanh thu từ mảng thương mại và các dịch vụ khác khi giá dầu và khí duy trì ở mức thấp.

**Duy trì khuyến nghị Khả quan với giá mục tiêu giảm còn 18.100đ/cp**

Chúng tôi sử dụng sử dụng kết hợp hai phương pháp định giá với tỷ trọng bằng nhau là DCF và P/E mục tiêu 7,7x (dựa trên P/E trung bình 5 năm) cho giai đoạn 2020-21. Chúng tôi hạ P/E mục tiêu từ 9x xuống 7,7x do tâm lý thị trường yếu và LN ròng giảm trong giai đoạn 2020-21. Động lực tăng giá bao gồm (1) PVN thoái vốn từ 51% xuống 36% và (2) sản lượng vận chuyển cho Nghi Sơn cao hơn kỳ vọng. Rủi ro giảm giá: 1) các nhà máy điện than mới chậm đi vào hoạt động và 2) giá cước vận chuyển thấp hơn dự kiến.

| Tóm tắt các chỉ tiêu chính        | 12/18A | 12/19A | 12/20F | 12/21F | 12/22F |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Doanh thu (tỷ đồng)               | 7.523  | 7.742  | 8.189  | 8.605  | 9.159  |
| EBITDA hoạt động (tỷ đồng)        | 1.402  | 1.678  | 1.669  | 1.774  | 1.899  |
| Lợi nhuận ròng (tỷ đồng)          | 652    | 681    | 607    | 605    | 643    |
| EPS cốt lõi (VNĐ)                 | 2.317  | 2.421  | 2.157  | 2.149  | 2.283  |
| Tăng trưởng EPS cốt lõi (%)       | 44,9%  | 4,5%   | -10,9% | -0,4%  | 6,3%   |
| Ước tính P/E cốt lõi (lần)        | 4,75   | 4,54   | 5,10   | 5,12   | 4,82   |
| Cổ tức tiền mặt (VNĐ)             | 1.103  | 1.200  | 1.000  | 1.000  | 1.000  |
| Tỷ suất cổ tức                    | 10,00% | 10,90% | 9,10%  | 9,10%  | 9,10%  |
| EV/EBITDA (lần)                   | 2,97   | 2,95   | 3,47   | 3,23   | 3,06   |
| P/FCFE (lần)                      | NA     | 17,1   | 6,6    | NA     | 142,6  |
| P/B (lần)                         | 0,77   | 0,71   | 0,70   | 0,69   | 0,68   |
| ROE                               | 16,9%  | 16,2%  | 13,8%  | 13,6%  | 14,3%  |
| Thay đổi ước tính EPS cốt lõi (%) |        |        | -10,2% | -22,2% |        |

## BSR bảo dưỡng có thể ảnh hưởng LN ròng 2020 KQKD 2019 được hỗ trợ bởi mảng vận tải

Hình 1: Tóm tắt KQKD 2019

| Đvị: tỷ đồng        | Q4/18 | Q4/19 | % sv cùng kỳ | FY18  | FY19  | % sv cùng kỳ | sv dự phóng 2019 | Nhận định  |
|---------------------|-------|-------|--------------|-------|-------|--------------|------------------|--|
| Doanh thu thuần     | 1.912 | 1.916 | 0,2%         | 7.523 | 7.742 | 2,9%         | 90,1%            |  |
| Vận tải             | 1.276 | 1.186 | -7,0%        | 4.284 | 4.792 | 11,9%        |                  | Nhà máy lọc dầu Nghi Sơn thực hiện bảo dưỡng trong vòng 40 ngày trong Quý 4/19, do đó doanh thu vận tải cho Nghi Sơn giảm so với Q4/18. Tuy vậy, doanh thu vận tải cả năm giữ được tăng trưởng dương 11,9% nhờ (1) đóng góp của 7 tàu mới mua trong năm, bao gồm tàu dầu thô PVT Apollo (mua T5/19), 3 tàu dầu sản phẩm PVT Synergy (Q1/19), Neptune (T8/19) và Aurora (T11/19) và 3 tàu LPG Lady Linn (T1/19), Gas Lotus (T6/19) và Danang Gas (T9/19). Trong năm 2018 PVT chỉ mua 3 tàu mới. |
| FSO/FPSO            | 146   | 272   | 87,0%        | 956   | 1.074 | 12,3%        |                  | Do doanh thu bổ sung từ dịch vụ tiền vận hành cho dự án Sao Vàng Đại Nguyệt.   |
| Thương mại & khác   | 490   | 458   | -6,6%        | 2.524 | 1.876 | -25,7%       |                  | Doanh thu mảng thương mại sụt giảm   |
| LN gộp              | 414   | 325   | -21,4%       | 1.083 | 1.179 | 8,8%         | 88,8%            |  |
| Vận tải             | 340   | 244   | -28,1%       | 747   | 832   | 11,4%        |                  |  |
| FSO/FPSO            | 76    | 69    | -8,7%        | 326   | 313   | -4,1%        |                  |  |
| Thương mại & khác   | (1)   | 12    | NA           | 12    | 33    | 176,4%       |                  |  |
| Biên LN gộp         | 21,7% | 17,0% | -4,7 điểm%   | 14,4% | 15,2% | +0,8 điểm%   |                  |  |
| Vận tải             | 26,6% | 20,6% | -6,0 điểm%   | 17,4% | 17,4% | -0,1 điểm%   |                  |  |
| FSO/FPSO            | 51,9% | 25,3% | -26,6 điểm%  | 34,1% | 29,2% | -5,0 điểm%   |                  | PVT trích trước một số chi phí chuẩn bị cho việc bảo dưỡng tàu FSO Đại Hùng Queen (lùi ngày thực hiện xuống 2020).   |
| Thương mại & khác   | -0,2% | 2,7%  | +2,9 điểm%   | 0,5%  | 1,8%  | +1,3 điểm%   |                  |  |
| Chi phí bán hàng    | 3     | 4     | 20,6%        | 10    | 13    | 31,5%        | 115,1%           |  |
| Chi phí QLDN        | 112   | 76    | -31,9%       | 271   | 238   | -12,4%       | 76,7%            |  |
| EBIT                | 299   | 245   | -17,9%       | 802   | 928   | 15,7%        | 92,2%            |  |
| Doanh thu tài chính | 68    | 64    | -4,6%        | 208   | 218   | 5,0%         | 133,7%           |  |
| Chi phí tài chính   | 23    | 45    | 97,0%        | 158   | 193   | 21,8%        | 106,6%           | Chi phí lãi vay tăng do tăng vay nợ để mua sắm tàu mới   |
| LNTT                | 353   | 292   | -17,4%       | 975   | 1.012 | 3,8%         | 96,1%            | Lợi nhuận bất thường 78,7 tỷ đồng từ việc thanh lý tàu dầu Hercules M trong Q2/18.   |
| LN ròng             | 276   | 190   | -31,2%       | 652   | 681   | 4,5%         | 96,8%            |  |
| LN ròng cốt lõi     | 276   | 190   | -31,2%       | 573   | 681   | 18,8%        |                  |  |

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Hiệu suất hoạt động của BSR thấp hơn có thể ảnh hưởng đến LN ròng 2020-21

#### Rủi ro từ việc phụ thuộc vào một khách hàng lớn ▶

Trong giai đoạn 2017-2018 doanh thu từ khách hàng BSR chiếm đến 70-80% tổng doanh thu vận tải của PVT. Dự kiến BSR sẽ thực hiện bảo dưỡng lớn (3 năm 1 lần) trong Q2-Q3/2020, đồng thời chuẩn bị cho việc nâng cấp nhà máy vào cuối năm 2021. Do đó lợi nhuận của PVT cũng sẽ bị ảnh hưởng, dù cho được bù đắp phần nào bởi hiệu suất hoạt động cao hơn của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn (hiệu suất hoạt động dự báo tăng từ 70% năm 2019 lên 90% trong năm 2020).

Dự phóng năm 2020 hiện tại đã phản ánh việc bảo dưỡng của BSR; chúng tôi kỳ vọng sự sụt giảm lợi nhuận của PVT được hỗ trợ bởi khoản thu nhập bất thường từ việc thanh lý tài sản như trong năm 2018. Bên cạnh đó chúng tôi giảm dự phóng EPS 2021 22,2% để phản ánh việc nâng cấp nhà máy của BSR trong năm 2021 (ước tính trong 60 ngày). Kể từ 2022 trở đi, chúng tôi giả định BSR sẽ hoạt động 100% công suất (tương đương xử lý 8,5tr tấn dầu thô/năm) và PVT đáp ứng được 85% nhu cầu dầu thô của BSR, tương ứng trên 7tr tấn. Ngoài ra, dự kiến công ty cũng sẽ cung ứng 25% tổng nhu cầu dầu thô của nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và mua 1 tàu VLCC trong năm 2020 để phục vụ cho hoạt động này.

## Bảo dưỡng tàu FSO Đại Hùng Queen trong năm 2020 ➤

PVT đã lùi lịch bảo dưỡng-nâng cấp tàu FSO Đại Hùng Queen từ năm 2019 sang Q2-Q3/2020. Nội dung công việc sẽ bao gồm bảo dưỡng và nâng cấp tàu FSO lên thành FPSO, trong đó PVT đã hạch toán trước một số chi phí liên quan trong năm 2019. Bên cạnh đó PVT đang đàm phán lại giá cho thuê giai đoạn 2020-2025, dự kiến hoàn thành trong Q2/2020. Mặc dù chúng tôi giữ nguyên giá định các điều kiện trong hợp đồng mới không có gì thay đổi, việc giá dầu giảm gần đây khiến rủi ro giá cho thuê sẽ được điều chỉnh giảm sẽ lớn hơn.

Đối với hợp đồng vận hành bảo dưỡng (O&M) tàu FPSO Sông Đốc, hợp đồng hiện tại có thời hạn đến tháng 6/2020. PVT dự kiến các điều khoản hiện tại sẽ không có gì thay đổi khi gia hạn hợp đồng mới.

## Thay đổi dự phóng ➤

Hình 2: Thay đổi dự phóng

| Đvt: tỷ đồng        | 2020F        |              |                   | 2021F        |              |                   | 2022F Nhận định |  |
|---------------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|-------------------|-----------------|--|
|                     | Cũ           | Mới          | %Δ                | Cũ           | Mới          | %Δ                | Mới             |  |
| Doanh thu thuần     | 8.508        | 8.189        | -3,7%             | 9.687        | 8.605        | -11,2%            | 9.159           | Chúng tôi đưa vào dự phóng việc bảo dưỡng FSO Đại Hùng Queen trong năm 2020 và khả năng BSR sẽ thực hiện nâng cấp nhà máy trong năm 2021 trong 60 ngày   |
| LN gộp              | 1.285        | 1.141        | -11,2%            | 1.418        | 1.219        | -14,0%            | 1.309           | Chúng tôi giảm dự phóng LN gộp của hoạt động vận tải than và các loại hàng hóa khác do thực hiện năm 2019 thấp hơn dự báo. Bên cạnh đó mảng FSO có biên LN cao đóng góp thấp hơn vào lợi nhuận cũng khiến biên LN gộp giảm |
| <i>Biên LN gộp</i>  | <i>15,1%</i> | <i>13,9%</i> | <i>-1,2 điểm%</i> | <i>14,6%</i> | <i>14,2%</i> | <i>-0,5 điểm%</i> | <i>14,3%</i>    |  |
| Chi phí bán hàng    | (11)         | (12)         | 6,4%              | (13)         | (13)         | -1,8%             | (14)            | Điều chỉnh phù hợp với số liệu 2019  |
| Chi phí QLDN        | (307)        | (295)        | -3,7%             | (349)        | (310)        | -11,2%            | (330)           |  |
| EBIT                | 967          | 833          | -13,8%            | 1.055        | 896          | -15,1%            | 965             |  |
| Doanh thu tài chính | 162          | 176          | 8,7%              | 184          | 159          | -13,5%            | 144             | Điều chỉnh phù hợp với số liệu 2019. Lưu ý rằng chúng tôi dự báo PVT sẽ ghi nhận thu nhập bất thường 66 tỷ đồng từ việc thanh lý tàu như đã thực hiện trong 2018.  |
| Chi phí tài chính   | (232)        | (221)        | -4,6%             | (198)        | (208)        | 5,0%              | (210)           |  |
| LNTT                | 1.011        | 908          | -10,2%            | 1.163        | 904          | -22,2%            | 961             |  |
| LN ròng             | 676          | 607          | -10,2%            | 777          | 605          | -22,2%            | 643             |  |

NGUỒN: VND RESEARCH

## Giá dầu giảm không phải là điều đáng lo ngại

Chúng tôi cho rằng rủi ro từ việc giá dầu giảm mạnh thời gian gần đây đối với PVT là không lớn nhờ một số yếu tố:

- Tại thị trường nội địa, giá cước vận chuyển cho các khách hàng Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR), PVOil và PVGas được quy định để đảm bảo cho PVT một mức lợi nhuận cố định sau khi đã tính đến các chi phí hoạt động. Thông thường giá cước sẽ được điều chỉnh định kỳ dựa trên giá nhiên liệu cơ sở được công bố bởi bộ Tài chính, do đó có độ trễ giữa biến động giá dầu và giá cước tàu từ vài tuần đến vài tháng. Khi giá dầu giảm trong ngắn hạn, giá cước tàu có thể vẫn duy trì ở mức đầu kỳ trong khi giá nhiên liệu giảm sẽ giúp PVT hưởng lợi trong ngắn hạn. Trong khi đó, giá dầu giảm mạnh liên tục sẽ khiến giá cước được điều chỉnh giảm, dẫn đến giảm doanh thu tuy nhiên lợi nhuận vẫn được duy trì ổn định.
- Với các tuyến chạy quốc tế, PVT thường ký các hợp đồng định hạn với đối tác, khách hàng phải chịu chi phí nhiên liệu. Như vậy biến động giá dầu/nhiên liệu không ảnh hưởng đến PVT.

Dưới một góc nhìn khác, giá dầu trong vài phiên gần đây giảm mạnh dưới tác động của thông tin Saudi Arabia giảm giá bán và có thể nâng sản lượng sản xuất thêm đến 2tr thùng/ngày. Điều này có thể dẫn đến (1) nhu cầu vận chuyển dầu thô và các sản phẩm dầu tăng, (2) các khách hàng Trung Quốc đẩy mạnh việc mua hàng để dự trữ tồn kho giá rẻ, và (3) nhu cầu cho các kho dự trữ tăng. Tất cả những điều này có thể thúc đẩy giá cước vận chuyển trên thị trường thế giới tăng, hỗ trợ cho giá cước của PVT. Tuy vậy, vẫn còn nhiều yếu tố bất định trên thị trường dầu mỏ như diễn biến dịch covid-19 trên thế giới và tác động của nó đến nhu cầu trung-dài hạn, hành động đáp trả của các nhà sản xuất dầu lớn trên thế giới như Nga, Mỹ, và mức độ sẵn sàng của Saudi Arabia trong việc nâng sản lượng để giành lấy thị phần, đánh đổi với sự sụt giảm của giá dầu. Do

đó, chúng tôi lựa chọn quan sát các diễn biến tiếp theo của thị trường trước khi đưa vào dự phóng tác động của thông tin trên lên giá dầu và triển vọng của PVT.

## Duy trì khuyến nghị Khả quan và giảm giá mục tiêu còn 18.100 đồng/cp

Hình 3: Các giả định của mô hình DCF

| tỷ đồng                             | 12/18A    | 12/19A     | 12/20F       | 12/21F     | Dec-22F    | 12/25F       | 12/30F       | 12/35F       | CAGR 20-35F |
|-------------------------------------|-----------|------------|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| Tổng doanh thu                      | 7.523     | 7.742      | 8.189        | 8.605      | 9.159      | 10.178       | 11.440       | 12.261       | 2,7%        |
| % yoy                               | 22,4%     | 2,9%       | 5,8%         | 10,0%      | 8,0%       | 4,9%         | 2,9%         | 1,7%         |             |
| COGS và OPEX                        | (6.721)   | (6.814)    | (7.355)      | (7.709)    | (8.193)    | (9.102)      | (10.230)     | (10.965)     |             |
| EBIT                                | 802       | 928        | 833          | 896        | 965        | 1.076        | 1.209        | 1.296        | 3,0%        |
| Biên LN hoạt động KD                | 10,7%     | 12,0%      | 10,2%        | 10,2%      | 10,2%      | 10,2%        | 10,2%        | 10,2%        |             |
| Effective tax rate                  | -20,0%    | -19,9%     | -20,0%       | -20,0%     | -20,0%     | -20,0%       | -20,0%       | -20,0%       |             |
| EBIT x (1-mức thuế)                 | 642       | 743        | 667          | 717        | 772        | 861          | 967          | 1.037        | 3,0%        |
| + Chi phí khấu hao                  | 600       | 750        | 836          | 879        | 934        | 1.059        | 1.190        | 1.276        |             |
| % doanh thu                         | 8,0%      | 9,7%       | 10,2%        | 10,2%      | 10,2%      | 10,2%        | 10,2%        | 10,2%        |             |
| - Capex                             | (1.399)   | (1.924)    | (1.720)      | (860)      | (1.099)    | (774)        | (869)        | (932)        |             |
| % doanh thu                         | -18,6%    | -24,9%     | -21,0%       | -7,6%      | -7,6%      | -7,6%        | -7,6%        | -7,6%        |             |
| + Thay đổi vốn lưu động             | 30        | 525        | (16)         | (19)       | (25)       | 117          | 14           | 37           |             |
| % doanh thu                         | 0,4%      | 6,8%       | -0,2%        | 0,4%       | 0,4%       | 1,2%         | 0,5%         | 0,7%         |             |
| Chi phí lãi vay và các hoạt động TC | 173       | 84         | 75           | 9          | (4)        | 137          | 18           | 22           |             |
| % doanh thu                         | 2,3%      | 1,1%       | 0,9%         | -0,5%      | -0,5%      | 1,3%         | 0,0%         | -0,1%        |             |
| <b>Dòng tiền tự do (UFCF)</b>       | <b>45</b> | <b>178</b> | <b>(158)</b> | <b>725</b> | <b>577</b> | <b>1.401</b> | <b>1.321</b> | <b>1.440</b> |             |

NGUỒN: VND RESEARCH

Hình 4: Chi phí vốn

| Chi phí VCSH              |              |
|---------------------------|--------------|
| Lãi suất phi rủi ro       | 5,0%         |
| Beta                      | 1,1          |
| Phần bù rủi ro thị trường | 10,1%        |
| <b>Chi phí VCSH</b>       | <b>16,0%</b> |

NGUỒN: VND RESEARCH

Hình 5: WACC và tăng trưởng dài hạn

| tỷ đồng                    |              |
|----------------------------|--------------|
| Vốn hóa                    | 4.787        |
| Nợ                         | 3.433        |
| Chi phí nợ                 | 7,0%         |
| Mức thuế                   | 20,0%        |
| <b>WACC</b>                | <b>11,7%</b> |
| <b>Tăng trưởng dài hạn</b> | <b>1,1%</b>  |

NGUỒN: VND RESEARCH

Chúng tôi hạ P/E mục tiêu từ mức 9x xuống 7,7x (P/E trung bình trong 5 năm qua) trong bối cảnh tâm lý thị trường yếu kèm theo lợi nhuận ròng sụt giảm trong 2020.

Chúng tôi kỳ vọng tâm lý thị trường sẽ tốt hơn trong nửa cuối năm 2020 khi tình hình dịch bệnh đã được kiểm soát và giá dầu hồi phục khi nhu cầu quay trở lại.

Hình 6: P/E của PVT từ 2014 đến nay



NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG

**Hình 7: Giá mục tiêu**

| Phương pháp                     | Giá trị hợp lý (VND) | Tỷ trọng (%) | Đóng góp (VND/cp) |
|---------------------------------|----------------------|--------------|-------------------|
| DCF                             | 19.720               | 50%          | 9.860             |
| P/E mục tiêu 2020-21 ở mức 7,7x | 16.579               | 50%          | 8.290             |
| <b>Giá mục tiêu</b>             |                      |              | <b>18.150</b>     |
| <b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>  |                      |              | <b>18.100</b>     |

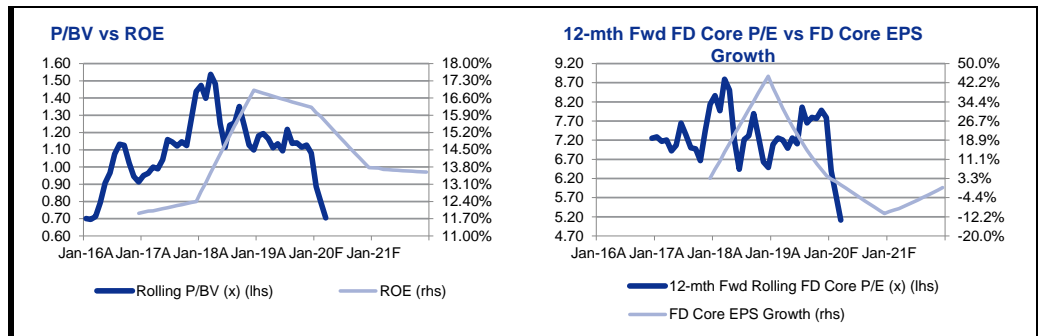
NGUỒN: VND RESEARCH

**Hình 8: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

| Công ty                          | Mã Bloomberg | Khuyến nghị | Giá đóng cửa (Đv tiền bản địa) | Giá mục tiêu (Đv tiền bản địa) | Vốn hóa (tr US\$) | P/E (x)     |       |       | P/BV (x)   |       |       | ROE (%)     |       |       | ROA (%)     |       |       |
|----------------------------------|--------------|-------------|--------------------------------|--------------------------------|-------------------|-------------|-------|-------|------------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|                                  |              |             |                                |                                |                   | TTM         | 2020F | 2021F | TTM        | 2020F | 2021F | TTM         | 2020F | 2021F | TTM         | 2020F | 2021F |
| PVTrans                          | PVT VN       | KHẢ QUAN    | 11.000                         | 18.100                         | 133               | 4,5         | 5,1   | 5,1   | 0,7        | 0,7   | 0,7   | 16,2%       | 13,8% | 13,6% | 6,4%        | 6,7%  | 6,5%  |
| Vietnam Petroleum Trans          | VIP VN       | KKN         | 4.760                          | NA                             | 13                | 8,8         | NA    | NA    | 0,3        | NA    | NA    | 3,2%        | NA    | NA    | 2,4%        | NA    | NA    |
| Vietnam Tanker JSC               | VTO VN       | KKN         | 7.500                          | NA                             | 25                | 5,9         | NA    | NA    | 0,5        | NA    | NA    | 8,6%        | NA    | NA    | 5,2%        | NA    | NA    |
| Eusu Holdings Co Ltd             | 000700 KS    | KKN         | 5.810                          | NA                             | 127               | 22,9        | NA    | NA    | 0,7        | NA    | NA    | 3,0%        | NA    | NA    | 1,1%        | NA    | NA    |
| Shipping Corp of India Ltd       | SCI IN       | KKN         | 43                             | NA                             | 271               | NA          | 5,5   | 3,6   | 0,3        | NA    | NA    | -0,9%       | 5,0%  | 7,2%  | -0,4%       | NA    | NA    |
| Great Eastern Shipping Co L      | GESCO IN     | KKN         | 215                            | NA                             | 427               | NA          | NA    | 6,9   | 0,5        | NA    | NA    | -0,3%       | 5,7%  | 6,6%  | -0,1%       | NA    | NA    |
| <b>Trung bình (loại trừ PVT)</b> |              |             |                                |                                | <b>173</b>        | <b>12,5</b> |       |       | <b>0,4</b> |       |       | <b>2,7%</b> |       |       | <b>1,6%</b> |       |       |

NGUỒN: VND RESEARCH, BLOOMBERG (DỮ LIỆU NGÀY 10/03)

## THÔNG TIN TÀI CHÍNH



### Báo cáo KQ HĐKD

| (tỷ đồng)                                    | 12/18A       | 12/19A       | 12/20F       | 12/21F       | 12/22F       |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Doanh thu thuần</b>                       | <b>7.523</b> | <b>7.742</b> | <b>8.189</b> | <b>8.605</b> | <b>9.159</b> |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                         | <b>1.083</b> | <b>1.179</b> | <b>1.141</b> | <b>1.219</b> | <b>1.309</b> |
| <b>LN hoạt động thuần</b>                    | <b>1.402</b> | <b>1.678</b> | <b>1.669</b> | <b>1.774</b> | <b>1.899</b> |
| Chi phí khấu hao                             | (600)        | (750)        | (836)        | (879)        | (934)        |
| <b>LN hoạt động trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>802</b>   | <b>928</b>   | <b>833</b>   | <b>896</b>   | <b>965</b>   |
| TN từ hoạt động tài chính                    | 49           | 25           | (46)         | (49)         | (66)         |
| TN từ các Cty LK & LD                        | 26           | 33           | 29           | 30           | 32           |
| Chi phí/lãi ngoài HĐKD                       | 97           | 26           | 92           | 27           | 29           |
| <b>Lợi nhuận trước thuế</b>                  | <b>975</b>   | <b>1.012</b> | <b>908</b>   | <b>904</b>   | <b>961</b>   |
| Thuế   | (195)        | (202)        | (182)        | (181)        | (192)        |
| <b>Lợi nhuận sau thuế</b>                    | <b>780</b>   | <b>811</b>   | <b>726</b>   | <b>723</b>   | <b>769</b>   |
| Lợi ích của cổ đông thiểu số                 | (128)        | (129)        | (119)        | (119)        | (126)        |
| Cổ tức ưu đãi                                |              |              |              |              |              |
| Trao đổi ngoại tệ và điều chỉnh khác         |              |              |              |              |              |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                        | <b>652</b>   | <b>681</b>   | <b>607</b>   | <b>605</b>   | <b>643</b>   |
| Lợi nhuận thường xuyên                       | 652          | 681          | 607          | 605          | 643          |

### Dòng tiền

| (tỷ đồng)   | 12/18A         | 12/19A         | 12/20F         | 12/21F       | 12/22F       |
|---|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA</b>                                     | <b>1.402</b>   | <b>1.678</b>   | <b>1.669</b>   | <b>1.774</b> | <b>1.899</b> |
| Lãi (lỗ) từ đầu tư vào công ty liên kết           | (271)          | (220)          | (220)          | (220)        | (220)        |
| Tăng/(Giảm) vốn lưu động                          | 30             | 525            | (16)           | (19)         | (25)         |
| (Tăng)/Giảm các khoản dự phòng                    | 88             | 66             | 0              | 0            | 0            |
| Chi/(Thu) bằng tiền khác                          | (427)          | (666)          | (761)          | (870)        | (938)        |
| Dòng tiền hoạt động khác                          | 440            | 331            | 1.042          | 481          | 538          |
| (Chi phí lãi vay)/Thu nhập lãi tiền gửi           | (99)           | (144)          | (221)          | (208)        | (210)        |
| Thuế đã trả                                       | (232)          | (243)          | (182)          | (181)        | (192)        |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động kinh doanh</b>          | <b>931</b>     | <b>1.328</b>   | <b>1.311</b>   | <b>758</b>   | <b>852</b>   |
| Tiền chi mua sắm tài sản cố định                  | (1.399)        | (1.924)        | (1.720)        | (860)        | (1.099)      |
| Tiền thu do thanh lý TSCĐ, thanh lý các khoản đầu | 128            | 20             | 20             | 20           | 20           |
| Tiền chi đầu tư góp vốn                           |                |                |                |              |              |
| Tiền khác từ hoạt động đầu tư                     | (392)          | 308            | 217            | 217          | 217          |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động đầu tư</b>              | <b>(1.663)</b> | <b>(1.596)</b> | <b>(1.482)</b> | <b>(623)</b> | <b>(861)</b> |
| Tiền vay nhận được/(đã trả)                       | 311            | 449            | 640            | (244)        | 31           |
| Tiền thu từ phát hành, nhận góp vốn               | 49             | 86             | 86             | 86           | 86           |
| Tiền mua lại CP đã phát hành                      |                |                |                |              |              |
| Cổ tức LN đã trả cho chủ sở hữu                   | (310)          | (338)          | (281)          | (281)        | (281)        |
| Cổ tức ưu đãi đã trả                              |                |                |                |              |              |
| Tiền khác từ hoạt động tài chính                  |                |                |                |              |              |
| <b>Dòng tiền từ hoạt động tài chính</b>           | <b>49</b>      | <b>198</b>     | <b>445</b>     | <b>(440)</b> | <b>(164)</b> |
| Tổng tiền trong năm                               | (683)          | (70)           | 274            | (304)        | (174)        |
| <b>Dòng tiền tự do cho cổ đông</b>                | <b>(422)</b>   | <b>181</b>     | <b>470</b>     | <b>(109)</b> | <b>22</b>    |
| <b>Dòng tiền tự do cho doanh nghiệp</b>           | <b>(634)</b>   | <b>(124)</b>   | <b>51</b>      | <b>343</b>   | <b>200</b>   |

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY



## THÔNG TIN TÀI CHÍNH

| <b>Bảng cân đối Kế toán</b>      |               |               |               |               |               |
|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>(tỷ đồng)</b>                 | <b>12/18A</b> | <b>12/19A</b> | <b>12/20F</b> | <b>12/21F</b> | <b>12/22F</b> |
| Tiền và tương đương tiền         | 2.851         | 2.689         | 2.371         | 2.066         | 1.893         |
| Các khoản phải thu ngắn hạn      | 1.088         | 817           | 1.036         | 1.089         | 1.159         |
| Hàng tồn kho                     | 151           | 127           | 135           | 141           | 150           |
| Tài sản ngắn hạn khác            | 159           | 151           | 160           | 168           | 179           |
| <b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>     | <b>4.249</b>  | <b>3.784</b>  | <b>3.702</b>  | <b>3.465</b>  | <b>3.381</b>  |
| Tài sản cố định                  | 5.627         | 6.781         | 7.665         | 7.647         | 7.812         |
| Tổng đầu tư                      | 200           | 277           | 277           | 277           | 277           |
| Tài sản vô hình                  | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Tài sản dài hạn khác             | 126           | 161           | 161           | 161           | 161           |
| <b>Tổng tài sản dài hạn</b>      | <b>5.953</b>  | <b>7.220</b>  | <b>8.104</b>  | <b>8.086</b>  | <b>8.251</b>  |
| Vay & nợ ngắn hạn                | 663           | 813           | 904           | 850           | 857           |
| Phải trả người bán               | 793           | 646           | 813           | 854           | 909           |
| Nợ ngắn hạn khác                 | 948           | 855           | 904           | 950           | 1.012         |
| <b>Tổng nợ ngắn hạn</b>          | <b>2.405</b>  | <b>2.314</b>  | <b>2.621</b>  | <b>2.654</b>  | <b>2.778</b>  |
| Vay & nợ dài hạn                 | 2.325         | 2.621         | 3.169         | 2.979         | 3.004         |
| Nợ dài hạn khác                  | 333           | 388           | 388           | 388           | 388           |
| <b>Tổng nợ dài hạn</b>           | <b>2.658</b>  | <b>3.009</b>  | <b>3.558</b>  | <b>3.368</b>  | <b>3.392</b>  |
| Dự phòng                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Tổng nợ</b>                   | <b>5.063</b>  | <b>5.323</b>  | <b>6.179</b>  | <b>6.022</b>  | <b>6.170</b>  |
| Vốn chủ sở hữu                   | 4.023         | 4.375         | 4.440         | 4.460         | 4.520         |
| Lợi ích cổ đông thiểu số         | 1.117         | 1.306         | 1.187         | 1.068         | 942           |
| <b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b> | <b>5.140</b>  | <b>5.681</b>  | <b>5.627</b>  | <b>5.528</b>  | <b>5.462</b>  |

| <b>Các chỉ tiêu chính</b>      |               |               |               |               |               |
|--------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                                | <b>12/18A</b> | <b>12/19A</b> | <b>12/20F</b> | <b>12/21F</b> | <b>12/22F</b> |
| Tăng trưởng doanh thu          | 22,4%         | 2,9%          | 5,8%          | 5,1%          | 6,4%          |
| Tăng trưởng LNHDKD             | 18,7%         | 19,7%         | -0,5%         | 6,3%          | 7,0%          |
| Biên LNHDKD                    | 18,6%         | 21,7%         | 20,4%         | 20,6%         | 20,7%         |
| Tiền rủng/cp                   | (489)         | (2.646)       | (6.051)       | (6.285)       | (6.994)       |
| Giá trị sổ sách/cp             | 14.293        | 15.544        | 15.774        | 15.847        | 16.060        |
| Khả năng thanh toán lãi vay    | 6,60          | 5,74          | 4,48          | 5,12          | 5,47          |
| Thuế suất hiệu dụng            | 20,0%         | 19,9%         | 20,0%         | 20,0%         | 20,0%         |
| Tỷ lệ chia cổ tức              | 47,6%         | 49,6%         | 46,4%         | 46,5%         | 43,8%         |
| Số ngày phải thu               | 46,19         | 44,91         | 41,42         | 45,08         | 44,80         |
| Số ngày tồn kho                | 6,99          | 7,74          | 6,80          | 6,83          | 6,78          |
| Số ngày phải trả               | 41,31         | 37,74         | 35,71         | 40,20         | 40,01         |
| ROIC                           | 14,0%         | 13,7%         | 10,2%         | 9,6%          | 10,4%         |
| ROCE                           | 13,0%         | 13,3%         | 10,7%         | 11,1%         | 11,9%         |
| Chỉ tiêu hoàn vốn tổng tài sản | 7,63%         | 7,46%         | 6,69%         | 6,53%         | 7,08%         |

| <b>Các nhân tố chính</b>     |               |               |               |               |               |
|------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                              | <b>12/18A</b> | <b>12/19A</b> | <b>12/20F</b> | <b>12/21F</b> | <b>12/22F</b> |
| Tổng số tàu                  | 25,0          | 32,0          | 34,0          | 36,0          | 38,0          |
| Số tàu chở xăng/dầu sản phẩm | 9,0           | 12,0          | 13,0          | 14,0          | 15,0          |
| Số tàu hóa chất              | N/A           | N/A           | N/A           | N/A           | N/A           |

NGUỒN: VND RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

|              |   |
|--------------|---|
| KHẢ QUAN     | Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên                   |
| TRUNG LẬP    | Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15% |
| KÉM KHẢ QUAN | Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%                    |

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra dựa trên khả năng sinh lời dự kiến của cổ phiếu, được tính bằng tổng của (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá thị trường tại thời điểm công bố báo cáo, và (ii) tỷ suất cổ tức dự kiến. Trừ khi được nêu rõ trong báo cáo, các khuyến nghị đầu tư có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

### Khuyến nghị ngành

|            |  |
|------------|--|
| TÍCH CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |
| TRUNG TÍNH | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền |
| TIÊU CỰC   | Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền   |

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

**Trần Khánh Hiền – Phó Giám đốc Khối Phân tích**

Email: [hien.trankhanh@vndirect.com.vn](mailto:hien.trankhanh@vndirect.com.vn)

**Phạm Lê Mai – Chuyên viên Phân tích Cao cấp**

Email: [mai.phamle@vndirect.com.vn](mailto:mai.phamle@vndirect.com.vn)

**Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT**

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>