

CTCP Vận tải Dầu khí (PVT)

Giá cổ phiếu dường như đã phản ánh triển vọng

18/06/2024

Chuyên viên phân tích Phạm Minh Hiếu
hieupm@kbsec.com.vn

Lợi nhuận gộp tăng mạnh 60.9% yoy nhờ giá cước tăng và đóng góp từ các tàu mới

Doanh thu và lợi nhuận gộp trong 1Q2024 tăng mạnh lần lượt 24.1% và 60.9% yoy chủ yếu nhờ giá cước định hạn vận tải dầu thô, hóa chất/thành phẩm và LPG tăng mạnh và ghi nhận lợi nhuận từ các tàu mới nhận về từ 2Q2023.

Động lực tăng trưởng cho năm 2024 chủ yếu đến từ việc mở rộng đội tàu

Trong năm 2024, 10 tàu được PVT mua mới/thuê mua trong giai đoạn 2Q-4Q2023 sẽ hoạt động với công suất tối đa, giúp tăng cường lợi nhuận cả năm của công ty. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tiếp tục bổ sung thêm khoảng 4 tàu, tập trung vào phân khúc chở dầu thô và hóa chất/xăng dầu thành phẩm.

Mảng tàu dầu thô quốc tế có thể bù đắp sự suy giảm sản lượng nội địa do NMLD Dung Quất bảo dưỡng

Chúng tôi ước tính sản lượng vận chuyển dầu thô nội địa của PVT trong năm 2024 sẽ sụt giảm khoảng 17.7% yoy do đợt bảo dưỡng lớn tại NMLD Dung Quất. Mặt khác, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với thị trường vận tải dầu thô quốc tế khi nguồn cung duy trì thắt chặt trong khi nhu cầu tonne-miles được hỗ trợ mạnh do tranh chấp tại khu vực kênh đào Suez.

Mảng tàu LPG có cán cân cung cầu cân bằng trong năm 2024 nhưng đối mặt với rủi ro trong dài hạn

Chúng tôi cho rằng thị trường tàu LPG trong năm 2024 sẽ ở mức khá cân bằng khi nhu cầu tonne-miles duy trì ở mức cao có thể hấp thụ được tốc độ gia tăng đội tàu toàn cầu. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn thận trọng khi đánh giá triển vọng mảng tàu LPG do (1) kênh đào Panama có thể sớm hoạt động bình thường và (2) tỷ lệ orderbook/fleet đã tăng lên 30% trong tháng 5/2024.

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 33,100 VND/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP do thị giá cổ phiếu đã phản ánh tương đối giá trị của doanh nghiệp. Mức giá mục tiêu cho PVT là 33,100 VND/cổ phiếu, tương đương mức upside 8.7% so với giá đóng cửa ngày 18/06/2024.

Trung lập duy trì

Giá mục tiêu	33,100
Tăng/giảm (%)	8.7%
Giá hiện tại (18/06/2024)	VND 30,450
Giá mục tiêu đồng thuận	VND 30,700
Vốn hóa thị trường (nghìn tỷ VND/ tỷ USD)	10.8/0.4

Dữ liệu giao dịch

Tỷ lệ CP tự do chuyển nhượng	48.9%
GTGD TB 3 tháng (tỷ VND/triệu USD)	138.8/5.5
Sở hữu nước ngoài (%)	14.1%
Cổ đông lớn	PVN (51%)

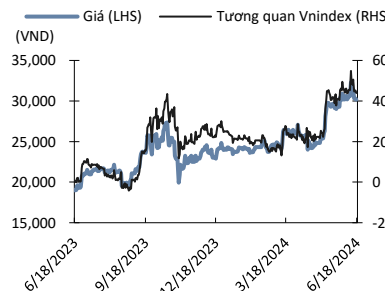
Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	1.7	14.4	31.6	58.7
Tương đối	1.6	11.9	14.9	44.4

Dự phóng KQKD & định giá

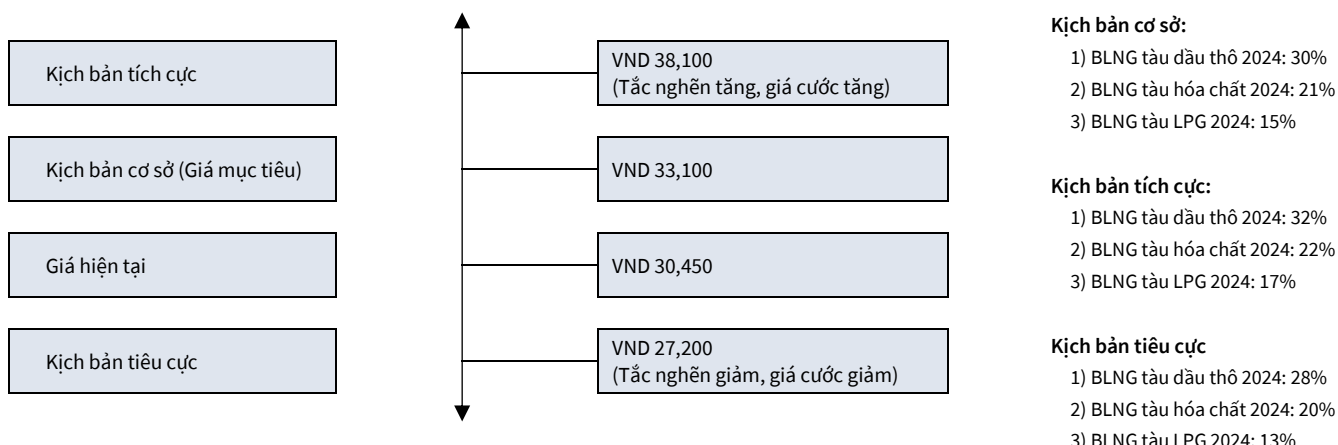
FY-end	2022	2023	2024F	2025F
Doanh số thuần (tỷ VND)	9,047	9,556	11,199	12,555
Lãi/(lỗ) từ HĐKD (tỷ VND)	1,234	1,416	1,668	1,953
Lợi nhuận của CB công ty mẹ (tỷ VND)	857	972	999	1,159
EPS (VND)	2,500	2,829	2,806	3,255
Tăng trưởng EPS (%)	21.6	13.2	-1.0	16.0
P/E (x)	12.1	10.7	10.7	9.3
P/B (x)	1.3	1.2	1.0	0.9
ROE (%)	14.4	13.5	11.2	11.2
Tỷ suất cổ tức (%)	0.4	1.6	1.0	1.0

Nguồn: Fiinpro, KBSV



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Quan điểm định giá



Dự phóng Kết quả kinh doanh điều chỉnh

(tỷ VND, %)	Dự phóng kỳ trước		Dự phóng điều chỉnh		Thay đổi	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	11,049	12,231	11,199	12,555	1.4	2.6
EBIT	1,758	1,856	1,668	1,953	(5.1)	5.2
LNST công ty mẹ	1,086	1,112	999	1,159	(8.0)	4.2

Nguồn: KBSV ước tính

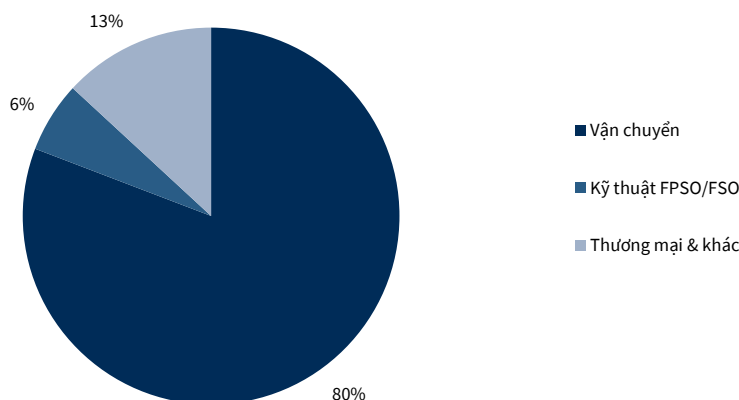
Dự phóng của KBSV vs. Dự phóng đồng thuận

(tỷ VND, %)	Dự phóng của KBSV		Dự phóng đồng thuận		Chênh lệch	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
Doanh thu	11,199	12,555	10,457	11,217	7.1	11.4
EBIT	1,668	1,953	1,691	1,812	(1.4)	7.8
LNST công ty mẹ	999	1,159	1,194	1,345	(16.3)	(13.8)

Nguồn: Bloomberg, KBSV ước tính

*Dự phóng đồng thuận: là dự phóng trung bình của các TCTC được Bloomberg tổng hợp và tính toán

Cơ cấu doanh thu 2023



Hoạt động kinh doanh

Tổng Công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí (PVT) được thành lập vào năm 2002. Tổng Công ty hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ tàu vận tải dầu khí, hóa chất và các loại hàng hóa khác, cho thuê và quản lý kho nổi, và các dịch vụ hỗ trợ khác. PVT đã phát triển đội tàu vận chuyển có quy mô 42 chiếc với tổng trọng tải hơn 1.3 triệu DWT, bao gồm 03 tàu chở dầu thô, 19 tàu chở dầu sản phẩm/hóa chất, 14 tàu chở LPG, 05 tàu hàng rời, và 01 tàu FSO/FPSO.

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Hoạt động kinh doanh

Lợi nhuận gộp tăng mạnh 60.9% yoy nhờ giá cước tăng và đóng góp từ các tàu mới

Doanh thu và lợi nhuận gộp trong 1Q2024 tăng mạnh lần lượt 24.1% và 60.9% yoy chủ yếu nhờ giá cước định hạn vận tải dầu thô, hóa chất/thành phẩm và LPG tăng mạnh và ghi nhận doanh thu/lợi nhuận từ các tàu mới nhận về từ 2Q2023.

Bảng 1. Cập nhật Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	Q1/2023	Q1/2024	+/-%YoY	3M2023	3M2024	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	2,043	2,536	24.1%	2,043	2,536	24.1%	
Vận tải	1,666	2,103	26.2%	1,666	2,103	26.2%	
Kỹ thuật FSO/FPSO	148	151	2.0%	148	151	2.0%	
Thương mại & Khác	228	282	23.7%	228	282	23.7%	
Lợi nhuận gộp	327	526	60.9%	327	526	60.9%	
Vận tải	261	449	72.0%	261	449	72.0%	Do (1) Giá cước định hạn vận tải dầu thô, hóa chất/thành phẩm và LPG tăng mạnh và (2) Ghi nhận lợi nhuận từ các tàu mới nhận về từ 2Q2023.
Kỹ thuật FSO/FPSO	45	58	28.9%	45	58	28.9%	BLNG tăng từ 30% lên 38%
Thương mại & Khác	20	19	-5.0%	20	19	-5.0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>16.0%</i>	<i>20.7%</i>		<i>16.0%</i>	<i>20.7%</i>		
Thu nhập tài chính	90	62	-31.4%	90	62	-31.4%	Giảm lãi suất tiền gửi
Chi phí tài chính	81	139	70.2%	81	139	70.2%	Tăng dư nợ vay và lãi suất vay
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	6.8	2.7	-60.3%	6.8	2.7	-60.3%	
SG&A	60	80	33.1%	60.1	80.1	33.1%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	282	372	31.7%	282	372	31.7%	
Thu nhập khác	19	14	-26.4%	19	14	-26.4%	
Lợi nhuận trước thuế	294	383	30.3%	294	383	30.3%	
Lợi nhuận sau thuế	240	306	27.5%	240	306	27.5%	
LNST công ty mẹ	182	231	27.0%	182	231	27.0%	

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Động lực tăng trưởng cho năm 2024 chủ yếu đến từ việc mở rộng đội tàu

Trong năm 2024, 10 tàu được PVT mua mới/thuê mua trong giai đoạn 2Q-4Q2023 sẽ hoạt động với công suất tối đa, giúp tăng cường lợi nhuận cả năm của công ty. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tiếp tục bổ sung thêm khoảng 4 tàu, tập trung vào phân khúc chở dầu thô và hóa chất/xăng dầu thành phẩm do giá cước tốt và cán cân cung cầu thuận lợi. Trong bối cảnh giá tàu secondhand phân khúc Aframax và MR đạt mức kỷ lục trong 5 năm trở lại đây, có thể PVT sẽ phải ưu tiên phương án thuê mua để tối ưu hóa chi phí đầu tư.

Mảng tàu dầu thô quốc tế có thể bù đắp sự suy giảm sản lượng nội địa do NMLD Dung Quất bảo dưỡng

Chúng tôi ước tính sản lượng vận chuyển dầu thô nội địa của PVT trong năm 2024 sẽ sụt giảm khoảng 17.7% yoy do đợt bảo dưỡng lớn tại nhà máy lọc dầu (NMLD) Dung Quất. Mặt khác, chúng tôi vẫn duy trì quan điểm tích cực đối với thị trường vận tải dầu thô quốc tế. Nguồn cung tàu dầu thô vẫn thắt chặt khi tỷ lệ orderbook/fleet (đơn đặt hàng/tổng số tàu trên thị trường) và tăng trưởng đội tàu trong năm 2024 chỉ đạt lần lượt 7% và 1% theo Danish Ship Finance. BIMCO ước tính hải trình trung bình cho tàu dầu thô có thể tăng 7% yoy trong năm 2024 do tranh chấp tại khu vực kênh đào Suez. Chúng tôi cũng không loại trừ khả năng OPEC+ có thể bắt đầu nới lỏng cắt giảm sản lượng từ 4Q2024 và từ đó hỗ trợ nhu cầu vận tải dầu thô trong năm 2025.

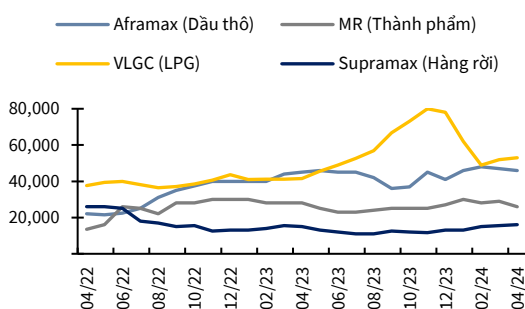
Triển vọng mảng tàu hóa chất/thành phẩm vẫn tích cực cho giai đoạn 2024-2025

Chúng tôi cũng duy trì quan điểm tích cực cho mảng vận tải hóa chất/xăng dầu thành phẩm của PVT cho năm 2024. Tỷ lệ orderbook/fleet đã tăng mạnh từ 10% từ tháng 5/2023 lên mức 14% trong tháng 5/2024, nhưng tăng trưởng đội tàu năm 2024 dự kiến chỉ đạt khoảng 2% yoy. Tương tự vận tải dầu thô, tàu hóa chất/xăng dầu thành phẩm cũng là một phân khúc được hưởng lợi mạnh mẽ nhất từ căng thẳng tại Suez. BIMCO dự báo tăng trưởng nhu cầu tonne-miles năm 2024 sẽ đạt 5%, trong đó tăng trưởng hải trình trung bình cho và khối lượng vận chuyển lần lượt đạt 4% và 1% yoy.

Mảng tàu LPG có cán cân cung cầu tương đối cân bằng trong năm 2024 nhưng đối mặt với rủi ro trong dài hạn

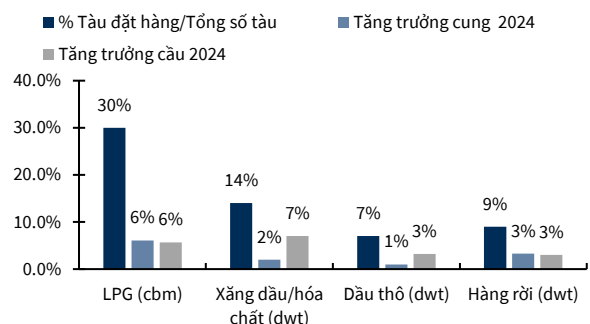
Xét riêng trong năm 2024, chúng tôi cho rằng thị trường tàu LPG đang ở mức khá cân bằng khi (1) hải trình gia tăng do tắc nghẽn tại Panama và Suez và (2) nhu cầu nhập khẩu LPG của khu vực châu Á (chủ yếu là Ấn Độ và Trung Quốc) duy trì ở mức cao có thể hấp thụ được tốc độ gia tăng đội tàu toàn cầu. Trong dài hạn, chúng tôi vẫn tương đối thận trọng khi đánh giá triển vọng mảng tàu LPG do (1) kênh đào Panama có thể sớm hoạt động bình thường trở lại do mực nước gia tăng và (2) tỷ lệ orderbook/fleet đã tăng từ mức 20% tại tháng 5/2023 lên 30% trong tháng 5/2024.

Biểu đồ 3. Giá cước định hạn tàu vận tải dầu thô, dầu thành phẩm/hóa chất, LPG và hàng rời (USD/ngày)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 4. So sánh cung cầu thị trường cho thuê một số phân khúc tàu trong năm 2024



Nguồn: Danish Ship Finance, KBSV

Dự phóng kết quả kinh doanh

Bảng 5. Dự phóng Kết quả kinh doanh

(tỷ VNĐ)	2023	2024F	+/-%YoY	2025F	+/-%YoY	Chú thích
Doanh thu	9,556	11,199	17.2%	12,555	12.1%	
	7,667	9,375	22.3%	10,786	15.1%	
Vận tải						Giả định (1) giá cước định hạn trung bình mảng vận tải dầu thô, hóa chất/thành phẩm tăng trung bình 10% yoy; giá cước LPG đi ngang; (2) ghi nhận doanh thu cả năm cho các tàu mua từ 2023 và (3) mua/thuê mua thêm 5 tàu mới.
Kỹ thuật FSO/FPSO	599	612	2.2%	623	1.7%	
Thương mại & Khác	1,290	1,212	-6.0%	1,146	-5.4%	
Lợi nhuận gộp	1,839	2,094	13.9%	2,455	17.2%	
Vận tải	1,560	1,816	16.4%	2,179	20.0%	Chủ yếu vẫn đến từ mảng vận tải hàng lỏng (dầu thô, dầu thành phẩm/hóa chất, LPG). Mảng hàng rời kỳ vọng sẽ thoát lỗ.
Kỹ thuật FSO/FPSO	227	232	2.2%	236	1.7%	
Thương mại & Khác	52	46	-11.5%	40	-13.0%	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>19.2%</i>	<i>18.7%</i>		<i>19.6%</i>		Giảm BLNG mảng dầu thô từ 32% xuống 30% theo KQKD 1Q2024
Thu nhập tài chính	371	321	-13.5%	337	5.0%	
Chi phí tài chính	466	483	3.6%	537	11.2%	Giả định vay 70% capex đầu tư tàu mới
Lợi nhuận từ công ty LD, LK	28	28	0.4%	28	0.0%	
SG&A	423	426	0.7%	502	17.8%	
Lãi/lỗ từ hoạt động kinh doanh	1,349	1,534	13.7%	1,781	16.1%	
Thu nhập khác	202	0	N/A	0	N/A	Năm 2023 phát sinh thu nhập bán tàu cũ
Lợi nhuận trước thuế	1,549	1,534	-0.9%	1,781	16.1%	
Lợi nhuận sau thuế	1,222	1,212	-0.8%	1,407	16.1%	
LNST công ty mẹ	972	999	2.7%	1,159	16.0%	
<i>Biên LNST</i>	<i>10.2%</i>	<i>8.9%</i>		<i>9.2%</i>		

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Định giá

Khuyến nghị TRUNG LẬP, giá mục tiêu là 33,100 VND/cổ phiếu

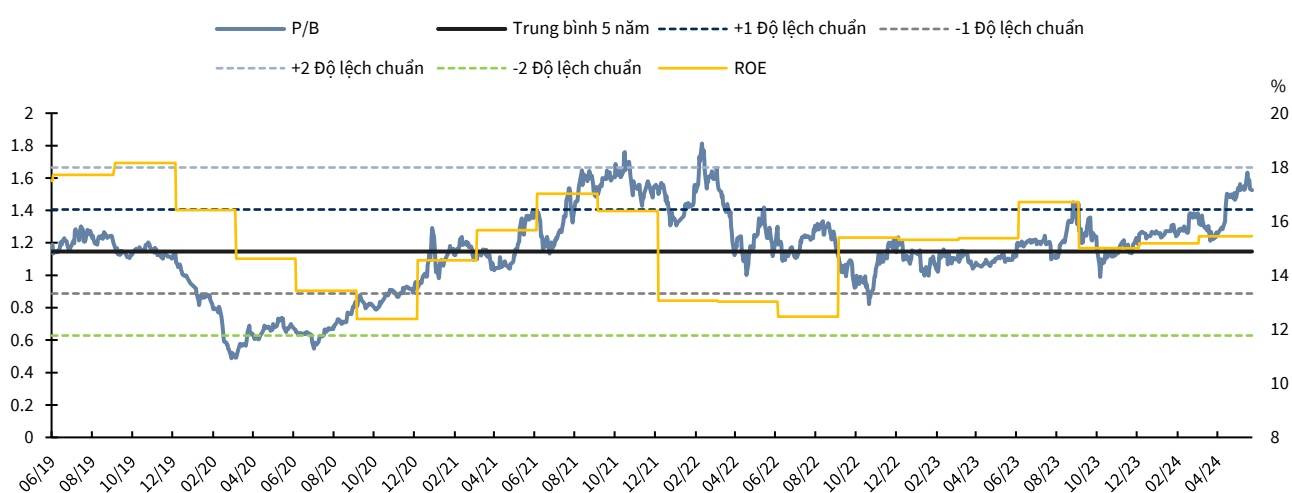
Chúng tôi sử dụng phương pháp chiết khấu dòng tiền của doanh nghiệp (FCFF) để định giá cổ phiếu PVT nhằm phản ánh lượng vốn đầu tư phục vụ hoạt động mở rộng đội tàu của công ty trong giai đoạn 2024-2028. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị TRUNG LẬP cho PVT với mức giá mục tiêu là 33,100 VND/cổ phiếu, tương đương mức upside 8.7% so với giá đóng cửa 30,450 VND/cổ phiếu ngày 18/06/2024. Chúng tôi đánh giá triển vọng của PVT vẫn tích cực trong năm 2024 nhưng thị giá cổ phiếu đã tăng mạnh 15% kể từ đầu năm và đã phản ánh tương đối giá trị của doanh nghiệp.

Bảng 6. Giá định mô hình định giá FCFF

Lãi suất phi rủi ro	5.0%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn (Tỷ VND)	11,410
Phần bù rủi ro	8.2%	Tổng giá trị hiện tại giai đoạn 2024-2028	4,114
Beta	1.2	Tổng giá trị hiện tại	15,524
Lãi suất bình quân	7.0%	Cộng: Tiền & đầu tư ngắn hạn	5,005
Thuế suất	20.0%	Trừ: Nợ gộp	-6,314
Chi phí vốn bình quân	12.4%	Trừ: Lợi ích CĐTS	-2,433
Tăng trưởng dài hạn	1.5%	Giá trị VCSH	11,782
		Số lượng cổ phiếu đang lưu hành (triệu cổ phiếu)	356.10
		Giá trị VCSH/cổ phiếu (VND)	33,100
		Giá hiện tại (18/06/2024)	30,450
		Upside	8.7%
		Tỷ suất cổ tức	1.0%
		Tổng mức sinh lời	9.7%

Nguồn: Bloomberg, KBSV

Bảng 7. Tương quan P/B và ROE của PVT giai đoạn 2019-2024



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHỐI PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM

Nguyễn Xuân Bình – Giám đốc phân tích
binhnx@kbsec.com.vn

Ngân hàng, Bảo hiểm & Chứng khoán

Nguyễn Anh Tùng – Trưởng nhóm
tungna@kbsec.com.vn

Phạm Phương Linh – Chuyên viên phân tích
linhpp@kbsec.com.vn

Bất động sản, Xây dựng & Vật liệu xây dựng

Phạm Hoàng Bảo Nga – Trưởng nhóm
ngaphb@kbsec.com.vn

Nguyễn Dương Nguyên – Chuyên viên phân tích
nguyennd1@kbsec.com.vn

Bán lẻ & Hàng tiêu dùng

Nguyễn Trường Giang – Chuyên viên phân tích
giangnt1@kbsec.com.vn

Bất động sản khu công nghiệp & Logistics

Nguyễn Thị Ngọc Anh – Chuyên viên phân tích
anhntn@kbsec.com.vn

Dầu khí & Hóa Chất

Phạm Minh Hiếu – Chuyên viên phân tích
hieupm@kbsec.com.vn

Khối phân tích
research@kbsec.com.vn

Vĩ mô & Chiến lược đầu tư

Trần Đức Anh – Giám đốc Vĩ mô & Chiến lược đầu tư
anhtd@kbsec.com.vn

Vũ Thu Uyên – Chuyên viên phân tích
uyenvt@kbsec.com.vn

Nghiêm Sỹ Tiến – Chuyên viên phân tích
tienns@kbsec.com.vn

Nguyễn Đình Thuận – Chuyên viên phân tích
thuannd@kbsec.com.vn

Bộ phận Hỗ trợ

Nguyễn Cẩm Thơ – Chuyên viên hỗ trợ
thonc@kbsec.com.vn

Nguyễn Thị Hương – Chuyên viên hỗ trợ
huongnt3@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng 16&17, Tháp 2, Tòa nhà Capital Place, số 29 Liễu Giai, Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7303 5333 - Fax: (+84) 24 3776 5928

Chi nhánh Hà Nội:

Địa chỉ: Tầng 1, Tòa nhà VP, số 5 Điện Biên Phủ, Quận Ba Đình, Hà Nội

Điện thoại: (+84) 24 7305 3335 - Fax: (+84) 24 3822 3131

Chi nhánh Hồ Chí Minh:

Địa chỉ: Tầng 2, TNR Tower Nguyễn Công Trứ, 180-192 Nguyễn Trứ, Q1, TP Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7303 5333 - Fax: (+84) 28 3914 1969

Chi nhánh Sài Gòn:

Địa chỉ: Tầng 1, Saigon Trade Center, 37 Tôn Đức Thắng, Phường Bến Nghé, Q1, Hồ Chí Minh

Điện thoại: (+84) 28 7306 3338 - Fax: (+84) 28 3910 1611

LIÊN HỆ

Trung Tâm Khách hàng Tổ chức: (+84) 28 7303 5333 – Ext: 2656

Trung Tâm Khách hàng Cá nhân: (+84) 24 7303 5333 – Ext: 2276

Email: ccc@kbsec.com.vn

Website: www.kbsec.com.vn

Hệ thống khuyến nghị

Hệ thống khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Mua:	Trung lập:	Bán:
+15% hoặc cao hơn	trong khoảng +15% và -15%	-15% hoặc thấp hơn

Hệ thống khuyến nghị đầu tư ngành

(dựa trên kỳ vọng tăng giá tuyệt đối trong 6 tháng tới)

Khả quan:	Trung lập:	Kém khả quan:
Vượt trội hơn thị trường	Phù hợp thị trường	Kém hơn thị trường

Ý kiến trong báo cáo này phản ánh đánh giá chuyên môn của (các) chuyên viên phân tích kể từ ngày phát hành và dựa trên thông tin và dữ liệu thu được từ các nguồn mà KBSV cho là đáng tin cậy. KBSV không tuyên bố rằng thông tin và dữ liệu là chính xác hoặc đầy đủ và các quan điểm được trình bày trong báo cáo này có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Khách hàng nên độc lập xem xét các trường hợp và mục tiêu cụ thể của riêng mình và tự chịu trách nhiệm về các quyết định đầu tư của mình và chúng tôi sẽ không có trách nhiệm đối với các khoản đầu tư hoặc kết quả của chúng. Những tài liệu này là bản quyền của KBSV và không được sao chép, phân phối lại hoặc sửa đổi mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của KBSV. Nhận xét và quan điểm trong báo cáo này có tính chất chung và chỉ nhằm mục đích tham khảo và không được phép sử dụng cho bất kỳ mục đích nào khác.