

Vận Tải Dầu Khí (PVT)

LN Q2 vượt kỳ vọng nhưng LNHD trong dự phóng

03/08/2020

 Chuyên viên phân tích Dầu Khí
 Nguyễn Vinh
 vinhn@kbsec.com.vn

Lợi nhuận hoạt động kinh doanh Q2 trong kỳ vọng, giữ nguyên khuyến nghị MUA và giảm giá mục tiêu (GMT) xuống 16,800 VND

Kết quả HĐKD cốt lõi Q2 nằm trong kỳ vọng của chúng tôi, với đa số giá thuê tàu cho các tuyến giữ nguyên và chỉ giảm giá thuê tàu cho NMLD Bình Sơn (BSR, MUA, GMT 8,100 VND) như thỏa thuận riêng của giữa hai bên. Chúng tôi giữ nguyên khuyến nghị MUA nhưng điều chỉnh giảm giá mục tiêu 12 tháng xuống còn 16,800 VND (giảm 2.9% từ 17,300) chủ yếu do BLĐ của PVT điều chỉnh giảm Lợi nhuận chưa phân phối. GMT mới được xác định từ P/B giữa chu kỳ (mid-cycle) từ mô hình cổ tức 3 giai đoạn và P/B không tăng trưởng (ex-growth) sau khi đã điều giảm giá trị sổ sách của công ty 3.2% tương ứng với điều chỉnh kế toán của doanh nghiệp.

Kết quả lợi nhuận khả quan dù giảm giá thuê vận chuyển dầu thô cho BSR và giá thuê FPSO Đại Hùng Queen

Dù PVT đã bổ thêm vài tàu mới, lợi nhuận Q2 giữ nguyên ở mức 201 tỷ VND (giảm 2.3% YoY) với doanh thu đạt 1,829 tỷ VND (giảm 17.6% YoY) chủ yếu do giảm giá thuê vận chuyển dầu thô cho NMLD Dung Quất của BSR và giá thuê tàu FSO Đại Hùng Queen. Lợi nhuận Q2 ghi nhận cao hơn dự phóng của chúng tôi khoảng 53% chủ yếu do lợi nhuận tài chính một lần (one-off) (tăng 73% YoY). Lợi nhuận gộp công bố đạt 251 tỷ VND, sát với dự phóng 259 tỷ VND của chúng tôi.

Điều chỉnh LN 2020E tăng 7% do doanh thu tài chính ghi nhận 1 lần

Chúng tôi tăng LN 2020E 7% lên 578 tỷ VND (EPS là 2,052 VND) từ mức dự phóng cũ 535 tỷ VND (EPS là 1,920 VND) vì thể hiện doanh thu tài chính ghi nhận 1 lần. Chúng tôi vẫn tăng chi phí tài chính vào Q3 & Q4 nhưng vẫn giữ nguyên chi phí tài chính cả năm 2020E vì đại dịch COVID-19 ảnh hưởng đến quá trình đầu tư tàu. Lợi nhuận dự phóng Q3 giảm 16% còn 81 tỷ VND và lợi nhuận Q4 giảm 6% còn 228 tỷ VND. Dự phóng cho giai đoạn 2021E-2025E giữ nguyên.

Mua duy trì

Giá mục tiêu	VND16,800
Tổng mức sinh lời (%)	89.4%
Giá hiện tại (31/07/2020)	VND9,350
Giá mục tiêu thị trường	VND12,800
Giá trị vốn hóa (triệu USD)	USD114mn

Dữ liệu giao dịch

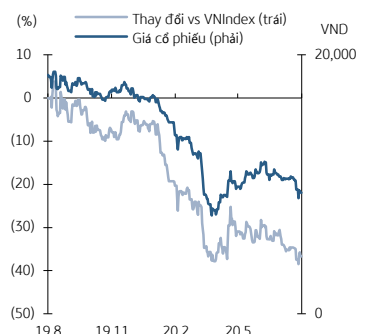
Tỉ lệ free-float (%)	44.0%
GTGD trung bình (3T)	USD0.65mn
Room khối ngoại (%)	26.4%
Cổ đông lớn (%)	PetroVietnam (51%)

Biến động giá cổ phiếu

(%)	1M	3M	6M	12M
Tuyệt đối	-11.8	-4.9	-32.2	-49.3
Tương đối	-8.8	-8.4	-20.5	-36.7

Dự phóng KQKD & định giá

Năm tài chính	2019A	2020E	2021E	2022E
Doanh thu (tỷ VND)	7,758	7,102	8,561	10,700
EBIT	928	911	1,212	1,681
LN sau CĐTS	690	578	699	971
EPS (VND)	2,450	2,052	2,485	3,451
Thay đổi EPS (%)	5.8	(16.3)	21.1	38.9
P/E (x)	3.8	4.6	3.8	2.7
EV/EBITDA (x)	2.7	3.1	3.6	3.0
P/B (x)	0.5	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	12.7	10.0	11.3	14.3
Tỷ suất cổ tức (%)	12.9	10.7	12.8	15.0



Nguồn: Bloomberg, KB Securities Vietnam

Lợi nhuận thực tế Q2 vượt 52.6% dự phóng của chúng tôi do lợi nhuận tài chính ghi nhận 1 lần

Lợi nhuận Q2 đạt 201 tỷ và cao hơn 53% so với dự phóng của chúng tôi chủ yếu đến từ lợi nhuận tài chính tăng vọt. Lợi nhuận gộp công bố tương đồng với dự phóng 251 tỷ của chúng tôi và thể hiện kỳ vọng chúng tôi về việc giảm giá thuê tàu vận chuyển dầu thô cho NMLD Dung Quất của BSR và giảm giá thuê tàu FSO Đại Hùng Queen. PVT đồng ý giảm giá thuê của nhằm chia sẻ khó khăn tài chính với BSR do doanh nghiệp này đang lỗ vì giá dầu thô và giá sản phẩm xuất xưởng giảm mạnh trong quý gần đây. Thỏa thuận cắt giảm này có thể sẽ vẫn tiếp tục đến hết Q3. Giá dầu thô giảm mạnh trong Q2 cũng khiến tàu FSO Đại Hùng Queen phải giảm giá thuê và sẽ tiếp tục trong Q3 trước khi trở lại vào Q4. Chúng tôi cho rằng PVT đã ghi nhận 108 tỷ VND doanh thu tài chính (tăng 73% YoY) chủ yếu đến từ nguồn tiền dư do việc đầu tư tàu bị chậm trễ. Doanh thu tài chính sẽ quay lại mức bình thường khi việc đầu tư tàu được triển khai trong Q3 hoặc Q4.

Bảng 1. Vận tải Dầu khí (PVT) – Tóm tắt kết quả Q2 2020E (tỷ VND, %)

(tỷ VND, %)	2Q19	1Q20	2Q20				Chênh lệch		
			Thực tế	KBSV ước	Thị trường	YoY	QoQ	KBSV ước	Thị trường
Doanh thu	2,220	1,578	1,829	1,865	na	-17.6	15.9	-1.9	na
LN gộp	302	226	251	259	na	-16.8	11.3	-2.8	na
EBIT	254	177	185	208	na	-27.2	4.8	-10.8	na
LN từ HĐKD	287	120	270	186	na	-5.8	124.2	44.8	na
EBITDA	539	287	761	453	na	41.1	165.0	68.0	na
LN sau CĐTS	205	67	201	131	na	-2.3	197.2	52.6	na
Biên gộp	13.6	14.3	13.7	13.9	na				
Biên EBIT	11.5	11.2	10.1	11.1	na				
Biên HĐKD	12.9	7.6	14.8	10.0	na				
Biên ròng	9.2	4.3	11.0	7.0	na				

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Tăng lợi nhuận 2020E lên 7% do doanh thu tài chính ghi nhận 1 lần và lùi chi phí tài chính cho việc mua tàu sang Q3 & Q4

Lợi nhuận dự phóng 2020E tăng 7% lên mức 578 tỷ VND (EPS 2,052 VND) từ mức 535 tỷ VND (EPS 1,902 VND) sau khi bao gồm lợi nhuận tài chính ghi nhận 1 lần trong Q2. Chi phí tài chính cả năm giữ nguyên nhưng chúng tôi đã lùi chi phí này sang Q3/4 cùng lúc với thời gian mua tàu mới. Lợi nhuận Q3 mới giảm 16% còn 81 tỷ VND và lợi nhuận Q4 mới giảm 6% còn 228 tỷ VND. Giá mục tiêu 12 tháng mới điều chỉnh giảm xuống còn 16,800 VND từ mức 17,300 VND do BLĐ điều chỉnh giảm lợi nhuận giữ lại trong Q2 và chúng tôi đã điều chỉnh giảm 3% BVPS xuống còn 21,003 VND. Giá mục tiêu mới được xác định dùng P/B giữa chu kỳ (mid-cycle), trung bình của phương pháp chiết khấu 3 chu kỳ (hoặc fully growth-loaded) và phương pháp P/B không tăng trưởng (ex-growth). Chúng tôi tiếp tục tin rằng PVT sẽ tiếp tục trải qua Q3 tệ do BSR bảo trì trong tháng 8 – làm giảm sản lượng vận chuyển dầu thô của PVT – trước khi PVT hoàn toàn phục hồi kể từ Q4 2020 và tiếp tục nhân mạnh khuyến nghị MUA.

Bảng 1. Vận tải Dầu khí (PVT) – Điều chỉnh lợi nhuận Q3 & Q4 2020E (tỷ VND, %)

(Tỷ VND, %)	Điều chỉnh		Trước		Thay đổi (%)	
	3Q20E	4Q20E	3Q20E	4Q20E	3Q20E	4Q20E
Doanh thu	1,569	2,126	1,569	2,126	0.0	0.0
EBIT	163	387	163	387	(0.0)	0.0
LN từ HĐKD	106	317	136	352	(21.9)	(10.0)
LN ròng	81	228	97	242	(16.3)	(5.7)

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

Bảng 3. Vận tải Dầu khí (PVT) – Điều chỉnh lợi nhuận 2020E & 2021E (tỷ VND, %)

(Tỷ VND, %)	Điều chỉnh		Trước		Thay đổi (%)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
Doanh thu	7,102	8,561	7,138	8,561	(0.5)	0.0
EBIT	911	1,212	934	1,212	(2.4)	0.0
LN từ HĐKD	814	1,001	795	1,001	2.3	0.0
LN ròng	578	699	538	699	7.3	0.0

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

PVT sẽ chỉ có thể mua 6 trên 13 tàu do đại dịch COVID-19 trì hoãn quá trình mua tàu

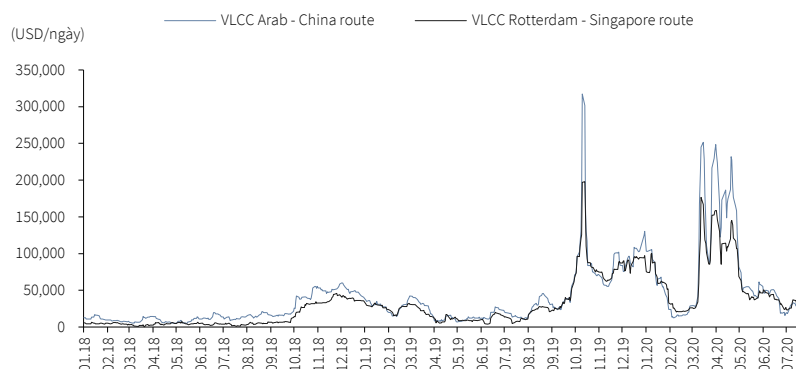
BLĐ dự định sẽ mua 13 tàu mới trong năm 2020E nhưng chúng tôi tin rằng PVT sẽ chỉ có thể đầu tư được 6 tàu trong năm nay do COVID-19 trì hoãn sự đầu tư. Trong đó, tàu VLCC là tàu quan trọng nhất cần phải được mua nhằm đảm bảo hợp đồng vận chuyển dầu thô dài hạn cho NMLD Nghi Sơn (NSR, không lên sàn). Chúng tôi kỳ vọng BLĐ sẽ mua thành công 1 tàu VLCC cũ trong năm nay với giá khoảng 42 triệu USD. Điều này cho phép PVT tăng lợi nhuận do PVT vẫn đang sử dụng tàu thuê từ SK Shipping để vận chuyển 2.5 triệu tấn dầu mỗi năm cho NSR.

Bảng 4. Vận tải Dầu khí (PVT) – Q3 & Q4 2020E điều chỉnh lợi nhuận Q3 & Q4 2020E (tỷ VND, %)

Loại	Tàu hiện tại		Tàu mua thêm		Tổng tàu dự kiến	
	Số lượng	DWT (ngàn)	Số lượng	DWT (ngàn)	Số lượng	DWT (ngàn)
Tàu dầu thô	4	418	3	560	7	978
Tàu sản phẩm	11	190	7	133	18	323
Tàu LPG	14	47	2	170	16	217
Tàu hàng rời	2	83	1	15	3	98
Tàu FPSO/FSO	2	199	0	0	2	199
Tổng	33	938	13	878	46	1,816

Nguồn: Báo cáo công ty, KBSV

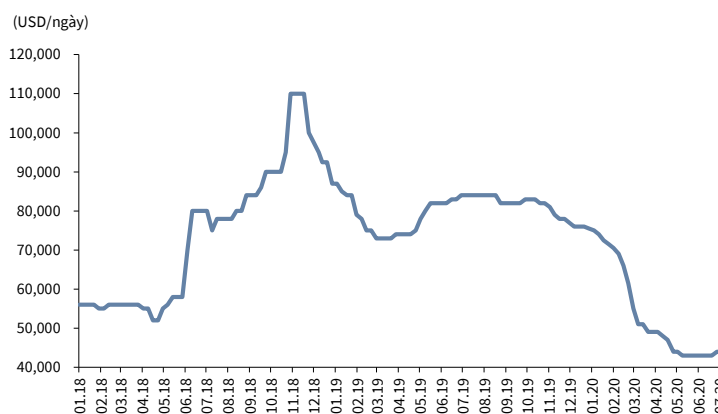
Biểu đồ 1. Vận tải dầu khí (PVT) – Giá thuê tàu VLCC của tuyến Arab – Trung Quốc & tuyến Rotterdam – Singapore, 1/2018 – 7/2020 (USD)



VLCC = Very Large Crude Carrier

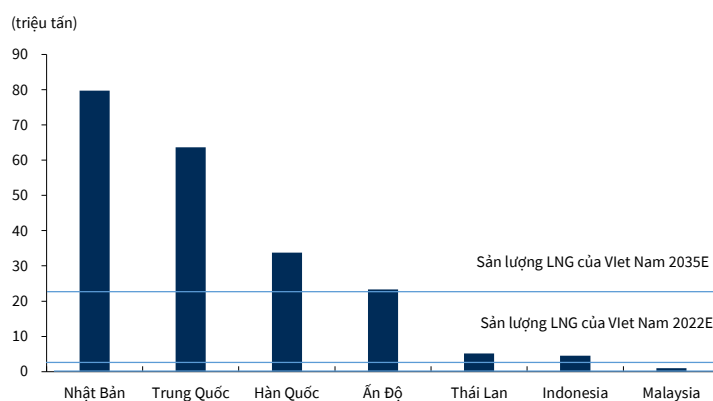
Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Vận tải dầu khí (PVT) – Giá thuê tàu LNG tại Mỹ, 1/2018 – 7/2020 (USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

Biểu đồ 2. Vận tải dầu khí (PVT) – Giá thuê tàu LNG tại Mỹ, 1/2018 – 7/2020 (USD)



Nguồn: Bloomberg, KBSV

KHOẢNG PHÂN TÍCH CÔNG TY CHỨNG KHOẢN KB VIỆT NAM

Giám đốc Khối Phân Tích – Nguyễn Xuân Bình

binhnx@kbsec.com.vn

Phân tích Ví mô & Chiến lược Thị trường

Giám đốc Kinh tế Ví mô & Chiến lược thị trường – Trần Đức Anh

anhdt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ví mô – Thái Thị Việt Trinh

trinhhtt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Chiến lược Thị trường – Lê Anh Tùng

tungla@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hà Nội) – Dương Đức Hiếu

hieudd@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Công nghệ & Logistics – Nguyễn Anh Tùng

tungna@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Bất động sản – Phạm Hoàng Bảo Nga

ngaphb@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Năng lượng & Vật liệu xây dựng – Lê Thành Công

congt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Ngân hàng Tài chính – Nguyễn Thị Thu Huyền

huyenntt@kbsec.com.vn

Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh)

Giám đốc Phân tích Doanh nghiệp (Hồ Chí Minh) – Harrison Kim

harrison.kim@kbf.com

Chuyên viên Phân tích Hàng tiêu dùng & Bán lẻ – Đào Phúc Phương Dung

dungdpp@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Thủy sản & Dược phẩm – Nguyễn Thanh Danh

danhnt@kbsec.com.vn

Chuyên viên Phân tích Dầu Khí & Hóa chất – Nguyễn Vinh

vinhn@kbsec.com.vn

Bộ phận Marketing Research

Chuyên viên Marketing Hàn Quốc – Seon Yeong Shin

shin.sy@kbsec.com.vn

CTCP CHỨNG KHOÁN KB VIỆT NAM (KBSV)

Trụ sở chính:

Địa chỉ: Tầng G, tầng 2 và 7, Tòa nhà Sky City số 88 Láng Hạ, Đống Đa, 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:	Nắm giữ:	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.