

Tổng CTCP Vận tải dầu khí (PVT)

Khả quan (từ Trung lập)

Công nghiệp

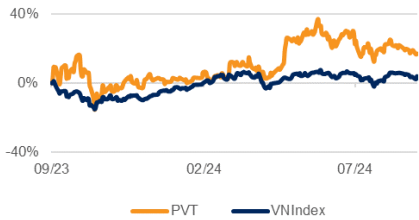
Giá hiện tại	VND27,900
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND32,300/VND19,950
Giá mục tiêu	VND33,700
Giá mục tiêu trước đó	VND32,400
Consensus	5.9%
Tiềm năng tăng giá	20.8%
Tỷ suất cổ tức	1.1%
Tổng tỷ suất sinh lời	21.9%

Triển vọng	Khả quan
Định giá	Khả quan
Phân tích kỹ thuật	Tiêu cực

Thị giá vốn (tr USD)	402.7		
GTĐBQ 3 tháng (tr USD)	3,0		
Sở hữu NN (tr USD)	143,5		
Số CP lưu hành (tr)	356		
Số CP sau pha loãng (tr)	356		
	PVT	Ngành	VNI
P/E trượt	10,3x	10,1x	13,7x
P/B hiện tại	1,4x	0,9x	1,7x
ROA	6,1%	7,2%	2,1%
ROE	14,8%	10,4%	12,3%

* dữ liệu ngày 18/9/2024

Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
PVT	-3,1%	-8,4%	18,3%
VNIndex	1,0%	-1,1%	4,4%

Cơ cấu sở hữu

PVN	51,0%
Khác	49,0%

Tổng quan doanh nghiệp

PVTrans (PVT) là doanh nghiệp dẫn đầu thị trường vận tải dầu khí Việt Nam, với đội tàu không chỉ chiếm lĩnh 100% thị phần vận chuyển dầu thô, LPG trong nước mà còn hoạt động mạnh trên thị trường quốc tế. Hiện nay, PVT đang sở hữu và vận hành đội tàu gồm 55 tàu chở dầu thô, nhiên liệu/hóa chất, tàu chở hàng rời và tàu chở LPG với tổng công suất khoảng 1,5 triệu DWT.

Chuyên viên phân tích:



Nguyễn Ngọc Hải

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

Tiếp tục chuyển hải trình

- Chúng tôi nâng khuyến nghị từ TRUNG LẬP lên KHẢ QUAN với tiềm năng tăng giá 20,8% và tỷ suất cổ tức 1,1%. Chúng tôi tăng giá mục tiêu thêm 4,0% trong khi giá cổ phiếu đã giảm 11,4% kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi là do tác động của việc điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024-2025 và giả định WACC thấp hơn.
- TTM P/E là 10,3x, cao hơn P/E trung bình 5 năm 1 độ lệch chuẩn (10,3x) nhưng vẫn chưa phản ánh đầy đủ triển vọng của DN với tăng trưởng kép LN ròng là 15,2% trong giai đoạn 2024-25.

Tiêu điểm tài chính

- LN ròng Q2/24 giảm 9,1% svck xuống còn 288 tỷ đồng, chủ yếu do chi phí tài chính tăng và ghi nhận chi phí bất thường.
- Biên LN gộp vận tải đạt mức cao kỷ lục theo quý trong Q2/24 là 27,5% (+4,0 điểm % svck) nhờ đội tàu được mở rộng cùng với giá thuê tàu ở mức cao.
- Chúng tôi dự phóng biên LN gộp sẽ vượt mức cao nhất từ trước đến nay lên 21,7% trong năm 2024 và duy trì ở mức cao trong năm 2025, nhờ đội tàu chở dầu tiếp tục được mở rộng và giá thuê tàu neo cao.

Luận điểm đầu tư

Điều kiện thị trường ổn định, tạo điểm tựa cho các nhà vận tải dầu khí

Thị trường (TT) vận tải hàng lỏng tiếp tục cho thấy dấu hiệu tích cực cho các nhà vận tải dầu khí. Giá cước thuê tàu định hạn vận chuyển dầu thô duy trì ổn định trong khi giá cước tàu hóa chất tăng trong Q2/24. Về cơ bản, triển vọng TT vẫn mạnh mẽ với nhu cầu tiếp tục tăng nhờ các tuyến hải trình xa hơn, việc chuyển hướng khỏi Biển Đỏ và triển vọng nguồn cung đội tàu hạn chế. Điều này sẽ giúp cho giá thuê tàu tiếp tục neo cao và là điều kiện lý tưởng cho HĐKD của PVT.

Tốc độ mở rộng đội tàu chậm lại như dự kiến, vẫn duy trì tích cực

PVT đã đầu tư thêm bốn tàu trong năm nay (chủ yếu vào Q3/24), nâng tổng số đội tàu lên 55 tàu. Tốc độ mở rộng đã chậm lại so với 9T23 (10 tàu), nhưng phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi trong báo cáo cập nhật gần nhất. Chúng tôi cho rằng điều này là do môi trường giá mua tàu cao và năng lực vốn giới hạn của PVT. Chúng tôi kỳ vọng PVT lần lượt bổ sung thêm 5/4 tàu mới vào đội tàu trong năm 2024-25.

Chi phí tài chính sẽ giảm, hỗ trợ lợi nhuận từ nửa cuối năm 2024

Do việc tích cực mở rộng đội tàu trong thời gian qua, gánh nặng nợ vay đã gây áp lực lên LN của PVT trong những năm gần đây trong bối cảnh lãi suất cao ở Mỹ. Bước vào nửa cuối năm 2024, một số tín hiệu tích cực có thể giảm bớt áp lực chi phí tài chính cho PVT, bao gồm đồng USD suy yếu và khả năng Fed cắt giảm lãi suất. Do đó, chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ chi phí tài chính ròng/LN hoạt động của PVT sẽ giảm từ 16% trong 6T24 xuống còn 11%/4,4% trong năm 2024-25.

Định giá hấp dẫn so với triển vọng tăng trưởng tích cực của doanh nghiệp

Giá cổ phiếu PVT đã giảm 13% kể từ tháng 6 mặc dù triển vọng kinh doanh của DN vẫn tích cực, được hỗ trợ bởi giá thuê tàu tăng. P/B hiện tại là 1,4x, cao hơn mức trung bình 5 năm là 1,1x, là hợp lý trong bối cảnh giá trị đội tàu tăng, trong khi P/E trượt 10,3x là mức hấp dẫn sv. mức tăng trưởng kép LN ròng 15,2% năm 2024-25.

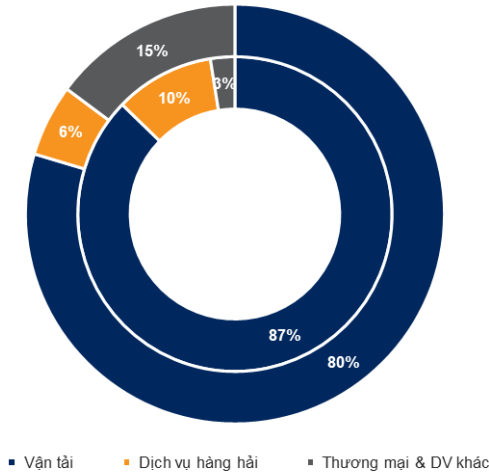
	2023	2024	2025	2026
Tăng trưởng DT thuần	5,6%	13,2%	3,8%	1,7%
Tăng trưởng LN ròng	13,4%	17,3%	13,1%	(1,6%)
Biên LN gộp	19,2%	21,7%	21,3%	20,0%
Biên LN ròng	10,2%	10,5%	11,5%	11,1%
P/E (x)	9,3	8,7	7,7	7,8
Rolling P/B (x)	1,3			
ROAE	13,7%	14,5%	14,7%	13,5%
Nợ ròng trên VCSH	16,2%	7,7%	(6,9%)	(17,0%)

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tổng quan doanh nghiệp: Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường vận tải dầu khí tại Việt Nam

Tổng công ty Vận tải Dầu khí (PVTrans) - tiền thân là Công ty Vận tải Dầu khí - chuyên cung cấp các dịch vụ vận tải xăng dầu, đặc biệt là dầu thô và dịch vụ hàng hải (dịch vụ FSO/FPSO và O&M) - được thành lập năm 2002. PVTrans được cổ phần hóa năm 2006 và chính thức chuyển đổi thành công ty cổ phần và sau đó niêm yết cổ phiếu trên HOSE vào năm 2007.

Hình 1: Tỷ trọng DT và LN gộp theo mảng kinh doanh trong 6T24

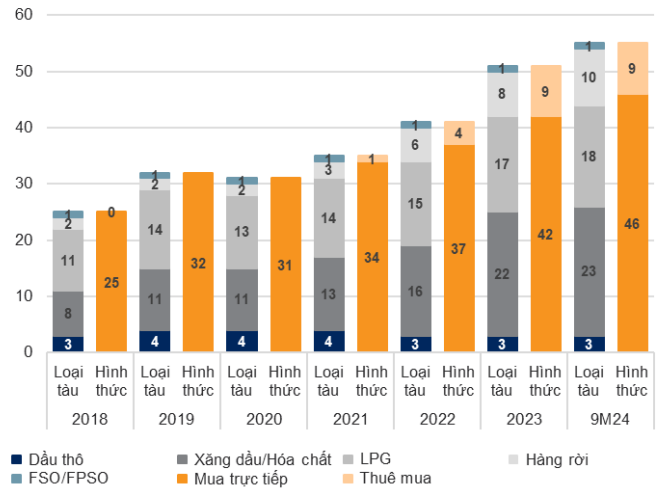


■ Vận tải ■ Dịch vụ hàng hải ■ Thương mại & DV khác

vòng ngoài: Doanh thu
* vòng trong: LN gộp

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 2: Đội tàu của PVT phân loại theo loại tàu và hình thức đầu tư



■ Dầu thô ■ Xăng dầu/Hóa chất ■ LPG ■ Hàng rời
■ FSO/FPSO ■ Mua trực tiếp ■ Thuê mua

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hiện nay, PVTrans vẫn giữ vững vị thế là nhà vận tải và cung cấp dịch vụ hàng hải lớn nhất Việt Nam, chiếm 100% thị phần vận chuyển dầu thô và LPG trong nước. Hơn nữa, với đội tàu gồm 55 tàu chở dầu thô/xăng dầu thành phẩm, hóa chất, tàu chở hàng khô và tàu LPG (tổng công suất khoảng 1,5 triệu DWT), PVTrans cũng dần trở thành thương hiệu vận tải được nhận biết trên thị trường khu vực và toàn cầu.

Tóm tắt KQKD: Chi phí ngoài hoạt động ảnh hưởng đến lợi nhuận Q2

Hình 3: Tổng quan KQKD Q2/24 và 6T24

Tỷ đồng	Q2/24	%svck	6T24	%svck	6T24/2024
Doanh thu	2.988	41,3%	5.524	32,9%	51,0%
- Vận tải	2.296	26,8%	4.399	26,5%	47,8%
- Dịch vụ hàng hải	155	7,8%	306	4,7%	50,8%
- Thương mại & DV	537	233,1%	820	110,3%	79,7%
LN gộp	711	44,9%	1.236	51,4%	56,2%
Chi phí BH&QLDN	103	2,4%	183	11,7%	47,7%
LN tài chính thuần	(87)	-1365,8%	(164)	-921,7%	154,2%
LN khác	(63)	-210,0%	(49)	-147,6%	-104,0%
LNTT	466	1,2%	852	7,9%	47,7%
LN ròng	288	-9,1%	519	5,7%	45,5%
Biên LN gộp	23,8%	-1,4 điểm %	22,4%	2,5 điểm %	
Biên LN ròng	9,6%	-5,4 điểm %	9,4%	-2,7 điểm %	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Tăng trưởng doanh thu Q2/24 được thúc đẩy bởi mảng Vận tải và Thương mại

Doanh thu (DT) Q2/24 tăng 41,3% svck năm ngoài lên 2.988 tỷ đồng được thúc đẩy bởi hoạt động kinh doanh vận tải và thương mại, cụ thể như sau:

- DT vận tải tăng 26,8% svck năm trước lên 2.296 tỷ đồng nhờ đóng góp từ các tàu mới đầu tư (9 tàu trong nửa cuối năm 2023 và thêm một tàu trong Q1/24). Mảng vận tải chiếm 77% tổng doanh thu của PVT trong Q2/24.
- Mảng dịch vụ hàng hải tăng trưởng nhẹ svck ở mức 155 tỷ đồng (+7,8% svck).
- Mảng thương mại tăng mạnh 233,1% svck lên 537 tỷ đồng. Tuy nhiên, hoạt động kinh doanh này thường mang lại doanh thu cho PVT hơn là lợi nhuận.

Biên LN gộp vận tải tiếp tục mở rộng trong Q2/24

Biên LN gộp vận tải theo quý ghi nhận mức cao kỷ lục trong Q2/24 ở mức 27,5% (+4,0 điểm % svck) nhờ đội tàu chở dầu được mở rộng cùng với môi trường giá thuê tàu neo cao. Biên LN gộp dịch vụ hàng hải tăng 9,6 điểm % svck lên 44%. Tuy nhiên, biên LN gộp Q2/24 toàn công ty chỉ tăng nhẹ 0,6 điểm % svck lên 23,8% do việc đẩy mạnh hoạt động thương mại vốn có biên LN thấp trong Q2/24. Kết quả, LN gộp Q2/24 tăng 44,9% svck lên 711 tỷ đồng.

Chi phí tài chính và chi phí bất thường làm xói mòn LN ròng trong Q2/24

Thu nhập tài chính thuần Q2/24 ghi nhận con số âm 87 tỷ đồng từ mức dương 6,9 tỷ đồng trong Q2/23 do tác động của lãi tiền gửi giảm (-43,3% svck), chi phí lãi vay cao hơn (+26,8% svck) và ghi nhận lỗ ròng tỷ giá. Hơn nữa, PVT còn ghi nhận thêm 75 tỷ đồng chi phí khác trong Q2/24 do thay đổi cách ghi nhận hiệu quả khai thác đội tàu tại một công ty con. Kết quả, LN ròng Q2/24 giảm 9,1% svck xuống 288 tỷ đồng.

LN ròng 6T24 thấp hơn một ít so với kỳ vọng của chúng tôi

Nhìn chung, DT 6T24 tăng 33% svck lên 5.524 tỷ đồng, tương đương 51% dự phóng năm 2024 của chúng tôi. Tuy nhiên, LN ròng 6T24 chỉ tăng 5,7% svck

lên 519 tỷ đồng chủ yếu do thu nhập bất thường tăng cao. Kết quả này thấp hơn một ít so với kỳ vọng khi hoàn thành 45,5% dự phóng năm 2024 của chúng tôi.

Tốc độ đầu tư chậm lại, tỷ lệ đòn bẩy cải thiện

Hình 4: Phân tích bảng cân đối kế toán

Tỷ đồng	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24
Tiền & Đầu tư TC ngắn hạn	4.650	4.569	4.466	4.671	4.890
Nợ vay	4.125	5.380	5.928	5.702	5.306
Capex	1.101	1.959	1.081	389	2
Tài sản cố định	7.688	8.929	10.088	9.681	9.582
Khấu hao	304	319	435	414	427
Chi phí lãi vay	(78)	(88)	(119)	(108)	(99)
Số ngày phải thu	61	51	42	43	38
Số ngày tồn kho	10	9	9	11	10
Số ngày phải trả	25	19	22	29	24
Nợ ròng / VCSH	-6,2%	9,4%	16,2%	11,0%	4,4%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Sau nhiều quý liên tiếp giải ngân vốn đầu tư lớn, chúng tôi nhận thấy tốc độ đầu tư của PVT đã giảm tốc trong nửa đầu năm 2024. Cùng với hiệu suất sinh lời tốt, tốc độ đầu tư chậm hơn đã hỗ trợ tỷ lệ đòn bẩy cải thiện từ 16,2% vào cuối năm 2023 lên 4,4% vào cuối Q2/24. Trong khi đó, chi phí lãi vay vẫn tạo áp lực lớn lên lợi nhuận trong nửa đầu năm 2024 do quy mô nợ vay tăng mạnh trong năm 2023 và môi trường lãi suất cao ở Mỹ.

Triển vọng 2024/25: Điều kiện thị trường duy trì tích cực, củng cố triển vọng cho các doanh nghiệp vận tải dầu khí

Hình 5: Thay đổi dự phóng KQKD năm 2024-25

Tỷ đồng	Thực tế 2023	Cũ		Mới				Nhận định
		2024	2025	2024	%Δ	2025	%Δ	
DT thuần	9.556	10.826	11.393	10.818	-0,1%	11.232	-1,4%	
% svck	5,6%	13,3%	5,2%	13,2%		3,8%		
Vận tải	7.667	9.195	9.752	9.172	-0,2%	9.580	-1,8%	
Dịch vụ hàng hải	599	603	608	616	2,3%	618	1,7%	
Thương mại & Dịch vụ	1.290	1.029	1.034	1.029	0,0%	1.034	0,0%	
LN Gộp	1.838	2.198	2.253	2.343	6,6%	2.393	6,2%	
Vận tải	1.560	1.944	1.999	2.067	6,3%	2.126	6,3%	
Dịch vụ hàng hải	227	202	203	224	10,9%	217	6,5%	Phản ánh kết quả tốt hơn kỳ vọng trong 6T24
Thương mại & Dịch vụ	52	53	51	53	0,0%	51	0,0%	
Biên LN gộp	19,2%	20,3%	19,8%	21,7%	1,4 điểm%	21,3%	1,5 điểm%	
Vận tải	20,3%	21,1%	20,5%	22,5%	1,4 điểm%	22,2%	1,7 điểm%	Chúng tôi tăng giả định biên LN gộp vận tải trong năm 2024-25 chủ yếu do chúng tôi tăng các giả định về giá cước thuê tàu chở dầu thô và tàu dầu/hóa chất để phản ánh những mức giá cao hơn kỳ vọng trong nửa đầu năm 2024
FSO/FPSO	37,9%	33,5%	33,5%	36,3%	2,8 điểm%	35,0%	1,6 điểm%	
Thương mại & Dịch vụ	1,3%	3,0%	3,0%	3,0%	0,0 điểm%	3,0%	0,0 điểm%	
Chi phí bán hàng	(13)	(15)	(16)	(15)	-0,1%	(16)	-1,4%	
Chi phí quản lý DN	(410)	(368)	(365)	(362)	-1,5%	(359)	-1,4%	
EBIT	1.415	1.815	1.873	1.966	8,3%	2.018	7,8%	
LN thuần từ HĐTC	(95)	(107)	(36)	(216)	102,6%	(89)	151,5%	Chúng tôi tăng giả định chi phí tài chính ròng năm 2024-25 do lỗ ròng tỷ giá cao hơn kỳ vọng trong 6T24 và thu nhập tiền gửi thấp hơn kỳ vọng trong 6T24
LN khác	202	47	50	5	-90,1%	49	-1,4%	Chúng tôi phản ánh khoản chi phí khác trị giá 75 tỷ đồng Q2/24 do một trong các công ty con của công ty thay đổi phương thức ghi nhận hiệu quả hoạt động đội tàu. Ngoài ra, chúng tôi cũng phản ánh thu nhập khác từ việc thanh lý một tàu dầu/hóa chất trong Q3/24
LNTT	1.549	1.785	1.918	1.784	-0,1%	2.009	4,7%	
LN ròng	972	1.142	1.233	1.141	-0,1%	1.291	4,7%	
% svck	13,4%	17,4%	8,0%	17,3%		13,1%		

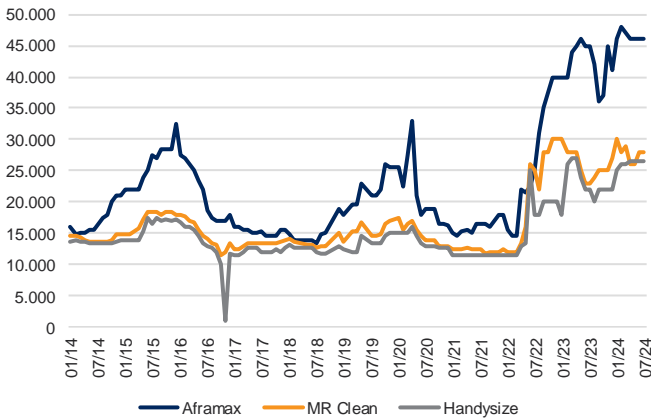
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

PVT tiếp tục hưởng lợi từ điều kiện thị trường thuận lợi

Điều kiện thị trường tàu chở dầu thô/nhiên liệu vẫn vững chắc, thị trường vận tải hóa chất tăng tốc

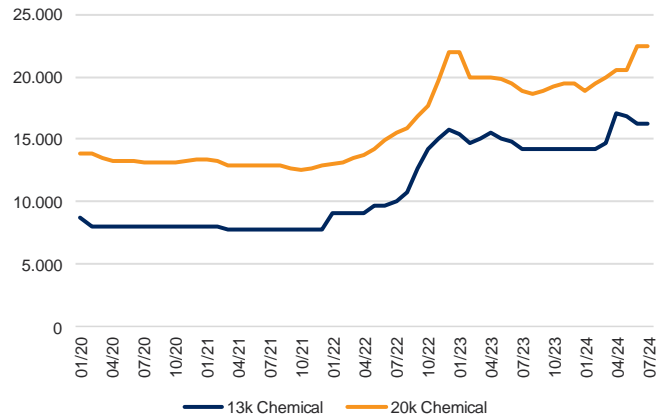
Nhìn chung, chúng tôi nhận thấy thị trường vận tải hàng lỏng tiếp tục cho thấy những dấu hiệu tích cực đối với các nhà vận tải dầu khí như PVT. Giá thuê định hạn tàu dầu thô Aframax trong Q2/24 duy trì so với mức cao của Q2/23, trong khi giá thuê định hạn tàu chở hóa chất (loại tàu 20k DWT) tăng 12,0% svck và 12,7% sv quý trước trong Q2/24. Điều này chủ yếu được hỗ trợ bởi tăng trưởng các tuyến hải trình xa hơn kết hợp với nguồn cung tàu bị thắt chặt do sự gián đoạn kéo dài ở Biển Đỏ và lượng đơn đóng mới hạn chế, tạo điều kiện thuận lợi cho PVT có thể ký kết được giá thuê tàu cao khi tái ký hợp đồng cho các tàu chở dầu, hóa chất của mình.

Hình 6: Chúng tôi kỳ vọng cước thuê tàu (định hạn 1 năm) tiếp tục neo cao sau khi khủng hoảng Ukraine đã tái định hình lại dòng chảy năng lượng toàn cầu (USD/ngày)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 7: Giá cước thuê tàu định hạn 1 năm đối với tàu hóa chất (USD/ngày)

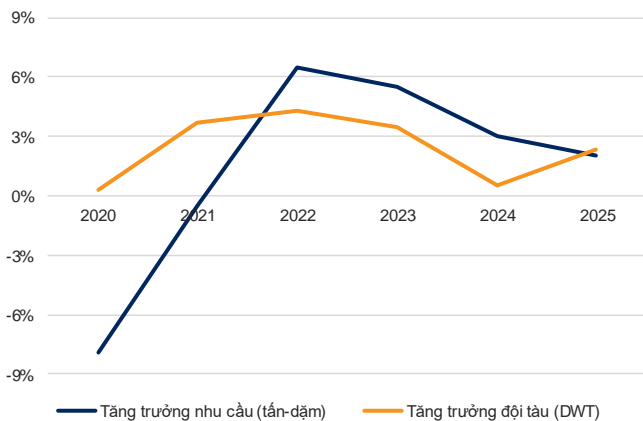


Nguồn: CLARKSON RESEARCH, PVTRANS, VNDIRECT RESEARCH

Về triển vọng cung/cầu, điều kiện thị trường dường như tiếp tục hỗ trợ cho hầu hết các phân khúc vận tải của PVT trong một vài năm tới.

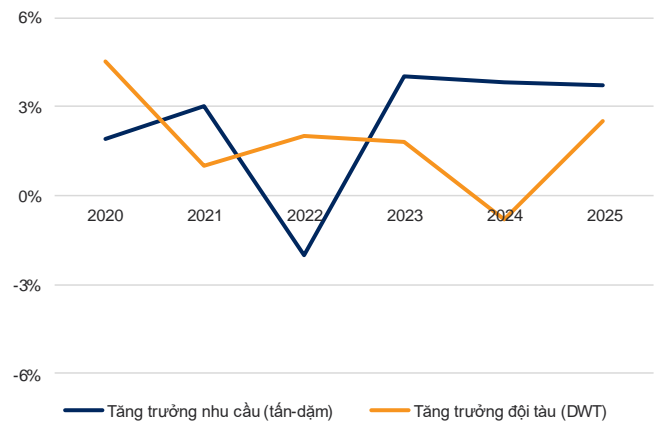
- Đối với vận tải dầu thô/nhiên liệu, Clarkson Research dự báo nhu cầu tàu chở dầu sẽ tiếp tục tăng trưởng trong năm nay (+3% svck), được hỗ trợ bởi sự gia tăng thương mại đường dài Đại Tây Dương-Châu Á, tăng trưởng nhu cầu dầu toàn cầu và công suất lọc dầu (chủ yếu ở Ấn Độ) và việc chuyển hướng khỏi khu vực Biển Đỏ. Ngược lại, đội tàu chở dầu dự kiến sẽ tăng trưởng ở mức hạn chế trong một hai năm tới.
- Đối với vận tải hóa chất, nhu cầu mạnh mẽ dự kiến được thúc đẩy bởi tăng trưởng nhu cầu nhập khẩu từ châu Âu/Châu Á và việc chuyển hướng khỏi Biển Đỏ, trong khi đội tàu dự kiến sẽ giảm trong năm nay.
- Đối với vận tải LPG, điều kiện TT nhìn chung vẫn tích cực với thương mại LPG toàn cầu được thúc đẩy bởi xuất khẩu từ Mỹ và Trung Đông và nhập khẩu từ châu Á, trong khi sự gián đoạn tại Biển Đỏ sẽ hỗ trợ nhu cầu tính theo tấn-dặm.
- Đối với vận tải hàng rời, triển vọng năm 2024 nhìn chung sẽ tích cực hơn năm 2023 nhờ tăng trưởng nhu cầu vững chắc ở Đại Tây Dương kết hợp với tác động tích cực từ sự gián đoạn tại Biển Đỏ. Triển vọng cung tàu ở mức vừa phải với lượng đơn đóng mới hạn chế và tác động tiềm năng của các chính sách về môi trường.

Hình 8: Cung/cầu thị trường tàu dầu thô và nhiên liệu



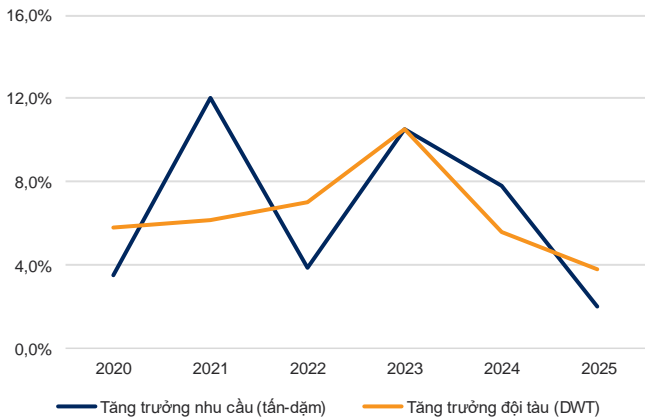
Nguồn: CLARKSON RESEARCH, PVTRANS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 9: Cung/cầu thị trường tàu hóa chất



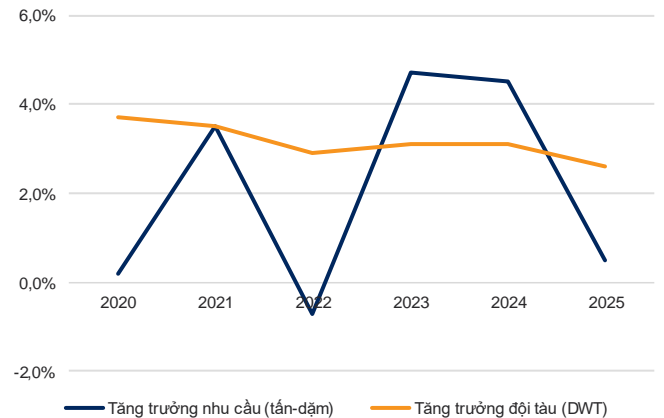
Nguồn: CLARKSON RESEARCH, PVTRANS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 10: Cung/cầu thị trường tàu chở LPG



Nguồn: CLARKSON RESEARCH, PVTRANS, VNDIRECT RESEARCH

Hình 11: Cung/cầu thị trường tàu chở hàng rời



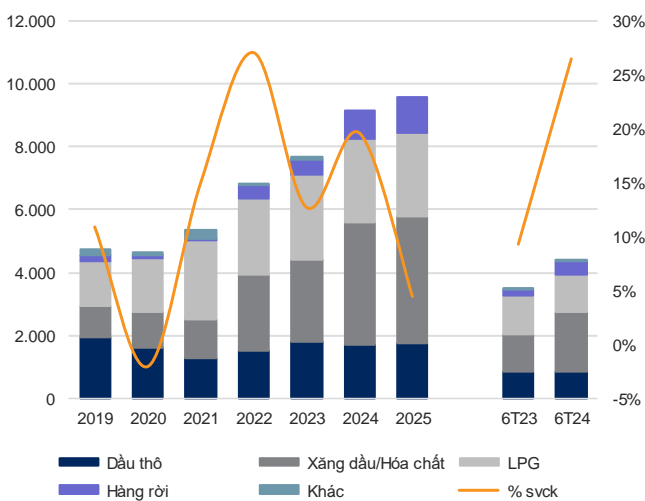
Nguồn: CLARKSON RESEARCH, PVTRANS, VNDIRECT RESEARCH

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng cân bằng cung/cầu hiện nay sẽ tiếp tục hỗ trợ cho giá cước thuê tàu chở hàng lỏng tiếp tục duy trì ở mức cao trong một vài năm tới, tạo điều kiện thuận lợi cho các nhà vận tải dầu khí có mức độ hoạt động trên thị trường quốc tế cao như PVT.

Vận tải dầu/hóa chất vẫn sẽ là động lực tăng trưởng chính trong những năm tới

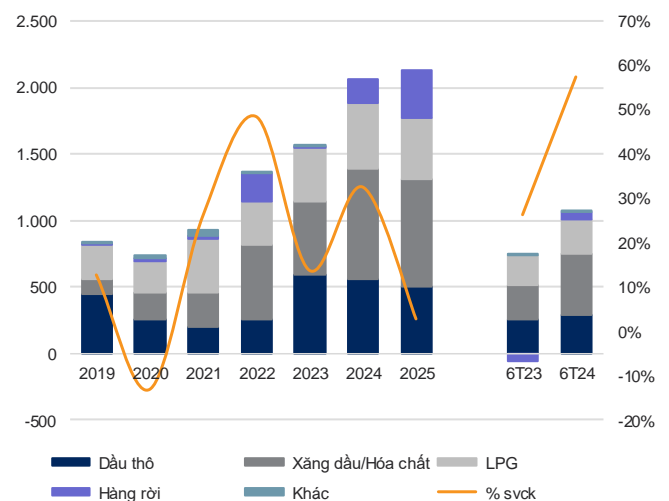
Trong vài năm qua, PVT đã chuyển đổi loại hình vận tải cốt lõi của mình từ vận tải dầu thô sang vận tải dầu/hóa chất với các khoản đầu tư lớn vào lĩnh vực này. Đội tàu chở dầu/hóa chất đã tăng lên 23 tàu từ 11 tàu vào năm 2020. Cùng với điều kiện thị trường mạnh mẽ sau đại dịch, mảng dầu/hóa chất đã cho thấy sự tăng tốc ấn tượng từ năm 2022, trở thành mảng đóng góp chính cho PVT khi chiếm lần lượt 44%/42% DT và LN gộp mảng vận tải của PVT trong 6T24.

Hình 12: Doanh thu vận tải theo từng phân khúc (tỷ đồng)



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Hình 13: Lợi nhuận gộp vận tải theo từng phân khúc (tỷ đồng)



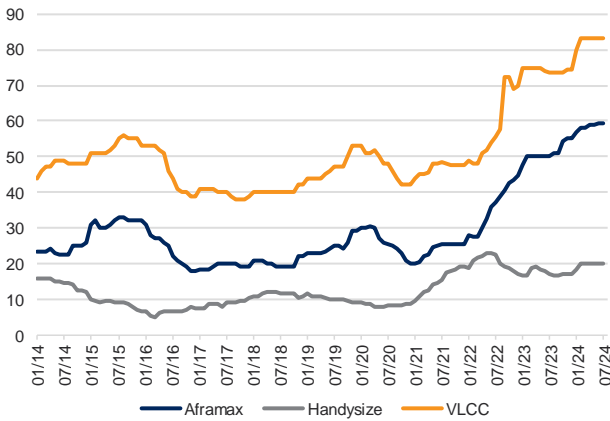
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Sự tăng tốc trong thị trường vận tải hóa chất như chúng tôi đã đề cập ở trên báo hiệu tích cực cho phân khúc này trong các quý tới khi PVT có thể tái ký hợp đồng với giá cước thuê tàu cao. Tóm lại, chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tiếp tục tập trung vào việc mở rộng đội tàu dầu/hóa chất và phân khúc này sẽ giữ vai trò chủ chốt trong hoạt động kinh doanh vận tải của PVT với việc đóng góp lần lượt là 42,6%/42,1% tổng DT vận tải của PVT trong năm 2024-25.

Tốc độ mở rộng đội tàu chậm lại, nhưng vẫn theo sát kỳ vọng

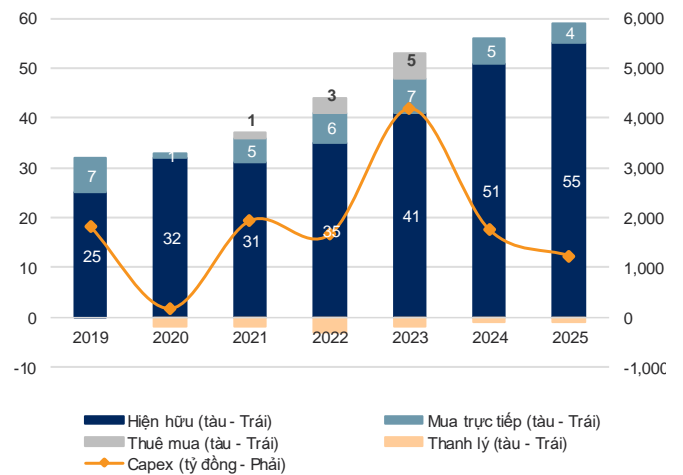
Tính đến thời điểm hiện tại, PVT đã đầu tư thêm 4 tàu trong năm nay (chủ yếu trong Q3/24), bao gồm 1 tàu dầu/hóa chất, 2 tàu hàng rời và 1 tàu LPG, nâng tổng số đội tàu lên 55 tàu. Tốc độ mở rộng đã chậm lại so với 9T23 (+10 tàu), nhưng phù hợp với kỳ vọng của chúng tôi trong báo cáo cập nhật gần nhất (+5 tàu cho năm 2024). Điều này là do môi trường giá mua tàu đang ở mức cao và năng lực vốn có hạn của công ty.

Hình 14: Giá mua tàu 10 năm tuổi đã tăng mạnh kể từ năm 2022 (triệu USD)



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 15: Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tiếp tục mở rộng đội tàu với việc bổ sung thêm lần lượt 5/4 tàu trong năm 2024/25



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Nhìn chung, chúng tôi cho rằng việc mở rộng của công ty vẫn đang đi đúng hướng và tích cực, hỗ trợ tăng trưởng lợi nhuận của PVT trong hai năm tới. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ bổ sung thêm lần lượt 5/4 tàu mới vào đội tàu trong năm 2024-25.

Chúng tôi dự phóng PVT đạt tăng trưởng kép LN ròng 15,2% trong năm 2024-25

Chúng tôi dự phóng doanh thu của PVT sẽ tăng 13,2%/3,8% svck trong năm 2024-25, chủ yếu được thúc đẩy bởi đóng góp cả năm của các tàu đã mua trong năm 2023-24 và các tàu kỳ vọng sẽ đầu tư trong năm 2025.

Về hiệu quả kinh doanh, nhờ kỳ vọng môi trường giá thuê tàu chở dầu neo cao và chi phí tài chính giảm dần từ nửa cuối năm 2024, chúng tôi kỳ vọng LN ròng của PVT sẽ tăng lần lượt 17,3%/13,1% svck trong năm 2024-25.

Định giá: Nâng khuyến nghị lên **KHẢ QUAN** với giá mục tiêu cao hơn là **33.700** đồng

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 4,0% lên 33.700 đồng, vẫn dựa trên tỷ trọng tương đương của định giá DCF và P/E mục tiêu năm 2024 là 10,3x (+1,0 độ lệch chuẩn so với P/E trung bình 5 năm). Giá mục tiêu cao hơn của chúng tôi đến từ việc: 1) điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024-25 và 2) giảm giá định WACC từ 11,1% xuống 10,3% khi chúng tôi tăng lãi suất phi rủi ro từ 2,63% lên 2,79% (dựa trên lợi suất trái phiếu 10 năm tại ngày 30/07/2024) và giảm phần bù rủi ro thị trường từ 9,0% xuống 7,78% (dựa trên việc Damodaran cập nhật [ERP's](#) vào tháng 7 năm 2024).

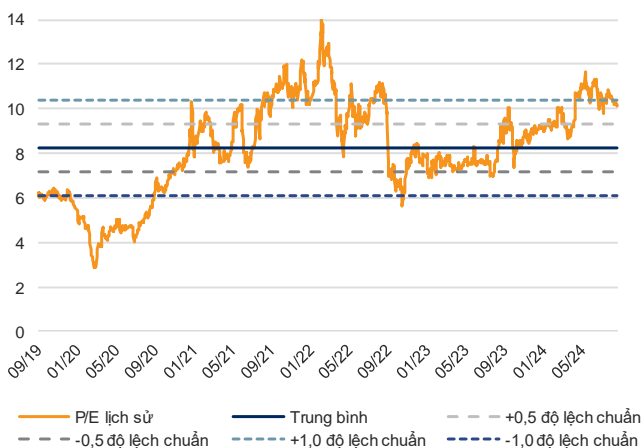
Hình 16: Giá mục tiêu

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	34.329	50%	17.164
P/E mục tiêu năm 2024 là 10,3x	33.014	50%	16.507
Giá mục tiêu			33.672
Giá mục tiêu (làm tròn)			33.700

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

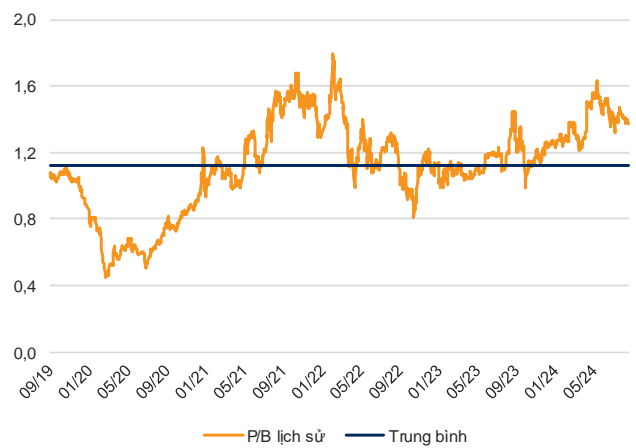
Giá cổ phiếu PVT đã giảm 13% kể từ mức đỉnh vào tháng 6, đưa P/E trượt của PVT về 10,3x, tương đương mức +1 độ lệch chuẩn trên P/E trung bình 5 năm (10,3x). Chúng tôi cho rằng điều này chưa phản ánh đầy đủ triển vọng tích cực của công ty với dự phóng tăng trưởng EPS năm 2024/2025 là 6,7%/13,1% so với trung bình 5 năm là 6,4% và ROE năm 2024/2025 tăng lên mức 14,5%/14,7% so với trung bình 5 năm là 13,4%. Trong khi đó, P/B hiện tại là 1,4x cao hơn P/B trung bình 5 năm là 1,1x, là hợp lý trong bối cảnh giá trị đội tàu chở dầu đang tăng. Do đó, chúng tôi nâng khuyến nghị từ **TRUNG LẬP** lên **KHẢ QUAN**.

Hình 17: P/E lịch sử của PVT



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 18: P/B lịch sử của PVT



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,8%
Beta	1,4
Phần bù rủi ro thị trường	7,8%
Chi phí VCSH	13,9%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: WACC và Tăng trưởng dài hạn

Tỷ đồng	
VCSH	9.030
Nợ	5.928
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	20,0%
WACC	10,3%
Tăng trưởng dài hạn	1,0%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 21: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
LN ròng	1.141	1.291	1.270	1.118	1.062
+ Chi phí khấu hao	1.442	1.460	1.508	1.538	1.489
% doanh thu	13,3%	13,0%	13,2%	14,2%	13,5%
- Capex	(1.750)	(1.232)	(1.142)	(1.085)	(996)
% doanh thu	-16,2%	-11,0%	-10,0%	-10,0%	-9,0%
+ Thay đổi vốn lưu động	(196)	(66)	(87)	(102)	(177)
% doanh thu	-1,8%	-0,6%	-0,8%	-0,9%	-1,6%
Chi phí lãi vay * (1-Tax)	322	250	210	177	166
% doanh thu	3,0%	2,2%	1,8%	1,6%	1,5%
Dòng tiền tự do (UFCF)	959	1.702	1.759	1.646	1.544

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 22: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

		Chi phí VCSH (%)					
		12,9%	13,4%	13,9%	14,4%	14,9%	
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	0,6%	33.031	33.031	33.031	33.031	33.031
		0,8%	33.666	33.666	33.666	33.666	33.666
		1,0%	34.329	34.329	34.329	34.329	34.329
		1,2%	35.021	35.021	35.021	35.021	35.021
		1,4%	35.744	35.744	35.744	35.744	35.744
		Cơ sở					

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Động lực tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Động lực tăng giá là giá cước cho thuê tàu cao hơn.
- Rủi ro giảm giá đến từ giá cước cho thuê tàu thấp hơn kỳ vọng và lãi suất cao hơn kỳ vọng.

Hình 23: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành vận tải Dầu khí

Công ty	Mã CK	Vốn hóa (tr USD)	Nợ vay ròng / VCSH	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
				2024	2025	2024	2025	TTM	2024	Hiện tại	2024	2024	2025	2024	2025
VITACO	VTO VN	42	-39%	N/A	N/A	N/A	N/A	9,5	N/A	0,9	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MISC Bhd	MISC MK	8.538	25%	4,6%	1,6%	26,2%	4,3%	15,4	14,1	0,9	0,9	0,9%	0,9%	4,6%	4,7%
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	331	10%	44,1%	0,9%	102,5%	15,4%	5,7	4,0	0,4	0,4	0,4%	0,4%	2,8%	2,6%
Great Eastern Shipping	GESCO IN	2.106	N/A	30,4%	1,6%	30,4%	-15,2%	6,7	6,3	1,4	1,1	1,2%	1,1%	3,6%	N/A
Trung bình				26,4%	1,4%	53,0%	1,5%	10,1	8,2	0,9	0,8	0,8%	0,8%	3,7%	3,7%
PVTrans	PVT VN	403	16%	13,2%	3,8%	6,7%	13,1%	10,3	7,7	1,4	1,2	14,5%	14,7%	6,2%	6,7%

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 18/9)

Báo cáo KQ HĐKD

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Doanh thu thuần	7.758	7.383	7.460	9.047	9.556	10.818	11.232
Giá vốn hàng bán	(6.567)	(6.253)	(6.222)	(7.392)	(7.717)	(8.474)	(8.839)
Lợi nhuận gộp	1.191	1.130	1.238	1.655	1.838	2.343	2.393
Chi phí QLDN	(249)	(251)	(277)	(408)	(410)	(362)	(359)
Chi phí bán hàng	(14)	(14)	(10)	(13)	(13)	(15)	(16)
LN hoạt động	928	865	950	1.235	1.415	1.966	2.018
EBITDA thuần	1.678	1.743	1.880	2.430	2.769	3.408	3.478
Chi phí khấu hao	(750)	(877)	(930)	(1.195)	(1.354)	(1.442)	(1.460)
LN HĐ trước thuế và lãi vay	928	865	950	1.235	1.415	1.966	2.018
Thu nhập tài chính	221	272	180	221	371	287	312
Chi phí tài chính	(193)	(174)	(156)	(314)	(466)	(503)	(401)
Thu nhập ròng khác	26	58	42	288	202	5	49
Thu nhập từ công ty LDLK	34	30	25	28	26	30	31
Lợi nhuận trước thuế	1.016	1.051	1.040	1.457	1.549	1.784	2.009
Chi phí thuế	(195)	(208)	(206)	(301)	(327)	(351)	(396)
Lợi nhuận ròng	690	676	660	857	972	1.141	1.291
LN ròng sau điều chỉnh	690	676	660	857	972	1.141	1.291

Bảng cân đối kế toán

(Tỷ đồng)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tiền & Tương đương tiền	1.208	1.473	1.283	1.794	979	1.215	1.979
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1.479	1.853	1.790	2.707	3.486	3.661	3.844
Các khoản phải thu ngắn hạn	865	1.103	1.477	1.377	1.194	1.334	1.416
Hàng tồn kho	127	112	142	179	233	226	242
Tài sản ngắn hạn khác	162	120	158	230	405	458	476
Tổng tài sản ngắn hạn	3.841	4.662	4.850	6.286	6.297	6.894	7.956
Tài sản cố định	6.781	5.860	6.976	7.260	10.088	10.396	10.169
Tổng đầu tư	199	205	194	199	201	203	205
Tài sản dài hạn khác	177	373	474	507	904	594	605
Tổng tài sản	10.997	11.099	12.493	14.252	17.490	18.087	18.936
Nợ vay ngắn hạn	1.015	615	778	1.099	1.388	1.233	1.105
Phải trả người bán	652	663	705	837	846	790	824
Phải trả ngắn hạn khác	856	918	967	1.119	1.158	1.311	1.362
Tổng nợ ngắn hạn	2.523	2.196	2.450	3.055	3.392	3.334	3.290
Nợ vay dài hạn	2.419	1.987	2.468	2.591	4.540	4.403	3.945
Phải trả dài hạn khác	134	144	612	591	527	527	527
Vốn điều lệ	2.814	3.237	3.237	3.237	3.237	3.560	3.560
Lợi nhuận giữ lại	991	898	944	1.489	1.837	2.054	3.125
Vốn chủ sở hữu	4.381	4.908	5.195	6.002	6.811	7.352	8.422
Lợi ích cổ đông thiểu số	1.310	1.415	1.768	2.012	2.220	2.471	2.752
Tổng nợ và VCSH	10.997	11.099	12.493	14.252	17.490	18.087	18.936

Báo cáo LCTT

(Tỷ đồng)	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>	<u>2023</u>	<u>2024</u>	<u>2025</u>
Lợi nhuận trước thuế	1.016	1.051	1.040	1.457	1.549	1.784	2.009
Khấu hao	750	877	930	1.195	1.354	1.442	1.460
Thuế đã nộp	(226)	(209)	(235)	(258)	(342)	(351)	(396)
Các khoản điều chỉnh khác	(162)	(139)	(111)	(301)	(586)	(462)	(475)
Thay đổi vốn lưu động	(199)	(44)	(796)	78	(301)	(196)	(66)
LC tiền thuần từ HĐKD	1.179	1.536	829	2.172	1.699	2.218	2.531
Đầu tư TSCĐ	(1.823)	(176)	(1.936)	(1.661)	(4.186)	(1.750)	(1.232)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	27	30	101	389	74	0	0
Các khoản khác	273	(180)	235	(748)	(488)	110	101
Thay đổi tài sản dài hạn khác	0	0	0	0	0	0	0
LC tiền thuần từ HĐĐT	(1.523)	(326)	(1.599)	(2.020)	(4.600)	(1.640)	(1.132)
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	127	0	239	0	58	58	58
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ	0	0	0	0	0	0	0
Tiền vay ròng nhận được	488	(777)	726	399	2.196	(292)	(587)
Dòng tiền từ HĐTC khác	0	0	0	0	0	0	0
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(340)	(169)	(383)	(40)	(172)	(107)	(107)
LC tiền thuần từ HĐTC	274	(945)	583	359	2.082	(341)	(636)
Tiền & Tương đương tiền đầu kỳ	1.278	1.208	1.473	1.283	1.794	979	1.215
LC tiền thuần trong kỳ	(70)	264	(188)	511	(818)	236	764
Tiền & Tương đương tiền cuối kỳ	1.208	1.473	1.283	1.794	979	1.215	1.979

Chỉ số tài chính

Chỉ số định giá	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EPS (VND)	2.450	2.089	2.038	2.649	3.005	3.205	3.625
P/E	6,7	6,7	12,3	8,7	9,3	8,7	7,7
PEG 1 năm	1,2	(0,5)	(5,1)	0,3	0,7	1,3	0,6
EV/EBIT	7,3	6,0	10,3	6,7	8,6	6,7	5,9
EV/EBITDA	4,0	3,0	5,2	3,4	4,4	3,9	3,4
P/S	0,6	0,6	1,0	0,8	0,9	0,9	0,9
P/B	1,0	0,9	1,5	1,2	1,3	1,3	1,2
Tỷ suất cổ tức	9,8%	4,3%	5,5%	0,6%	2,2%	1,1%	1,1%
Tỷ lệ chi trả cổ tức	49,3%	25,0%	58,0%	4,7%	17,7%	9,4%	8,3%
Chỉ số tăng trưởng	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tăng trưởng DT	3,1%	-4,8%	1,1%	21,3%	5,6%	13,2%	3,8%
Tăng trưởng LN gộp	9,9%	-5,1%	9,6%	33,7%	11,1%	27,5%	2,1%
Tăng trưởng LN ròng	5,8%	-2,0%	-2,4%	29,9%	13,4%	17,3%	13,1%
Tăng trưởng EPS	5,8%	-14,7%	-2,4%	29,9%	13,4%	6,7%	13,1%
Chỉ số hiệu quả sinh lời	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Biên LN gộp	15,4%	15,3%	16,6%	18,3%	19,2%	21,7%	21,3%
Biên EBITDA	21,6%	23,6%	25,2%	26,9%	29,0%	31,5%	31,0%
Biên LN hoạt động	12,0%	11,7%	12,7%	13,6%	14,8%	18,2%	18,0%
Biên LN ròng	8,9%	9,2%	8,8%	9,5%	10,2%	10,5%	11,5%
ROAA	6,2%	5,7%	4,9%	5,4%	5,5%	6,2%	6,7%
ROAE	14,8%	13,4%	11,8%	13,4%	13,7%	14,5%	14,7%
Chỉ số đòn bẩy	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Khả năng trả lãi (EBIT/Lãi vay)	5,5	6,1	6,7	5,8	4,0	4,9	6,4
EBITDA / (Lãi vay + Capex)	0,5	2,7	0,5	0,7	0,3	0,9	1,3
Nợ vay / Vốn	37,6%	29,2%	31,8%	31,5%	39,6%	36,5%	31,1%
Nợ vay / VCSH	60,3%	41,2%	46,6%	46,1%	65,6%	57,4%	45,2%
Nợ vay ròng / VCSH	13,1%	-11,4%	2,5%	-10,1%	16,2%	7,7%	-6,9%
Chỉ số thanh khoản	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Vòng quay tổng tài sản	0,7	0,7	0,6	0,7	0,6	0,6	0,6
Vòng quay khoản phải thu	7,9	7,5	5,8	6,3	7,4	8,6	8,2
Số ngày phải thu	46	49	63	58	49	43	45
Vòng quay khoản phải trả	9,5	10,1	9,5	9,9	9,6	11,1	11,8
Số ngày phải trả	38	36	38	37	38	33	31
Vòng quay hàng tồn kho	47,2	52,3	49,0	46,0	37,5	36,9	37,7
Số ngày tồn kho	8	7	7	8	10	10	10
Hệ số thanh toán hiện hành	1,5	2,1	2,0	2,1	1,9	2,1	2,4
Hệ số thanh toán nhanh	1,4	2,0	1,9	1,9	1,7	1,9	2,2

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.

HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

Khuyến nghị cổ phiếu Định nghĩa:

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%

Tổng lợi nhuận kỳ vọng của một cổ phiếu được định nghĩa là tổng: (i) chênh lệch phần trăm giữa giá mục tiêu và giá hiện tại và (ii) tỷ suất cổ tức ròng kỳ hạn của cổ phiếu. Giá mục tiêu cổ phiếu có thời hạn đầu tư là 12 tháng.

Khuyến nghị ngành Định nghĩa:

KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

TRUNG LẬP Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

KÉM KHẢ QUAN Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích

Email: barry.weisblatt@vndirect.com.vn

Nguyễn Ngọc Hải – Trưởng nhóm Phân tích

Email: hai.nguyenngoc2@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

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