

## Tổng CTCP Vận tải dầu khí (PVT)

### Công nghiệp

Giá hiện tại	VND26.600
Cao nhất/ Thấp nhất 52 tuần	VND30.100/VND18.500
Giá mục tiêu	VND31.700
Giá mục tiêu trước đó	VND14.000
Consensus	13,0%
Tiềm năng tăng giá	19,2%
Tỷ suất cổ tức	1,9%
Tổng tỷ suất sinh lời	21,1%

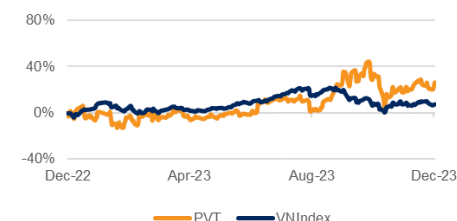
Triển vọng	Tích cực
Định giá	Tích cực
Phân tích kỹ thuật	<a href="#">Tích cực</a>

Thị giá vốn (tr USD)	351,7
GTGDBQ 3 tháng (tr USD)	5,2
Sở hữu NN (tr USD)	130,2
Số CP lưu hành (tr)	324
Số CP sau pha loãng (tr)	324

	PVT	Ngành	VNI
P/E trượt	8,9x	11,7x	13,6x
P/B hiện tại	1,3x	0,8x	1,6x
ROA	6,2%	7,0%	2,0%
ROE	15,4%	11,2%	11,7%

\* dữ liệu ngày 22/12/2023

### Diễn biến giá



Giá cổ phiếu (%)	1T	3T	12T
PVT	6,9	-6,7	26,2
VNIIndex	-0,3	-10,2	7,6

### 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 51 tàu chở dầu thô, nhiên liệu/hóa chất, tàu chở hàng rời và tàu chở LPG với tổng công suất trên 1,4 triệu DWT.

### Chuyên viên phân tích:



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennngoc2@vndirect.com.vn

## Thuyền đi đúng hướng

- Chúng tôi nâng khuyến nghị thành Khả quan với tiềm năng tăng giá 19,2% và tỷ suất cổ tức 1,9%. Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 11,2% trong khi giá cổ phiếu gần như đi ngang (+1.9%) kể từ báo cáo gần nhất.
- Giá mục tiêu cao hơn của do việc điều chỉnh dự phóng EPS giai đoạn 2025-2026 và giả định WACC thấp hơn.
- TTM trượt là 8,9x, cao hơn P/E trung bình 5 năm (14,3x) ~0,5 độ lệch chuẩn, tương đối hấp dẫn so với triển vọng tích cực của doanh nghiệp.

### Tiêu điểm tài chính

- LN ròng 9T23 tăng 18,6% svck lên 744 tỷ đồng (30,6tr USD) nhờ hoạt động kinh doanh vận tải tăng trưởng tích cực.
- Áp lực một phần đến từ việc tổng dư nợ vay tăng +46% so với đầu năm lên 5.380 tỷ đồng (221tr USD) do PVT đã tích cực giải ngân vốn để đầu tư thêm 12 tàu mới trong 9T23.
- Chúng tôi dự phóng LN ròng sẽ tăng 11,4% svck trong năm 2024 nhờ môi trường giá cước thuê tàu cao và đội tàu được mở rộng.

### Luận điểm đầu tư

#### Triển vọng thị trường vận tải dầu khí duy trì vững chắc

Điều kiện thị trường đối với hầu hết các loại hình vận tải Dầu khí vẫn đang duy trì vững chắc. Nhu cầu đang cải thiện do xu hướng chuyển dịch không thể đảo ngược của dòng chảy năng lượng toàn cầu sang những tuyến hải trình xa hơn, nhưng tăng trưởng của đội tàu toàn cầu dường như bị hạn chế do đầu tư đã sụt giảm mạnh trong vài năm qua. Cán cân cung/cầu hiện nay nhìn chung sẽ hỗ trợ cho giá cước thuê tàu neo ở mức cao, đem lại lợi ích cho các doanh nghiệp có mức độ hoạt động cao trên thị trường quốc tế như PVT.

#### Căng thẳng gia tăng có thể gây thêm bất ổn cho TT vận tải dầu khí

Gần đây, giá cước vận tải đã tăng lên với các khoản phụ phí rủi ro phát sinh sau các cuộc tấn công của phiến quân Houthis. Chúng tôi cho rằng căng thẳng khu vực leo thang ở Trung Đông có thể làm gián đoạn các tuyến hàng hải quan trọng, ảnh hưởng đến sự cân bằng của thị trường vận tải Dầu khí, vốn rất dễ bị tổn thương kể từ sau cuộc khủng hoảng Ukraine.

#### Đội tàu mở rộng sẽ được hưởng lợi từ điều kiện thị trường thuận lợi

PVT đã đẩy mạnh mẽ việc trẻ hóa đội tàu từ năm 2021 với việc giải ngân 6.700 tỷ đồng (276 triệu USD) để đầu tư 18 tàu (và 9 tàu khác theo hình thức thuê mua). Điều này đã nâng đội tàu của công ty từ 31 lên 51 tàu. Theo đó, tổng công suất tăng 65% lên khoảng 1,4 triệu DWT. Sự chuẩn bị tốt này đã giúp PVT hái được trái ngọt khi đội tàu của công ty đang được hưởng lợi từ điều kiện thị trường hiện nay.

#### Định giá hấp dẫn nhờ triển vọng tích cực của doanh nghiệp

P/E dự phóng 2024 là 7,6x, thấp hơn so với mức trung bình 5 năm là 7,7x. P/E trượt là 8,9 lần, thấp hơn nhiều so với các công ty cùng ngành. Mức định giá này tương đối hấp dẫn dựa trên triển vọng tăng trưởng của công ty (+11,7% svck trong năm 2024) và kỳ vọng môi trường giá cước duy trì ở mức cao.

	12-22A	12-23E	12-24E	12-25E
Tăng trưởng DT thuần	21,3%	0,7%	13,0%	0,8%
Tăng trưởng EPS	29,9%	18,6%	11,7%	(5,6%)
Biên lợi nhuận gộp	18,3%	20,5%	20,2%	18,9%
Biên LN ròng	9,5%	11,2%	11,0%	10,3%
P/E (x)	10,0	8,5	7,6	8,0
Rolling P/B (x)	1,2	1,3		
ROAE	15,3%	15,8%	15,9%	13,8%
Nợ ròng trên vốn chủ sở hữu	(10,1%)	9,4%	1,0%	(9,7%)

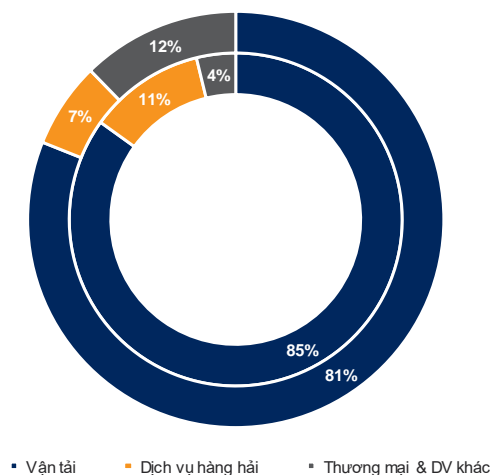
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Tổng quan doanh nghiệp

### Doanh nghiệp dẫn đầu thị trường vận tải dầu khí 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 9T23

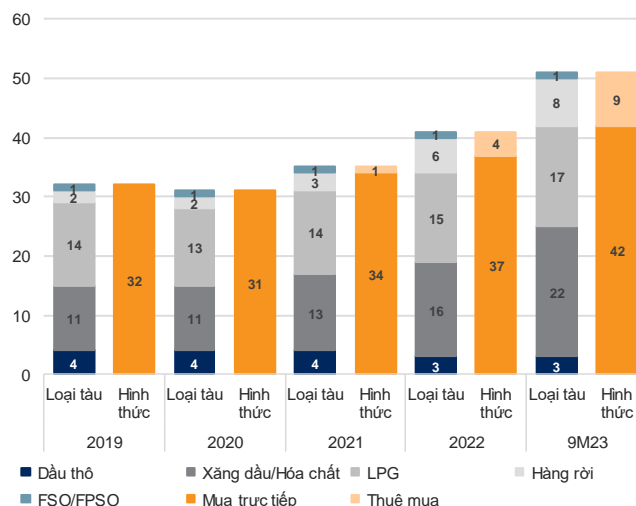


\* vòng ngoài: Doanh thu

\* 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



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 51 tàu chở dầu thô/xăng dầu thành phẩm, hóa chất, tàu chở hàng khô và tàu LPG (tổng công suất khoảng 1,4 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: Hoạt động vận tải tiếp đà tăng trưởng

Hình 3: Tổng quan KQKD Q3/23 và 9T23

Tỷ đồng	Q3/22	Q3/23	% svck	9T22	9T23	% svck	% sv. dự phóng 2023	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	<b>2.330,4</b>	<b>2.550,6</b>	<b>9,4%</b>	<b>6.608,8</b>	<b>6.708,7</b>	<b>1,5%</b>	<b>76,0%</b>	Doanh thu 9T23 tăng nhẹ 1,5% svck do tác động trái chiều của doanh thu vận tải tăng nhưng doanh thu dịch vụ hàng hải và doanh thu thương mại & dịch vụ giảm
Vận tải	1.806,6	1.961,3	8,6%	4.986,8	5.437,5	9,0%		DT vận tải tăng 9,0% svck nhờ: (1) giá thuê tàu chở dầu cao hơn theo sau đà tăng giá cước vận chuyển tàu chở dầu trên toàn cầu và (2) sự đóng góp của các tàu mua mới
Dịch vụ hàng hải	201,7	153,7	-23,8%	623,9	446,0	-28,5%		Doanh thu dịch vụ hàng hải giảm 28,5% svck kỳ do hợp đồng O&M cho FPSO Lewek Emas kết thúc từ cuối năm 2022
Thương mại & Dịch vụ khác	322,1	435,6	35,3%	998,1	825,2	-17,3%		
<b>LN Gộp</b>	<b>414,7</b>	<b>515,8</b>	<b>24,4%</b>	<b>1.148,2</b>	<b>1.338,2</b>	<b>16,5%</b>	<b>79,2%</b>	
Vận tải	351,7	450,5	28,1%	894,8	1.136,4	27,0%		
Dịch vụ hàng hải	55,0	55,6	1,1%	180,8	150,9	-16,5%		
Thương mại & Dịch vụ khác	8,0	9,7	20,8%	72,7	50,8	-30,0%		
<b>Biên LN gộp (%)</b>	<b>17,8%</b>	<b>20,2%</b>	<b>2,4 điểm%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,9%</b>	<b>2,6 điểm%</b>		Biên LN gộp 9T23 tăng 2,6 điểm % svck nhờ biên LN gộp hoạt động vận tải và dịch vụ hàng hải đều cải thiện
Vận tải	19,5%	23,0%	3,5 điểm%	17,9%	20,9%	3,0 điểm%		Biên LN gộp vận tải 9T23 tăng 3,0 điểm % svck nhờ đà tăng giá cước thuê tàu cho cả đội tàu hoạt động nội địa và quốc tế
Dịch vụ hàng hải	27,3%	36,2%	8,9 điểm%	29,0%	33,8%	4,9 điểm%		
Thương mại & Dịch vụ khác	2,5%	2,2%	-0,3 điểm%	7,3%	6,2%	-1,1 điểm%		
Chi phí bán hàng	(2,9)	(4,2)	43,6%	(7,7)	(10,2)	31,5%	80,8%	
Chi phí quản lý DN	(99,7)	(90,1)	-9,7%	(260,2)	(248,0)	-4,7%	75,5%	
EBIT	312,1	421,5	35,1%	880,2	1.080,1	22,7%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	(49,0)	(70,2)	43,3%	(92,5)	(52,7)	-43,0%		
Lợi nhuận khác	211,5	42,3	-80,0%	230,1	145,6	-36,7%		LN khác 9T23 giảm do thu nhập từ việc thanh lý tàu cũ giảm. Trong 9T23, PVT chỉ thanh lý 2 tàu cỡ nhỏ so với việc thanh lý tàu dầu thô cỡ lớn trong 9T22
LNTT	481,1	399,0	-17,1%	1.035,2	1.191,5	15,1%	78,4%	
<b>LN ròng</b>	<b>270,8</b>	<b>249,2</b>	<b>-8,0%</b>	<b>627,0</b>	<b>743,5</b>	<b>18,6%</b>	<b>79,1%</b>	Cao hơn so với kỳ vọng

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng 2024/25: Tận hưởng môi trường giá cước cho thuê tàu cao

Hình 4: Điều chỉnh dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
<b>DT thuần</b>	<b>8.832</b>	<b>9.111</b>	<b>3,2%</b>	<b>9.419</b>	<b>10.295</b>	<b>9,3%</b>	<b>9.696</b>	<b>10.375</b>	<b>7,0%</b>	
Vận tải	7.203	7.477	3,8%	7.814	8.687	11,2%	8.084	8.761	8,4%	Chúng tôi nâng dự phóng DT vận tải 2024-25 thêm 11,2%/7,0% do: (1) chúng tôi tăng DT vận tải dầu thô thêm 9,7%/8,4% để phản ánh giá cước vận tải dầu thô nội địa cao hơn và (2) chúng tôi tăng DT vận tải xăng dầu/hóa chất thêm 5,9%/4,3% để phản ánh sự đóng góp của các tàu chở xăng dầu/hóa chất mua mới
Dịch vụ hàng hải	703	708	0,6%	710	712	0,3%	717	719	0,3%	
Thương mại & Dịch vụ	927	927	0,0%	896	896	0,0%	895	895	0,0%	
<b>LN Gộp</b>	<b>1.690</b>	<b>1.871</b>	<b>10,7%</b>	<b>1.726</b>	<b>2.078</b>	<b>20,4%</b>	<b>1.794</b>	<b>1.961</b>	<b>9,3%</b>	
Vận tải	1.409	1.589	12,8%	1.454	1.806	24,2%	1.528	1.696	10,9%	
Dịch vụ hàng hải	203	205	0,5%	205	206	0,3%	207	207	0,3%	
Thương mại & Dịch vụ	77	77	0,0%	67	67	0,0%	59	59	0,0%	
<b>Biên LN gộp</b>	<b>19,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>1,4 điểm%</b>	<b>18,3%</b>	<b>20,2%</b>	<b>1,9 điểm%</b>	<b>18,5%</b>	<b>18,9%</b>	<b>0,4 điểm%</b>	Chúng tôi nâng giả định biên LN gộp năm 2024-25 nhờ giả định giá cước tàu chở dầu thô cao hơn sẽ thúc đẩy lợi nhuận hoạt động vận tải của PVT
Chi phí bán hàng	(13)	(13)	3,2%	(13)	(15)	9,3%	(14)	(15)	7,0%	
Chi phí quản lý DN	(329)	(339)	3,2%	(320)	(350)	9,3%	(323)	(345)	7,0%	
<b>EBIT</b>	<b>1.349</b>	<b>1.519</b>	<b>12,6%</b>	<b>1.393</b>	<b>1.714</b>	<b>23,1%</b>	<b>1.457</b>	<b>1.601</b>	<b>9,9%</b>	
<b>LN thuần từ HĐTC</b>	<b>42</b>	<b>(37)</b>	<b>-187,6%</b>	<b>66</b>	<b>(26)</b>	<b>-138,8%</b>	<b>95</b>	<b>37</b>	<b>-61,5%</b>	Chúng tôi giảm dự phóng LN tài chính thuần năm 2024-25 để phản ánh tác động của việc tổng dư nợ vay tăng do PVT đã đẩy mạnh giải ngân vốn để mở rộng đội tàu của mình. Tổng dư nợ vay của PVT tăng 46% so với đầu năm lên 5.380 tỷ đồng vào cuối Q3.23
LN khác	102	133	29,9%	45	67	50,2%	46	47	2,2%	
LNTT	1.520	1.643	8,1%	1.533	1.787	16,6%	1.629	1.717	5,4%	
<b>LN ròng</b>	<b>940</b>	<b>1.016</b>	<b>8,1%</b>	<b>974</b>	<b>1.135</b>	<b>16,6%</b>	<b>1.035</b>	<b>1.091</b>	<b>5,4%</b>	
EPS (đồng)	2.906	3.141	8,1%	3.009	3.508	16,6%	3.198	3.372	5,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

### Triển vọng thị trường vận tải dầu khí duy trì vững chắc

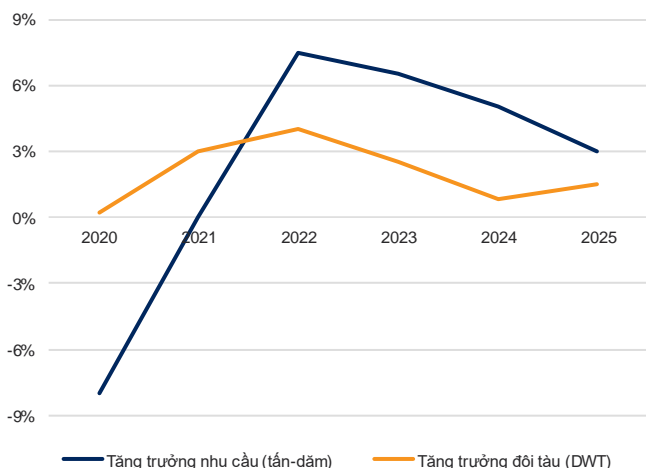
Điều kiện thị trường đối với hầu hết các loại hình vận tải Dầu khí vẫn duy trì vững chắc trong một vài năm tới.

Đối với thị trường vận tải dầu thô và nhiên liệu, theo Clarkson Research, các xu hướng hỗ trợ nhu cầu dự kiến sẽ tiếp tục ổn định ở cả lĩnh vực vận tải dầu thô và nhiên liệu, chủ yếu nhờ sự tăng trưởng mạnh mẽ trong dòng chảy thương mại năng lượng Đại Tây Dương-Châu Á và tác động (so với cùng kỳ) của sự chuyển dịch dòng chảy năng lượng liên quan đến Nga. Ngược lại, tăng trưởng đội tàu đường như rất hạn chế do đầu tư đã sụt giảm mạnh trong vài năm qua.

Đối với thị trường tàu chở hóa chất, Clarkson Research kỳ vọng triển vọng duy trì tích cực do cân bằng cung/cầu được cải thiện, được thúc đẩy bởi nhu cầu hóa chất gia tăng từ châu Á trong bối cảnh nguồn cung tàu tăng trưởng hạn chế.

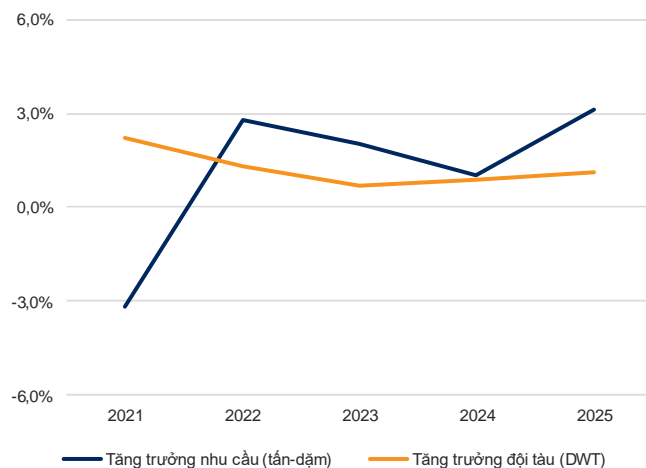
Cán cân cung/cầu hiện nay nhìn chung sẽ giúp giá cước thuê tàu chở dầu, hóa chất tiếp tục neo ở mức cao, đem lại lợi ích cho các doanh nghiệp có mức độ hoạt động cao trên thị trường quốc tế như PVT.

**Hình 5: Cung – cầu thị trường tàu chở dầu thô và nhiên liệu**



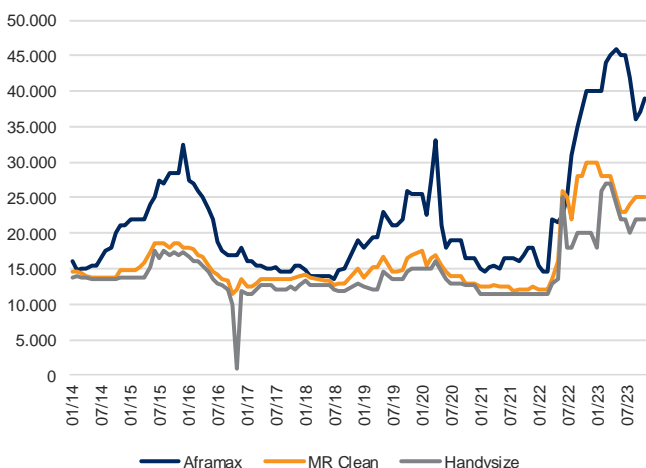
Nguồn: CLARKSON RESEARCH

**Hình 6: Cung – cầu thị trường tàu chở hóa chất**



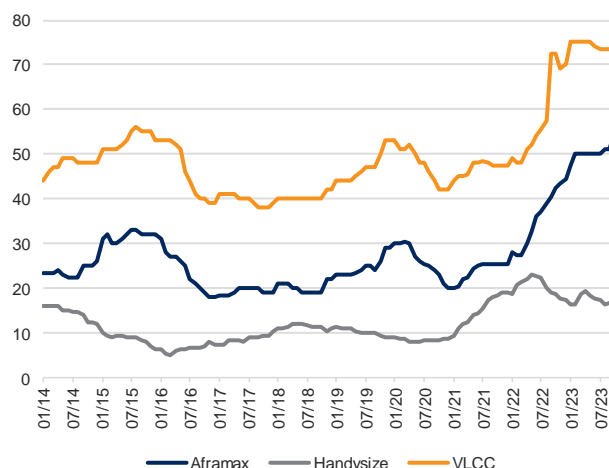
Nguồn: CLARKSON RESEARCH

**Hình 7: Chúng tôi kỳ vọng giá cước thuê tàu định hạn sẽ duy trì ở mức cao do cuộc khủng hoảng Ukraine đã điều chỉnh dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu (USD/ngày)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Giá tàu chở dầu 10 tuổi tăng mạnh kể từ năm 2022 (triệu USD)**



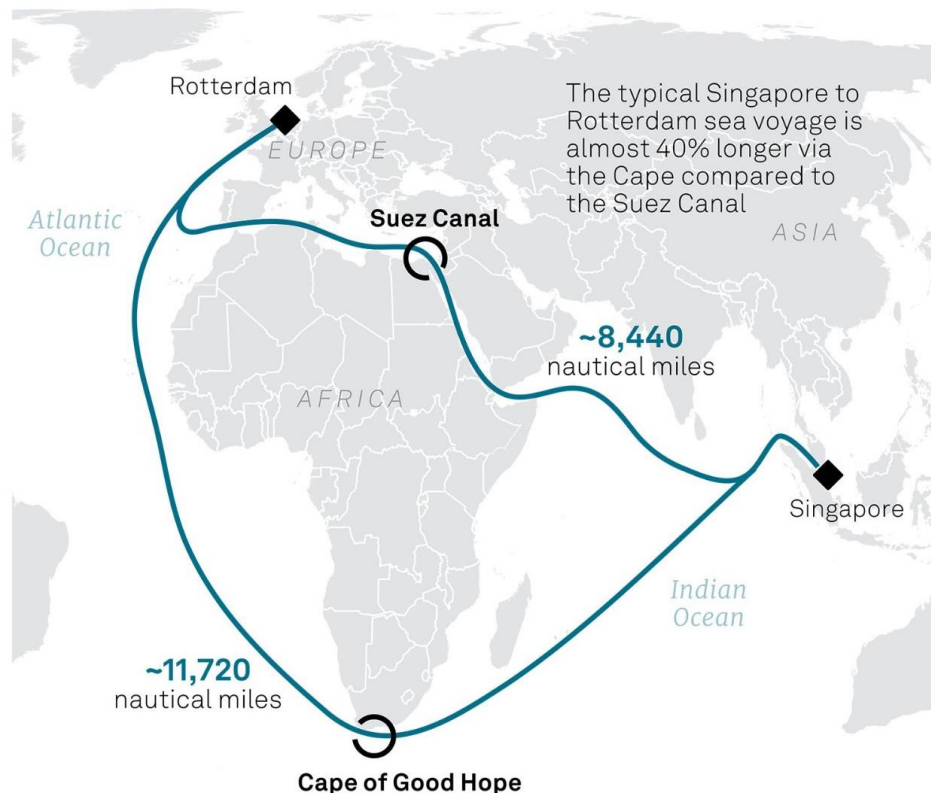
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

## Căng thẳng địa chính trị gia tăng có thể gây thêm bất ổn cho TT vận tải dầu khí

Gần đây, giá cước vận tải đã tăng lên với các khoản phụ phí rủi ro phát sinh sau các cuộc tấn công của phiến quân Houthis. Chúng tôi cho rằng căng thẳng khu vực leo thang (đơn cử như tại khu vực Biển Đỏ) là một rủi ro tiềm năng khác đối với thị trường vận tải dầu khí toàn cầu vì nó có thể đột ngột làm gián đoạn các tuyến hàng hải quan trọng, ảnh hưởng đến sự cân bằng vốn đã rất mong manh của thị trường vận tải dầu khí kể từ khi khủng hoảng Ukraine xảy ra.

Hình 9: Hải trình từ Singapore đến Rotterdam theo hướng đi qua Mũi Hào Vọng (Cape of Good Hope) dài hơn gần 40% so với qua Kênh đào Suez (Biển Đỏ)

### Suez Canal vs. Cape of Good Hope shipping routes



Source: Global Maritime Hub, S&P Global Commodity Insights

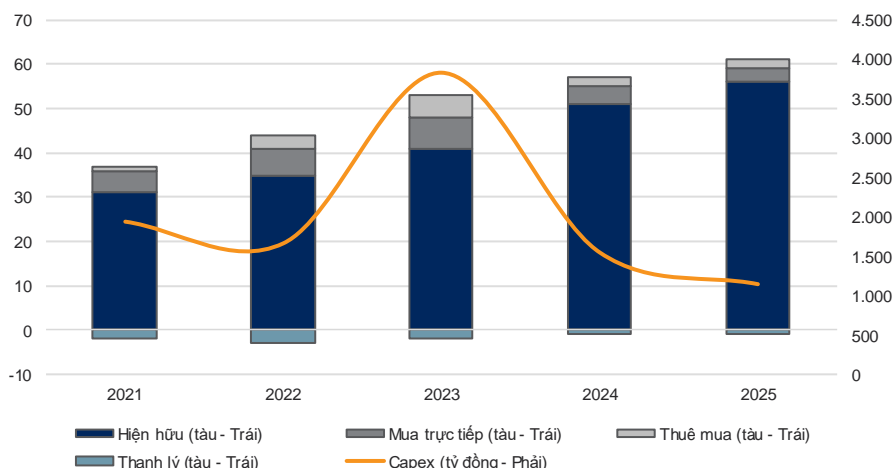
Nguồn: S&P GLOBAL

### Việc đẩy mạnh mở rộng đội tàu tạo tiền đề cho PVT hưởng lợi từ các điều kiện kinh doanh thuận lợi hiện nay

PVT đã đẩy mạnh trẻ hóa mạnh mẽ đội tàu chở dầu của mình kể từ năm 2021 với tổng vốn giải ngân là 6.700 tỷ đồng (276 triệu USD) để đầu tư 18 tàu (và thêm 9 tàu khác theo hình thức thuê mua). Trong bối cảnh lãi suất vay USD ở mức cao như hiện nay, chúng tôi nhận thấy thuê mua tàu là phương pháp thích hợp để PVT có thể mở rộng đội tàu một cách nhanh chóng, giảm gánh nặng tài chính trong ngắn hạn. Kết quả, công ty đã nâng đội tàu của mình từ 31 tàu vào cuối năm 2020 lên 51 tàu vào thời điểm hiện nay với tổng công suất tăng 65% lên khoảng 1,4 triệu DWT. Do giá cước thuê tàu toàn cầu vẫn đang neo ở mức cao, PVT sẽ tiếp tục hưởng lợi khi gia hạn hợp đồng vận tải cho đội tàu của mình trong thời gian tới, củng cố triển vọng tích cực của công ty trong năm 2024.



**Hình 10: Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tiếp tục đầu tư thêm lần lượt 6/5 tàu mới trong năm 2024-25**

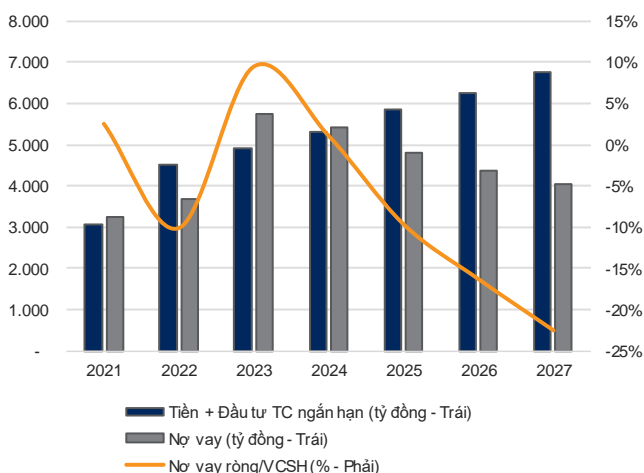


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### Một vài áp lực đến từ việc gia tăng nợ vay trong ngắn hạn

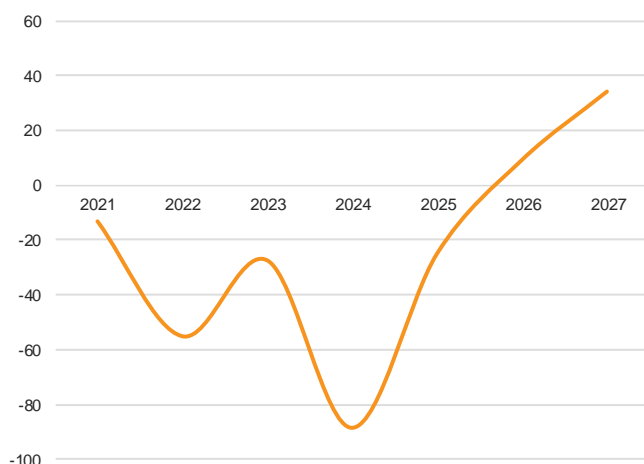
Do đẩy mạnh đầu tư vào đội tàu trong năm nay, tổng dư nợ của PVT đã tăng mạnh 46% sv. đầu năm lên 5.380 tỷ đồng (221 triệu USD) vào cuối Q3/23, gây áp lực lên LN của PVT do lãi suất USD vẫn đang ở mức cao. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng áp lực này sẽ được loại bỏ từ năm 2025 nhờ vào: (1) công ty sẽ tích lũy số dư tiền mặt lớn hơn nhờ khả năng sinh lời cao trong những năm tới, (2) tốc độ mở rộng đội tàu của PVT sẽ chậm lại trong năm 2024-26, và (3) lãi suất tại Mỹ kỳ vọng sẽ giảm dần từ giữa năm 2024. Do đó, chúng tôi dự phóng thu nhập lãi ròng của PVT sẽ ghi nhận mức dương từ năm 2025-26, đóng góp nhẹ vào KQKD của PVT.

**Hình 11: Chúng tôi kỳ vọng tỷ lệ nợ vay ròng/VCSH sẽ giảm đáng kể từ năm 2023 trở đi nhờ khả năng sinh lời cao hơn và tốc độ đầu tư chậm lại**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

**Hình 12: Thu nhập lãi ròng dự kiến sẽ ghi nhận mức dương từ năm 2025-26 trở đi (tỷ đồng)**

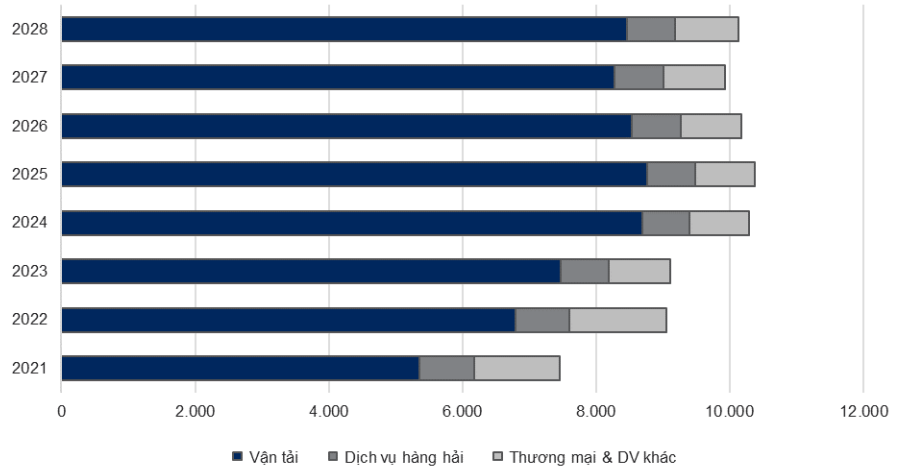


Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

### LN ròng của PVT sẽ tiếp đà tăng trưởng trong năm 2024

Chúng tôi kỳ vọng doanh thu của PVT sẽ tăng 13% svck trong 2024, chủ yếu nhờ doanh thu vận tải tăng trưởng 16% svck, đến từ sự đóng góp của các tàu mua mới. Cùng với việc giá cước thuê tàu dự kiến neo cao, chúng tôi dự phóng LN năm 2024 của PVT sẽ tăng 11,4% svck từ mức cao nhất năm 2023.

**Hình 13: Chúng tôi kỳ vọng DT của PVT sẽ đạt đỉnh vào năm 2025 do giá cước thuê tàu sẽ dần giảm khi nguồn cung tàu mới được bổ sung (tỷ đồng)**



Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

Trong giai đoạn 2025-28, chúng tôi dự phóng doanh thu của PVT sẽ đạt đỉnh vào năm 2025, sau đó giảm nhẹ vào năm 2026-28 (nhưng vẫn duy trì ở mức cao) do chúng tôi kỳ vọng giá cước thuê tàu toàn cầu sẽ giảm dần khi nguồn cung tàu mới được bổ sung.



## Định giá

### Nâng khuyến nghị thành Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 31.700 đồng/cổ phiếu

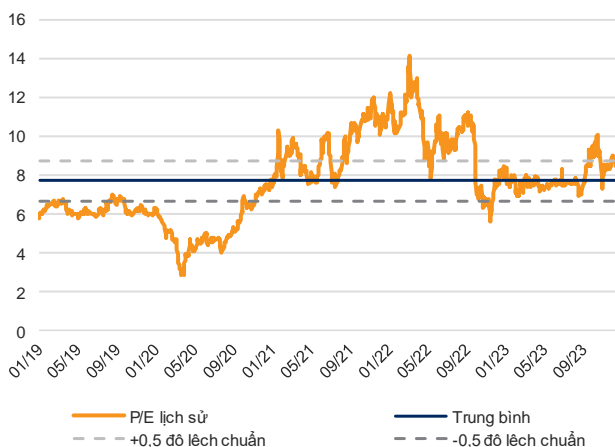
Chúng tôi nâng khuyến nghị thành Khả quan với giá mục tiêu cao hơn là 31.700 đồng, tương ứng tiềm năng tăng giá là 19,8%. Giá mục tiêu của chúng tôi dựa trên tỷ trọng bằng nhau của phương pháp định giá DCF và P/E mục tiêu năm 2024 là 8,7 lần (+0,5 sv. P/E trung bình 5 năm). Chúng tôi tin rằng PVT xứng đáng được giao dịch ở mức cao hơn so với P/E trung bình nhờ: 1) triển vọng tăng trưởng tích cực của doanh nghiệp, và 2) giá cước thuê tàu dự kiến tiếp tục neo ở mức cao.

**Hình 14: Giá mục tiêu**

Phương pháp	Giá trị hợp lý (VND)	Tỷ trọng (%)	Đóng góp (VND/cp)
DCF	32.837	50%	16.419
P/E năm 2024 của định giá DCF	9,4x		
P/E mục tiêu năm 2024 là 8,7x	30.517	50%	15.259
Giá mục tiêu			31.677
<b>Giá mục tiêu (làm tròn)</b>			<b>31.700</b>

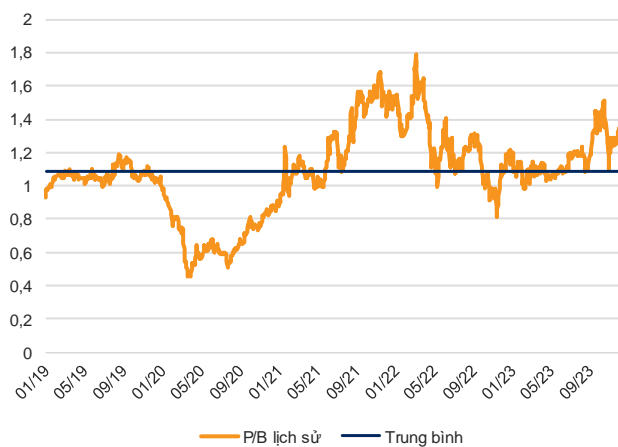
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 15: PVT được giao dịch ở mức P/E dự phóng 2024 là 7,6x, thấp hơn một chút so với P/E trung bình 5 năm. Mức định giá này tương đối hấp dẫn nhờ triển vọng tích cực của doanh nghiệp**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 16: P/B hiện cao hơn mức trung bình lịch sử nhờ việc giá trị đội tàu đang tăng**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

Giá mục tiêu chịu tác động bởi: 1) điều chỉnh dự phóng EPS năm 2024-25; 2) chuyển mô hình DCF sang năm 2024; và 3) giảm giả định WACC từ 13,3% xuống 12,6% khi hạ lãi suất phi rủi ro từ 3% xuống 2,7% (dựa trên lãi suất trái phiếu kỳ hạn 10 năm tính đến ngày 30 tháng 9) và [phần bù rủi ro thị trường](#) 10% xuống 9,6%.

**Hình 17: Chi phí VCSH**

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	2,7%
Beta	1,4
Phần bù rủi ro thị trường	9,6%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>16,1%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 18: WACC và Tăng trưởng dài hạn**

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	8.014
Nợ	3.691
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	20,0%
<b>WACC</b>	<b>12,6%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 19: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)

Tỷ đồng	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>10.295</b>	<b>10.375</b>	<b>10.169</b>	<b>9.926</b>	<b>10.124</b>
% svck	13,0%	0,8%	-2,0%	-2,4%	2,0%
GVHB & OPEX	(8.581)	(8.774)	(8.637)	(8.478)	(8.717)
EBIT	1.714	1.601	1.532	1.448	1.407
Biên LN hoạt động KD	16,6%	15,4%	15,1%	14,6%	13,9%
Thuế khã dụng	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
EBIT x (1-mức thuế)	1.371	1.281	1.226	1.158	1.126
+ Chi phí khấu hao	1.302	1.335	1.374	1.409	1.369
% doanh thu	12,6%	12,9%	13,5%	14,2%	13,5%
- Capex	(1.544)	(1.141)	(1.119)	(1.092)	(1.114)
% doanh thu	-15,0%	-11,0%	-11,0%	-11,0%	-11,0%
+ Thay đổi vốn lưu động	(105)	97	(113)	(34)	(152)
% doanh thu	-1,0%	0,9%	-1,1%	-0,3%	-1,5%
Chi phí lãi vay và các hoạt động tài chính khác	73	116	156	184	152
% doanh thu	0,7%	1,1%	1,5%	1,9%	1,5%
Dòng tiền tự do (UFCF)	1.097	1.688	1.525	1.626	1.382

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 20: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành vận tải Dầu khí

Công ty	Mã CK	Giá hiện tại (nội tệ)	Vốn hóa (USD tr)	Nợ vay ròng trên VCSH	Tăng trưởng DT (%)		Tăng trưởng EPS (%)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		ROA (%)	
					2023	2024	2023	2024	TTM	Hiện tại	2024	2023	2024	2023	2024	
VITACO	VTO VN	9.520	31	-14%	N/A	N/A	N/A	N/A	9,6	N/A	0,7	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
MISC Bhd	MISC MK	7,30	7.032	28%	-7,9%	0,4%	15,2%	6,7%	15,3	14,2	0,8	0,8	0,9%	0,8%	4,7%	4,9%
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	5,95	312	4%	-21,0%	11,1%	-47,7%	25,3%	10,4	5,2	0,4	0,4	0,4%	0,4%	2,6%	2,7%
Great Eastern Shipping	GESCO IN	997,8	1.712	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	8,5	1,4	N/A	N/A	N/A	2,3%	N/A
Trung bình					-14,5%	5,8%	-16,3%	16,0%	11,7	9,3	0,8	0,6	0,6%	0,6%	3,2%	3,8%
PVTrans	PVT VN	26.500	353	-10%	0,7%	13,0%	18,6%	11,7%	8,9	7,6	1,3	1,1	16,0%	16,1%	6,4%	6,4%
Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 21/12)																

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 21/12)

Hình 21: Bảng phân tích độ nhạy đối với định giá DCF

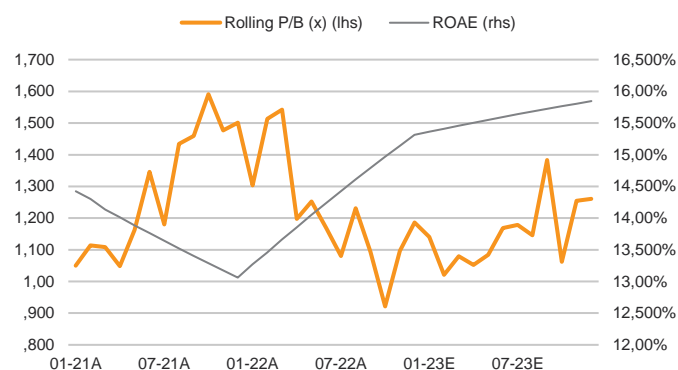
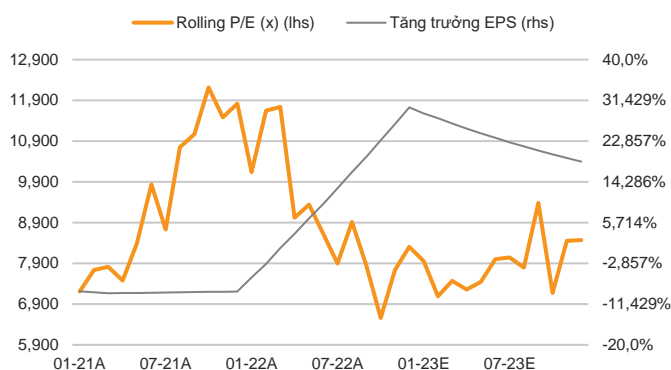
		Chi phí VCSH (%)				
		Cơ sở				
Tăng trưởng dài hạn (%)	Cơ sở	15,1%	15,6%	16,1%	16,6%	17,1%
		0,6%	34.207	33.107	32.069	31.088
		0,8%	34.643	33.512	32.447	31.440
		1,0%	35.096	33.932	32.837	31.805
		1,2%	35.565	34.368	33.242	32.182
		1,4%	36.051	34.819	33.661	32.572

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 là giá cước thấp hơn kỳ vọng và lãi suất (tại Mỹ) cao hơn so với dự kiến.

## Định giá



### Báo cáo KQ HKĐD

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Doanh thu thuần	9.111	10.295	10.375
Giá vốn hàng bán	(7.240)	(8.217)	(8.414)
Chi phí quản lý DN	(339)	(350)	(345)
Chi phí bán hàng	(13)	(15)	(15)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.519</b>	<b>1.714</b>	<b>1.601</b>
EBITDA thuần	2.773	3.015	2.936
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.254)</b>	<b>(1.302)</b>	<b>(1.335)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.519</b>	<b>1.714</b>	<b>1.601</b>
Thu nhập lãi	388	328	326
Chi phí tài chính	(425)	(354)	(321)
Thu nhập ròng khác	133	67	47
TN từ các Cty LK & LD	28	32	32
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.643</b>	<b>1.787</b>	<b>1.686</b>
Thuế	(323)	(351)	(331)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(304)	(301)	(284)
<b>LN ròng</b>	<b>1.016</b>	<b>1.135</b>	<b>1.071</b>
Thu nhập trên vốn	1.016	1.135	1.071
Cổ tức phổ thông	(97)	(162)	(324)
<b>LN giữ lại</b>	<b>919</b>	<b>973</b>	<b>748</b>

### Bảng cân đối kế toán

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
Tiền và tương đương tiền	2.053	2.322	2.695
Đầu tư ngắn hạn	2.842	2.984	3.133
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.373	1.551	1.421
Hàng tồn kho	179	203	184
Các tài sản ngắn hạn khác	231	261	263
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.677</b>	<b>7.321</b>	<b>7.698</b>
Tài sản cố định	9.833	10.076	9.882
Tổng đầu tư	338	343	348
Tài sản dài hạn khác	483	386	394
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17.332</b>	<b>18.126</b>	<b>18.321</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.258	1.183	1.052
Phải trả người bán	750	847	796
Nợ ngắn hạn khác	1.152	1.301	1.312
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.160</b>	<b>3.332</b>	<b>3.159</b>
Vay & nợ dài hạn	4.493	4.226	3.757
Các khoản phải trả khác	591	591	591
Vốn điều lệ và	3.237	3.237	3.237
LN giữ lại	2.313	2.954	3.559
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.828</b>	<b>7.472</b>	<b>8.079</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.260	2.506	2.735
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>17.332</b>	<b>18.126</b>	<b>18.321</b>

### Báo cáo LCTT

(tỷ VND)	12-23E	12-24E	12-25E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.643</b>	<b>1.787</b>	<b>1.686</b>
Khấu hao	1.254	1.302	1.335
Thuế đã nộp	(323)	(351)	(331)
Các khoản điều chỉnh khác	(425)	(340)	(366)
<b>Thay đổi VLĐ</b>	<b>(58)</b>	<b>(105)</b>	<b>97</b>
<b>LC tiền thuần HKĐD</b>	<b>2.092</b>	<b>2.293</b>	<b>2.421</b>
Đầu tư TSCĐ	(3.827)	(1.544)	(1.141)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	0	0	0
Các khoản khác	31	24	17
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(3.796)</b>	<b>(1.520)</b>	<b>(1.124)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	2.060	(342)	(600)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(97)	(162)	(324)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>1.963</b>	<b>(503)</b>	<b>(924)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.794	2.053	2.322
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>259</b>	<b>270</b>	<b>373</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	2.053	2.322	2.695

### Các chỉ số cơ bản

	12-23E	12-24E	12-25E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	11,2%	11,0%	10,3%
Vòng quay TS	0,58	0,58	0,57
ROAA	6,4%	6,4%	5,9%
Đòn bẩy tài chính	2,46	2,48	2,34
ROAE	15,8%	15,9%	13,8%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	55,0	55,2	50,0
Số ngày nắm giữ HTK	9,0	9,0	8,0
Số ngày phải trả tiền bán	37,8	37,7	34,5
Vòng quay TSCĐ	1,07	1,03	1,04
ROIC	6,9%	7,4%	6,9%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,2	2,4
Khả năng thanh toán nhanh	2,1	2,1	2,4
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,5	1,6	1,8
Vòng quay tiền	26,2	26,4	23,5
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	0,7%	13,0%	0,8%
Tăng trưởng LN từ HKĐD	23,1%	12,8%	(6,5%)
Tăng trưởng LN ròng	18,6%	11,7%	(5,6%)
Tăng trưởng EPS	18,6%	11,7%	(5,6%)

Nguồn: VND RESEARCH

## 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%

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** Định nghĩa:

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

-----  
**Barry Weisblatt - Giám đốc Phân tích**

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

**Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp**

Email: [hai.nguyenngoc2@vndirect.com.vn](mailto: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](mailto:research@vndirect.com.vn)

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