

Tổng Công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí (HOSE: PVT)

Ngành: Vận tải

BÁO CÁO

Ngày 12/06/2024

Giá mục tiêu 12 tháng	37.600 đồng/cổ phần
Giá thị trường	31.300 đồng/cổ phần
Lợi nhuận kỳ vọng	+20,1%

Khuyến nghị: TÍCH LŨY

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Thông tin cổ phiếu

Vốn hóa thị trường (tỷ đồng)	11.143
Số CP đang lưu hành (triệu)	356
Giá cao nhất 52 tuần (đồng)	32.600
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng)	18.780
KLCP trung bình 20 phiên	6.607.000
EPS (đồng/cp)	2.863
P/E (lần)	11,0
BVPS (đồng/cp)	19.780
P/B (lần)	1,6
Tỷ lệ sở hữu nước ngoài	14,6%
Tỷ lệ sở hữu nhà nước	51,0%

Thị trường vận tải hàng lỏng duy trì xu hướng tích cực

Thị trường vận tải hàng lỏng kỳ vọng duy trì xu hướng tích cực chủ yếu do nhu cầu vận chuyển tiếp tục tăng cao trong bối cảnh nguồn cung tàu giới hạn. Căng thẳng địa chính trị ở các nút giao thương trọng yếu ngày càng phức tạp làm gián đoạn dòng chảy thương mại dầu khí, các tàu phải di chuyển quãng đường xa hơn sẽ khiến giá cước tiếp tục neo ở mức cao.

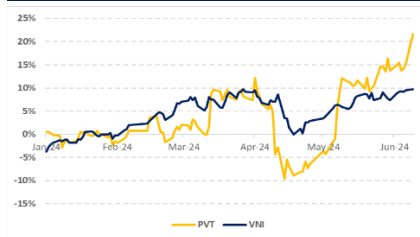
Đơn vị vận tải biển số 1 Việt Nam, là thành viên thuộc Tập đoàn PVN

PVT đang sở hữu đội tàu 52 chiếc với trọng tải gần 1,4 triệu DWT có ưu thế độc quyền vận tải dầu thô, LPG cho nội địa. Là doanh nghiệp hiếm hoi có lợi nhuận tăng trưởng liên tục 12 năm qua, đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận bình quân 16%, quy mô tài sản tăng trưởng ở mức 7% một năm, chỉ số ROE bình quân đạt 13% một năm.

Mở rộng quy mô – Trẻ hóa đội tàu

Hoạt động kinh doanh hiệu quả, triển vọng ngành tích cực cùng với cơ cấu vốn lành mạnh giúp PVT chủ động trong kế hoạch mở rộng quy mô đội tàu. Trong năm 2024, PVT dự kiến tiếp tục chi hơn 3.100 tỷ đồng để mua thêm tàu mới, nâng tổng công suất ước tính tăng thêm 40% so với năm 2023.

Diễn biến giá cổ phiếu



KQKD Q1/2024: Đội tàu mới thúc đẩy doanh thu tăng trưởng

Doanh thu Q1/2024 tăng 24% svck lên 2.536 tỷ đồng, chủ yếu nhờ ghi nhận tăng trưởng ở mảng vận tải (+26% svck lên 2.102 tỷ đồng). Tăng trưởng mảng vận tải được hỗ trợ bởi doanh thu từ các tàu mới đầu tư trong năm 2023 (12 tàu có tổng công suất ~378.000DWT đa phần được mua trong nửa cuối năm 2023). Do đó, mảng vận tải gia tăng sức ảnh hưởng khi chiếm đến 83% tổng doanh thu của PVT trong Q1/2024.

Biên Lợi nhuận gộp mở rộng đáng kể

Biên Lợi nhuận gộp trong Q1/2024 tăng 4,8 điểm % svck lên 20,7% nhờ biên LN gộp ở cả mảng vận tải (+5,7% điểm svck lên 21,3%) và mảng dịch vụ hàng hải (+7,8% điểm svck lên 38,6%) đều tăng trong bối cảnh giá cước thuê tàu tiếp tục neo cao. Theo đó, lợi nhuận gộp tăng 61% svck lên 526 tỷ đồng.

Biến động giá (%)

	1th	3th	6th
PVT	5,9	30,5	33,8
VNINDEX	3,2	4,0	14,1

Cơ cấu cổ đông

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51,0%
Khác	49,0%

Khuyến nghị: Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp so sánh EV/EBITDA và so sánh P/B với tỷ trọng 50/50 để xác định mức giá phù hợp cho PVT là **37.600 đồng/cp**, tương ứng với **tiềm năng tăng giá 20,1%**.

Kế hoạch kinh doanh

Chỉ tiêu	Đơn vị: tỷ VND	
	2024	Q1.2024
Doanh thu	8.800	2.536
LNST	950	306

Các yếu tố cần theo dõi:

- Diễn biến giá cước vận tải biển
- Tiến độ mở rộng đội tàu
- Biến động lãi suất, tỷ giá

Tóm tắt một số chỉ tiêu tài chính

(Tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu	7.460	9.047	9.556	11.680	12.351
Lợi nhuận gộp	1.238	1.655	1.838	2.291	2.402
LNST	835	1.156	1.222	1.390	1.435
ROE	12,0%	14,4%	13,5%	13,9%	12,8%
EBITDA	2.113	2.867	3.258	3.550	3.841
P/B (lần)	1,5	1,2	1,3	1,2	1,1
D/E	0,47	0,46	0,66	0,64	0,47

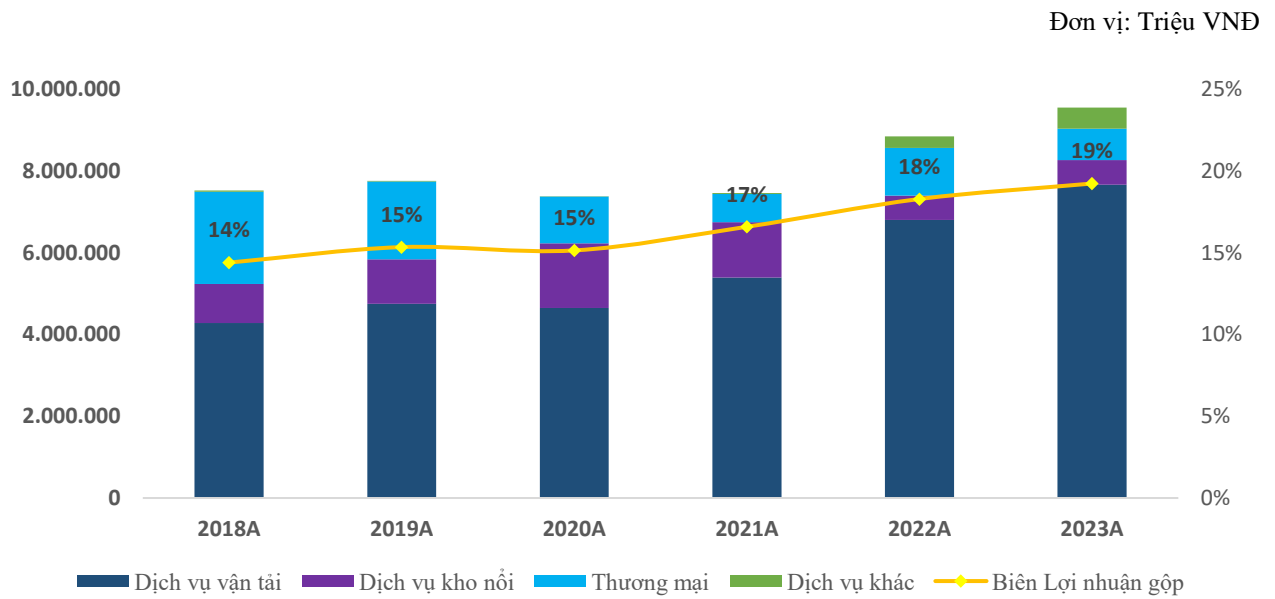
Chuyên viên phân tích:

Lê Nguyễn Anh Phương

Email: phuong.lna@bsi.com.vn

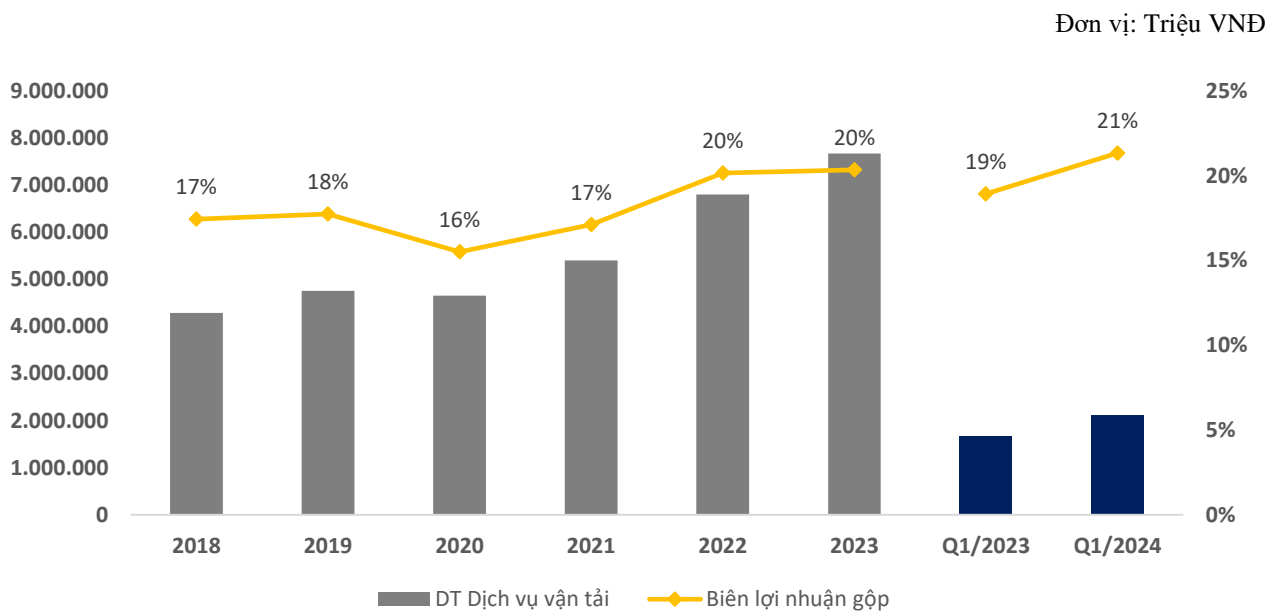
I. Mô hình kinh doanh

Cơ cấu doanh thu theo lĩnh vực



- **Dịch vụ vận tải:** Thế mạnh của công ty là vận tải hàng lỏng khi chuyên chở các mặt hàng như dầu thô, dầu sản phẩm, hóa chất, LPG. Gần 90% đội tàu của PVT đang hoạt động trên các tuyến quốc tế, kết hợp linh hoạt nhiều hình thức từ TC, SPOT, COA, bareboat đến khai thác trong pool. Đây là mảng kinh doanh chính và có tỷ trọng lớn nhất trong doanh thu của PVT, chiếm đến 80% cơ cấu doanh thu và đóng góp 85% vào lợi nhuận gộp của doanh nghiệp trong năm 2023.

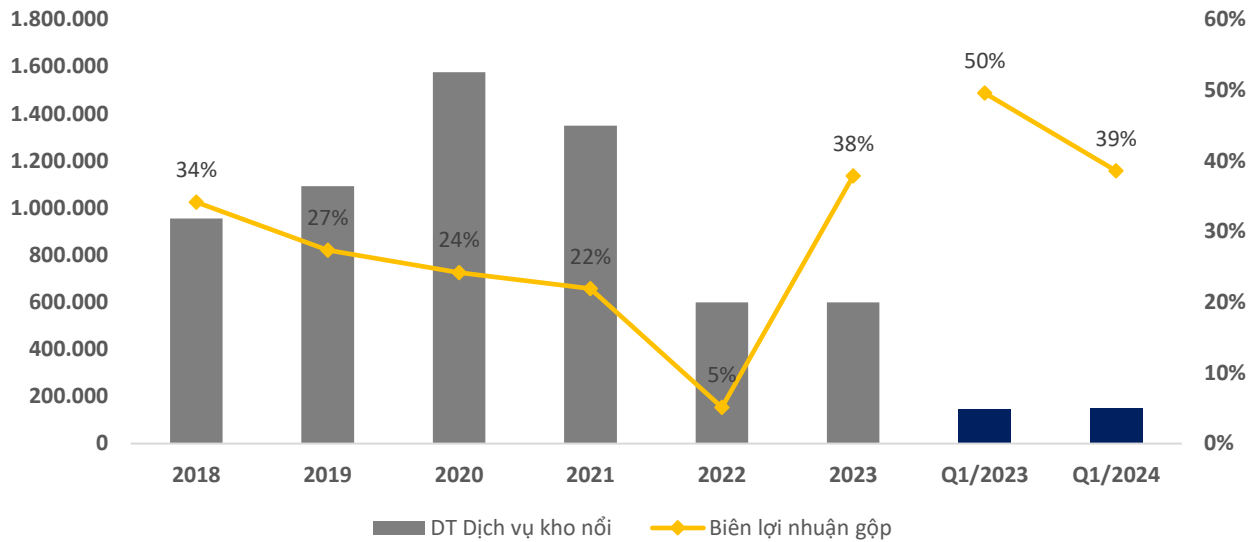
Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng Dịch vụ vận tải



- **Dịch vụ kho nổi:** PVT cung cấp dịch vụ cho thuê tàu FSO/FPSO để lưu trữ dầu thô sau khi khai thác từ các mỏ dầu trước khi chuyển vào đất liền và dịch vụ vận hành, bảo dưỡng (O&M) cho các dự án khai thác dầu thô. Do công ty không có kế hoạch phát triển dịch vụ này trong tương lai nên đóng góp của nó dần bị thu hẹp, năm 2023 chiếm 12% lợi nhuận gộp so với mức 30% giai đoạn 2018-2021.

Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng Dịch vụ kho nổi

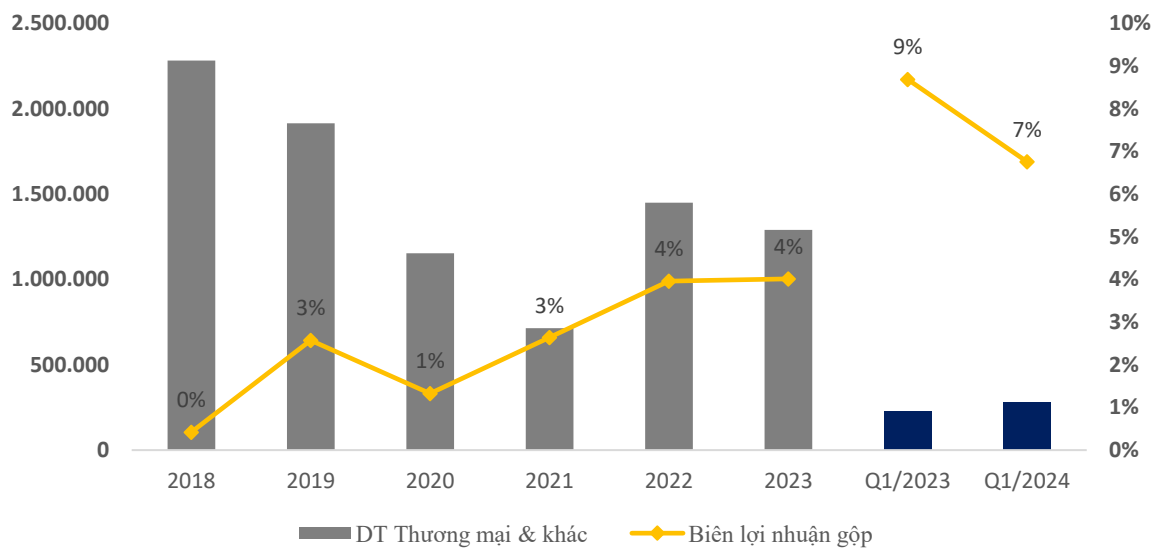
Đơn vị: Triệu VNĐ



- Thương mại & dịch vụ khác: Bao gồm các hoạt động như đại lý vận chuyển, cung cấp thủy thủ, dịch vụ sửa chữa và bảo trì tàu. Hoạt động thương mại đóng vai trò trong việc bù đắp chi phí nhiên liệu khi tàu trống hàng, do đó doanh thu biến động không ổn định qua các năm. Trong năm 2023, mảng này chiếm 13% doanh thu nhưng đóng góp chưa đến 3% vào lợi nhuận gộp.

Doanh thu và Biên lợi nhuận gộp mảng Thương mại & dịch vụ khác

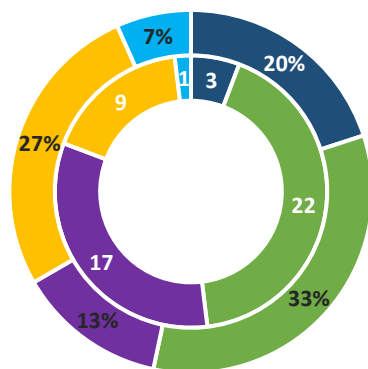
Đơn vị: Triệu VNĐ



1. Dịch vụ vận tải

Năm 2023 PVT đã đầu tư đáng kể để mua thêm 7 tàu mới trong giai đoạn nửa cuối năm khi giá tàu thế giới xuống thấp. Cụ thể, đầu năm 2023 chỉ 1.026 tỷ đồng, cuối năm 2023 chỉ 3.135 tỷ đồng mua tàu. Nâng quy mô đội tàu sở hữu hiện quản lý lên 51 tàu với tổng trọng tải gần 1,4 triệu DWT (tăng 39% so với năm 2022).

Cơ cấu đội tàu PVT tính đến Q1/2024



- Chờ dầu thô
- Chờ dầu/ hóa chất
- Chờ LPG
- Chờ hàng rời
- FSO/FPSO

Vòng trong: Số lượng tàu
Vòng ngoài: Tải trọng (DWT)

Nguồn: PVT, BETA tổng hợp

- Vận tải dầu thô (3 tàu)

Tàu dầu thô	Trọng tải (DWT)	Tuổi	Tuyến hoạt động
PVT Mercury	101.899	12	Vận chuyển dầu thô cho BSR
PVT Hera	105.387	16	Vận chuyển dầu thô cho BSR
PVT Apollo	105.465	18	Khai thác quốc tế
PVT Pioneer (VLCC)	~300.000		Vận chuyển dầu thô cho NMLD Nghi Sơn

Nguồn: PVN, BETA tổng hợp

Phân khúc vận tải dầu thô có 3 tàu Aframax, trong đó 1 tàu chạy tuyến quốc tế (Apollo) và 2 tàu chuyên trách vận tải dầu thô đầu vào cho nhà máy BSR. Trong Q1/2024, nhà máy BSR bảo dưỡng (từ 15/3 – 1/5) khiến sản lượng vận chuyển dầu thô giảm khoảng 3 chuyến trong Q1/2024 (ước tính doanh thu 70 tỷ đồng), nhưng được bù đắp bởi giá thuê tàu +10% YoY, giúp doanh thu vận tải dầu thô tăng 17% YoY, đạt 406 tỷ, đóng góp 16% trong tổng doanh thu. Kết quả, biên LNG kỳ này tăng lên 21,3% so với 15,7% trong Q1/2023.

- Vận tải xăng dầu thành phẩm/ hóa chất (22 tàu)

Tàu xăng dầu	Trọng tải (DWT)	Tuổi	Chú thích
PVT Dolphin	45.888	20	
PVT Oil Jupiter	8.758	14	
PVT Oil Saturn	8.760	20	
PVT Synergy	13.058	18	
PVT Neptune	20.056	16	
PVT Aurora	13.005	14	
PVT Venus	13.006	14	
PVT Azura	20.527	14	
PVT Dawn	20.532	18	
Shamrock Jupiter	20.527	14	
PVT Orion	20.527	18	Được tiếp nhận vào tháng 3/2022
PVT Estella	20.632	12	Được tiếp nhận vào tháng 6/2022
Aquarius	19.928	16	Được tiếp nhận vào tháng 7/2022
PVT Sunrise	18.950	13	Được tiếp nhận vào tháng 5/2023
PVT Jupiter	20.832	16	Được tiếp nhận vào tháng 6/2023
Pacific Era	20.850	13	Được tiếp nhận vào tháng 7/2023
PVT Clara	20.831	15	
PVT Solana	20.830	14	Được tiếp nhận vào tháng 10/2023
PVT Avira	45.902	14	Được tiếp nhận vào tháng 3/2022
NV Minerva			Thuê - mua bareboat
NV Athena			Thuê - mua bareboat

Nguồn: PVT, BETA tổng hợp

Hiện tại 22 trên 52 tàu của PVT phục vụ phân khúc vận tải hóa chất, bao gồm 3 loại tàu chính: 13.000 DWT, 20.000 DWT và tàu MR. Đa số các tàu của PVT ký hợp đồng định hạn (TC) với thời hạn từ 6 tháng đến 1 năm, trong đó chi phí nhiên liệu do khách thuê chịu nên biến động giá nhiên liệu sẽ không ảnh hưởng đến chi phí hoạt động của PVT. Ngoài hình thức cho thuê định hạn, PVTrans đang khai thác các tàu hóa chất trong hiệp hội tanker pool, tận dụng cơ hội thị trường để đem lại hiệu quả khai thác cao hơn.

- Vận tải khí LPG (17 tàu)

Tàu vận tải LPG	Trọng tải (DWT)	Tuổi	Chú thích
Cửu Long Gas	2.999	28	
Hồng Hà Gas	1.601	31	
Việt Gas	1.601	21	
Sài Gòn Gas	2.999	28	
Oceanus 09	2.999	28	
Oceanus 08	3.753	24	
Annie Gas 09	3.757	22	
Thăng Long Gas	4.002	18	
Lady Hana	4.002	17	
Lady Linh	4.002	16	
Lady Favia	4.002	15	
Đà Nẵng Gas	3.851	25	
NV Aquamarine	3.851	24	
Global Liberty	4.957	17	Được tiếp nhận vào tháng 7/2023
MT Iris			Thuê - mua bareboat
Morning Kate			Thuê - mua bareboat

Nguồn: PVT, BETA tổng hợp

Đối với phân khúc vận tải khí LPG, tiếp tục đáp ứng tốt nhu cầu vận tải của BSR, PVGas,... giữ vững 100% thị phần thị trường nội địa. Ngoài ra, PVT cũng tăng cường cho các tàu khai thác trên tuyến quốc tế (trong đó có 2 tàu VLGC) để từng bước tạo những mối quan hệ với các chủ hàng lớn của khu vực.

- Vận tải than, hàng rời (9 tàu)

Tàu hàng rời	Trọng tải (DWT)	Tuổi	Chú thích
Aroma	27.112	16	
Sapphire	56.024	18	Được tiếp nhận vào tháng 6/2022
Bulk Orianna	56.000	16	
Epic 09	96.918	13	Được tiếp nhận vào tháng 9/2023
PVT Pearl	57.334	18	Được tiếp nhận vào tháng 10/2023
PVT Diamond	55.623	13	Được tiếp nhận vào tháng 5/2021
Nord Hakata			Thuê - mua bareboat

Nguồn: PVT, BETA tổng hợp

Công ty khai thác các tàu chở hàng rời trên thị trường quốc tế theo phương thức cho thuê tàu chuyên dài hạn và tham gia vận tải than nội địa cho các nhà máy Sông Hậu 01, Nhiệt điện Duyên Hải, Vũng Áng.

2. Dịch vụ kho nổi

Dịch vụ	Trọng tải	Mở khai thác	Khách hàng
Cho thuê tàu FSO/FPSO			
Tàu FSO Đại Hùng Queen	104.518	Đại Hùng	PVEP-POC
Vận hành, bảo dưỡng (O&M)			
Tàu FSO Đại Hùng Queen	104.518	Đại Hùng	PVEP-POC
DA phát triển mỏ SVĐN		SVĐN	Idemitsu Kosan (Nhật Bản)

Nguồn: PVT, BETA tổng hợp

Hiện PVT đang có hợp đồng cho thuê tàu FSO Đại Hùng Queen với PVEP – POC vào T5/2015 với thời hạn hợp đồng là 10 năm, trong đó giá thuê tàu sẽ được điều chỉnh theo biến động giá dầu thô.

Dịch vụ kỹ thuật hàng hải dầu khí FSO/FPSO PVTrans tiếp tục vận hành ổn định, an toàn tàu FSO PVN Đại Hùng Queen tại mỏ Đại Hùng, hoàn thành tốt các chỉ tiêu kế hoạch. Tiếp tục thực hiện tốt hợp đồng O&M cho Dự án mỏ Sao Vàng Đại Nguyệt của Idemitsu, không để xảy ra sự cố dừng sản xuất do lỗi kỹ thuật và khiếu nại từ phía khách hàng về chất lượng dịch vụ.

II. Đánh giá Kết quả kinh doanh Quý 1/ 2024

Đơn vị: Triệu đồng

Quý	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023	Q4 2023	Q1 2024	Nhận xét
Doanh thu thuần	2.043.025	2.115.062	2.550.625	2.752.790	2.536.107	Doanh thu Q1/2024 tăng 24% svck thúc đẩy bởi mảng Dịch vụ vận tải đóng góp 83% tỷ trọng doanh thu.
QoQ %	-16%	4%	21%	8%	-8%	
YoY %	1%	-6%	9%	13%	24%	
- Dịch vụ vận tải	1.666.380	1.801.269	1.961.275	2.149.313	2.102.940	Mảng vận tải bổ sung công suất từ các tàu mới và giá cước vận tải và cho thuê định hạn tăng cao.
- Dịch vụ kho nổi	148.301	149.674	153.717	153.285	150.841	Mảng dịch vụ kho nổi đi ngang khi vẫn khai thác FSO tại mỏ Đại Hùng và thực hiện tốt hợp đồng O&M cho dự án mỏ SVĐN.
- Thương mại	23.331	26.360	159.948	280.172	111.546	
- Khác	205.013	137.759	275.685	170.020	170.780	
Lợi nhuận gộp	326.479	490.214	515.777	501.244	525.948	Lợi nhuận gộp tăng mạnh svck và quý liền trước nhờ Biên lợi nhuận gộp của mảng vận tải mở rộng lên 21,3% (so với Q4/23 là 18,9%).
QoQ %	-26%	50%	5%	-3%	5%	
YoY %	12%	11%	24%	14%	61%	
Chi phí SG&A	60.143	103.741	94.264	166.636	80.069	
Lợi nhuận từ HĐKD	281.592	404.431	356.660	299.243	371.509	
Lợi nhuận tài chính	8.428	11.583	(70.158)	(43.274)	(77.034)	
Chi phí lãi vay	69.944	77.823	88.299	107.335	107.622	
LN trước thuế	300.666	488.654	398.990	357.315	385.541	
LN sau thuế	240.158	390.274	321.038	267.734	306.173	
LN sau thuế và CĐTS	181.870	309.143	249.189	230.165	230.924	Lợi nhuận ròng tăng 27% svck.
QoQ %	-12%	70%	-19%	-8%	0%	
YoY %	19%	49%	-8%	11%	27%	
Biên lợi nhuận gộp	16,0%	23,2%	20,2%	18,2%	20,7%	Các chỉ số về khả năng sinh lời đều cải thiện tích cực.
Biên lợi nhuận ròng	11,8%	18,5%	12,6%	9,7%	12,1%	
ROE	2,9%	4,6%	3,7%	3,0%	3,3%	
ROA	1,7%	2,6%	1,9%	1,5%	1,7%	

III. Đánh giá Sức khỏe Tài chính

Chỉ tiêu	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	Q1/2024
Cấu trúc vốn & Khả năng trả nợ						
Nợ/ VCSH	0,6	0,4	0,5	0,5	0,7	0,6
Nợ/EBITDA	2,0	1,5	1,7	1,5	2,1	1,6
Nợ ngắn hạn/ Tổng nợ	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
EBIT/ Lãi vay	5,5	6,0	6,7	5,8	4,0	4,6
Tiền và đầu tư ngắn hạn/ Tổng tài sản	0,2	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Tài sản cố định/ Tổng tài sản	0,6	0,5	0,6	0,5	0,6	0,55
Dòng tiền từ HĐKD (triệu đồng)	1.179	1.536	829	2.172	1.699	567
Hệ số Khả năng thanh toán						
Thanh toán hiện hành	1,5	1,9	2,0	2,1	1,9	2,0
Thanh toán nhanh	1,5	1,9	1,9	2,0	1,8	1,9
Hệ số Khả năng sinh lời						
Tăng trưởng doanh thu (YoY)	3,1%	-4,8%	1,1%	21,3%	5,6%	24,1%
Tăng trưởng LNST (YoY)	5,2%	1,2%	0,5%	38,5%	5,7%	27,5%
ROE	14,4%	13,2%	12,0%	14,4%	13,5%	13,1%
ROA	7,5%	7,5%	6,7%	8,1%	7,0%	7,0%
Biên Lợi nhuận gộp	14,4%	15,4%	15,1%	16,6%	18,3%	20,7%
Biên Lợi nhuận ròng	10,6%	11,2%	11,2%	12,8%	12,8%	12,1%

Cơ cấu vốn lành mạnh, duy trì ổn định qua các năm thể hiện khả năng tự chủ về tài chính để đáp ứng các nhu cầu đầu tư và phát triển đội tàu của PVT. Ngoài ra, dòng tiền từ HĐKD tốt đem lại dòng tiền dương hàng năm tạo điều kiện thuận lợi tài trợ cho kế hoạch đầu tư của doanh nghiệp.

Khoản tương đương tiền và tài sản cố định chiếm hơn 80% tổng tài sản của PVT. Đáng chú ý, những năm gần đây công ty đã rút ngắn thời gian khấu hao tàu cho một số công ty con khiến giá trị còn lại của tài sản cũng sẽ ghi nhận thấp hơn. Tỷ lệ TSCĐ/Chi phí khấu hao trong năm 2023 là 7,4 năm, trong khi đội tàu của PVT được đánh giá trẻ hơn so với trung bình thế giới.

Hệ số thanh toán hiện hành và hệ số thanh toán nhanh tại Q1/2024 là 2,0 và 1,9 lần. Các chỉ số này được duy trì ở mức cao qua các năm cho thấy PVT đảm bảo khả năng thanh toán các khoản nợ ngắn hạn.

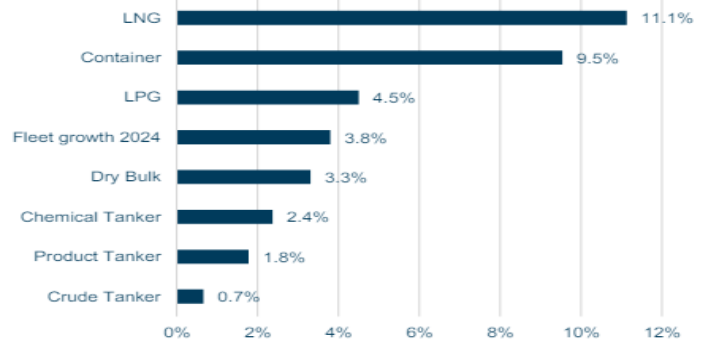
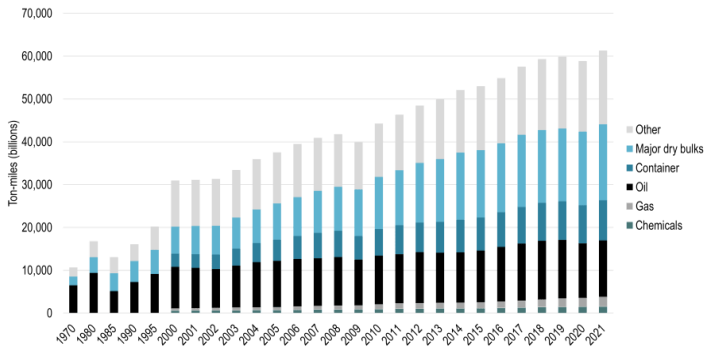
Trong giai đoạn 2019-2023, doanh thu và LNST của PVT tăng trưởng tương đối cao với CAGR lần lượt là 5,3% và 10,5% cho thấy hiệu quả trong hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp. Các chỉ số khả năng sinh lời của doanh nghiệp vẫn duy trì ổn định và hấp dẫn.

IV. Triển vọng kinh doanh

1. Triển vọng thị trường

Thương mại đường biển thế giới theo loại hàng hóa

Mở rộng công suất của từng đội tàu trong năm 2024



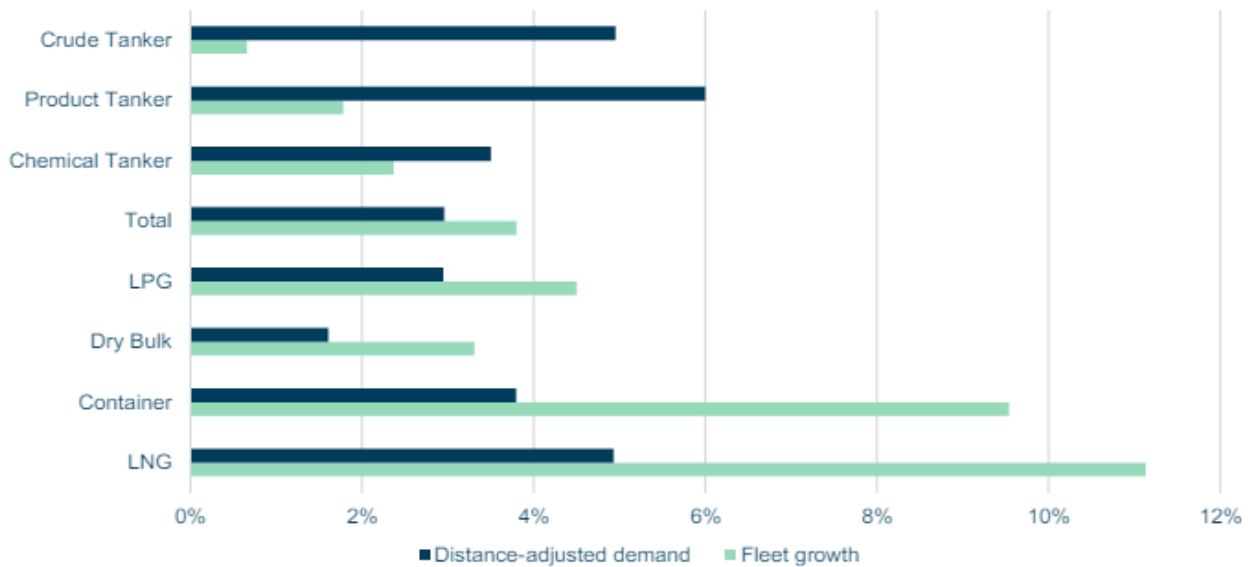
Nguồn: Clarksons

Sau cuộc chiến Nga-Ukraine khiến giao thương dầu khí tại khu vực Biển Đen bị thay đổi, một số nước phải điều chỉnh chiến lược nhập khẩu và tìm kiếm các đối tác mới. Ngành vận tải hàng lỏng tiếp tục được hỗ trợ mạnh bởi các xung đột địa chính trị ngày càng phức tạp trên thế giới, làm gián đoạn dòng chảy thương mại dầu khí và kéo dài sự gián đoạn của chuỗi cung ứng.

Hai kênh đào quan trọng đối với vận chuyển hàng hải thế giới bị gián đoạn khiến các nước tìm cách chuyển hướng vận chuyển. (1) Kênh đào Panama do hạn hán từ tháng 11, lượng tàu đi qua so với mức trung bình sẽ bị hạn chế xuống còn 25 chiếc/ngày, so với mức 31 chiếc/ngày từ đầu năm 2023. Đến trước tháng 2-2024, kênh đào này sẽ chỉ cho phép 18 tàu đi qua mỗi ngày. (2) Kênh đào Suez giảm 36% số tàu đi qua trong đầu năm 2024 bởi căng thẳng leo thang trên Biển Đỏ khiến nhiều công ty vận tải phải điều hướng đi qua Mũi Hảo Vọng với quãng đường di chuyển xa hơn.

Nhìn vào biểu đồ ở dưới có thể thấy 3 phân khúc là tàu chở dầu, sản phẩm xăng dầu và hóa chất dự kiến có tình hình kinh doanh tốt khi nguồn cung tăng trưởng nhanh trong khi tốc độ phát triển công suất đội tàu chậm lại.

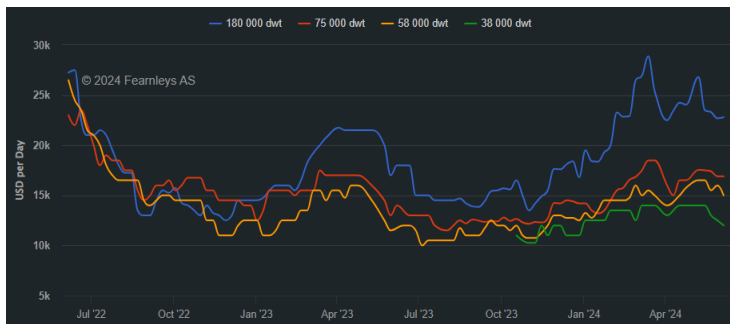
Ước tính tăng trưởng Cung – Cầu các đội tàu năm 2024



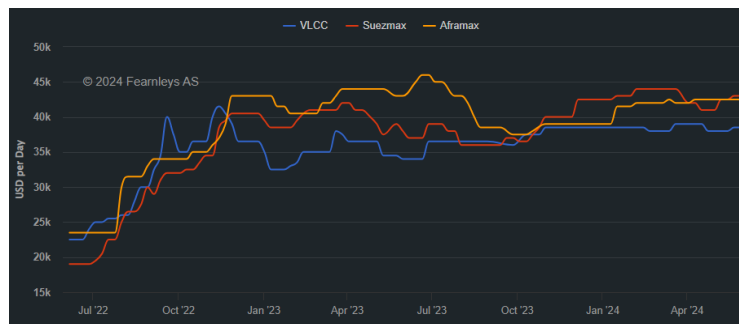
Nguồn: Clarksons

- **Vận chuyển dầu thô:** Triển vọng tích cực cho vận tải dầu 2024 khi nguồn cung không tăng theo kịp tăng trưởng nhu cầu. Theo báo cáo của Clarksons, khối lượng luân chuyển dầu thô bằng đường biển (tấn-dặm) tăng 5,2% trong khi đội tàu dầu thô chỉ tăng trưởng ở mức 3,7% trong năm 2023.
- **Tàu chở xăng dầu/ hóa chất:** Dự kiến trong thời gian tới, Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn tiếp tục duy trì công suất ở mức cao và Tổ hợp hóa dầu Long Sơn đi vào vận hành thương mại trong quý 3 năm 2024 sẽ giúp tăng số chuyến vận chuyển trong nước. Cùng chung xu hướng với thị trường vận tải dầu thô, thị trường tàu chở dầu sản phẩm cũng có triển vọng thuận lợi nhờ nhu cầu hóa chất tại châu Á, đặc biệt là tại Trung Quốc. Theo báo cáo của Clarksons, dự kiến tăng trưởng đội tàu chỉ 2% trong khi nhu cầu tàu chở sản phẩm theo tấn-dặm dự kiến sẽ tăng 6% vào năm 2024.
- **Tàu chở khí hóa lỏng :** Thị trường vận tải LPG năm 2024 sẽ hạ nhiệt so với năm 2023 do tăng trưởng cung cầu gần như cân bằng sau khi nhiều tàu VLGC trở lại khai thác sau thời gian bảo dưỡng. Do đó, giá thuê tàu VLGC định hạn đã giảm mạnh kể từ tháng 1/2024. Tuy nhiên, PVT không gặp rủi ro về giá cước thấp hơn do 2 tàu VLGC (Tàu chở khí cực lớn) của PVT đã ký được hợp đồng thuê tàu định hạn 2 năm với mức giá cao hơn hiện tại, từ tháng 6/2023 đến tháng 6/2025.
- **Tàu chở hàng rời (than):** Giá cước tàu chở hàng rời trên toàn cầu đang tiếp tục phục hồi tích cực kể từ quý 4/2023 với động lực tăng trưởng đến từ: (1) hoạt động xuất khẩu quặng sắt sôi động từ Brazil; (2) hoạt động vận chuyển ngũ cốc ổn định tại Đại Tây Dương Nhu và (3) cầu than toàn cầu dự kiến duy trì ở mức cao, được thúc đẩy bởi ngành sản xuất điện ở Trung Quốc và Ấn Độ.

Giá cước vận tải hàng rời định hạn 1 năm



Giá cước vận tải dầu thô định hạn 1 năm



Giá cước vận tải LPG giao ngay



Giá cước các sản phẩm dầu tinh chế (BAIT)



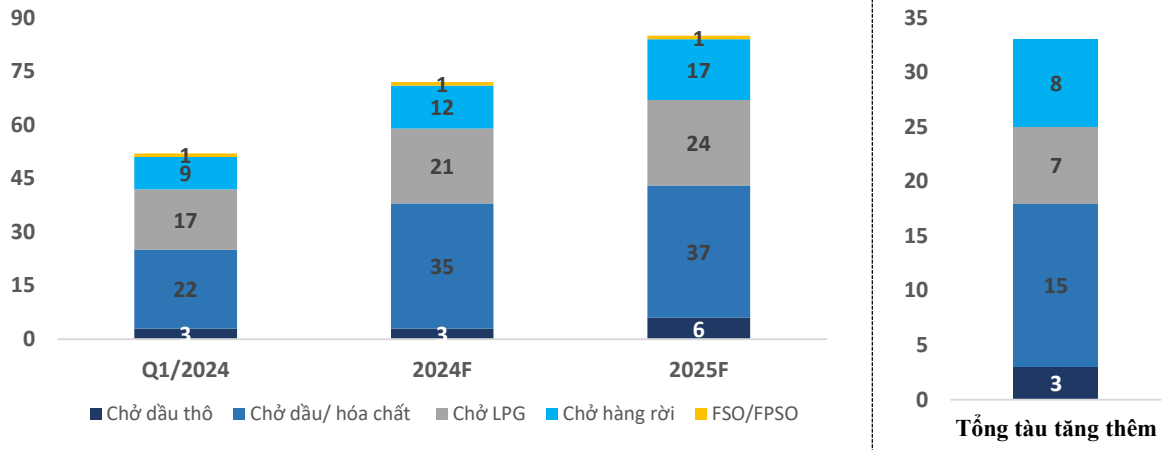
Nguồn: Fearnleys, Investing

2. Kế hoạch đầu tư mở rộng đội tàu

Trong năm 2024, PVT tiếp tục có kế hoạch mở rộng công suất đầy tham vọng sau khi đầu tư đáng kể trong năm 2023, công ty dự kiến chi hơn 3.100 tỷ đồng để tiếp tục mua 3-5 tàu. Cụ thể, sẽ đầu tư 58 triệu USD vào dự án chuyển tiếp năm ngoài để đầu tư 1 tàu VLGC hoặc 1 tàu Aframax hoặc 2 tàu MR; đầu tư 22 triệu USD vào dự án chuyển tiếp từ năm ngoài để đầu tư 1 tàu dầu hoá chất hoặc 1 tàu hàng rời; và đầu tư 52 triệu USD, đây là dự án đầu tư mới trong năm 2024 vào 2 tàu MR hoặc 1 tàu Aframax.

Trong dài hạn, Ban Lãnh đạo đặt kế hoạch mở rộng đội tàu tốc độ vượt bậc với mục tiêu 85 tàu vào năm 2025. Chuyển dịch đội tàu từ mảng chở xăng dầu sang mảng hóa chất, LNG sau khi đánh giá nhu cầu thị trường này sẽ tăng trưởng tốt và giá cước ổn định hơn.

Kế hoạch mở rộng đội tàu đến năm 2025

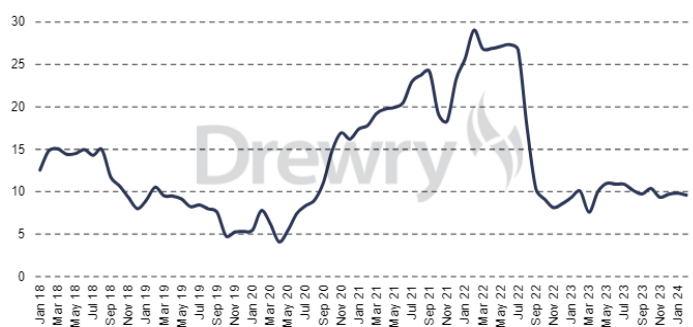


Nguồn: PVT, BETA tổng hợp

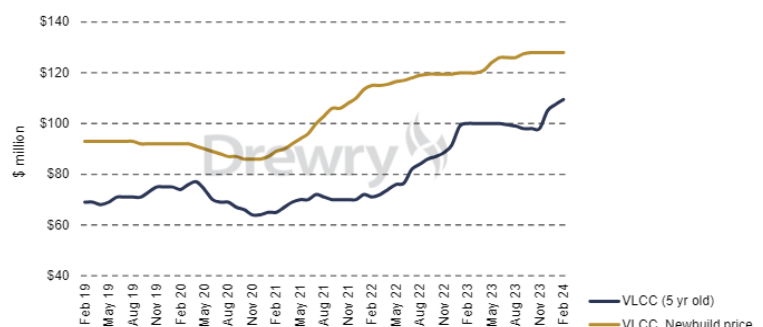
Hiện tại, giá tàu chở dầu đang tăng rất nóng, ở mức cao nhất trong 15 năm qua trong bối cảnh ảnh hưởng bởi yếu tố cung cầu cơ bản của thị trường. Khi giá cước vận tải cao và nguồn cung không đáp ứng đủ đã củng cố giá trị của tàu cũ, thì lượng hàng sẵn có hạn hẹp của cơ sở đóng tàu đã làm tăng giá đóng mới.

Chúng tôi đánh giá kế hoạch đầu tư mở rộng này sẽ khó có thể đúng tiến độ khi suất đầu tư tàu mới hiện tại rất cao sẽ khiến doanh nghiệp gặp rủi ro lớn khi thị trường điều chỉnh. Thêm vào đó, tỷ lệ D/E ở mức cao so với những năm trước đây khiến kế hoạch sử dụng vốn để tài trợ kế hoạch trong thời gian ngắn bị hạn chế.

Giá tàu VLCC cũ 5 năm / EBITDA



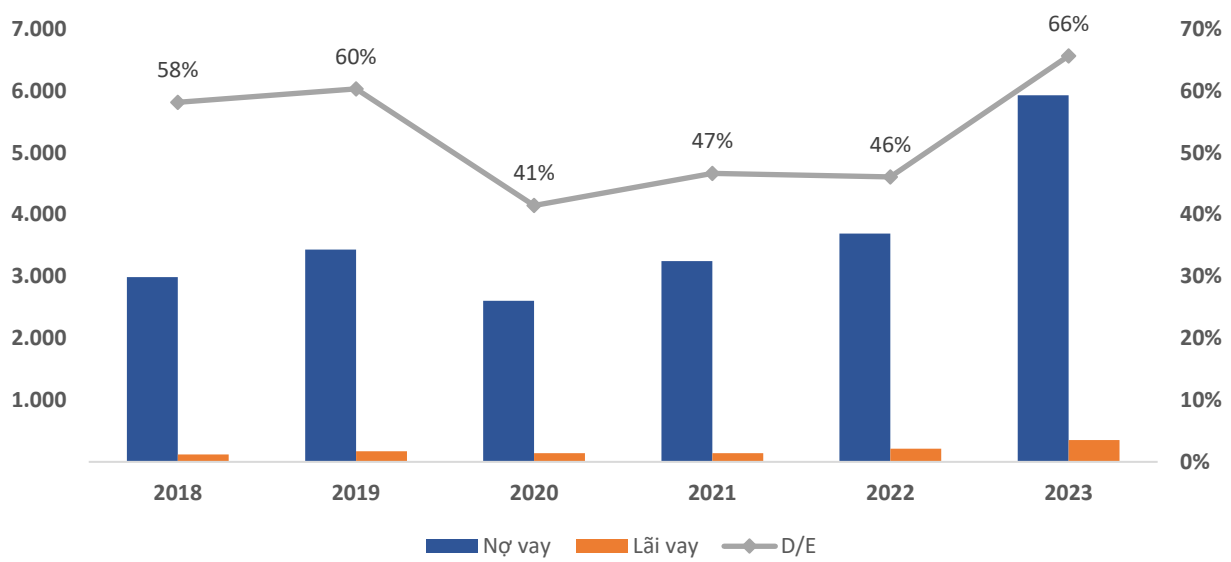
Diễn biến giá tàu VLCC



Nguồn: Drewry

Tình hình Nợ vay của doanh nghiệp

Đơn vị: Tỷ đồng



3. Rủi ro và thách thức

Biến động giá cước: Ký hợp đồng với giá cước thấp hơn dự kiến là rủi ro lớn nhất ảnh hưởng đến kết quả kinh doanh của doanh nghiệp. Hiện tại hơn 85% đội tàu của PVT khai thác tuyến quốc tế cho nên khá nhạy cảm với giá cước tác động bởi các yếu tố nguồn cung, nhu cầu, địa chính trị trên toàn cầu.

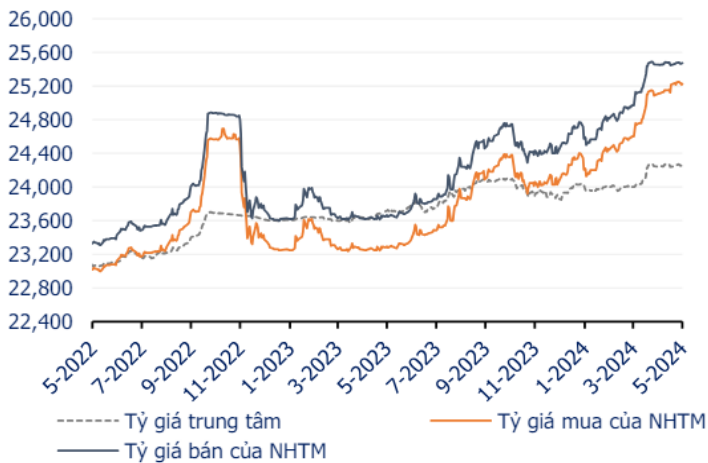
Chi phí nguyên vật liệu chiếm khoảng 43% tổng chi phí của doanh nghiệp. Các tàu chạy tuyến nội địa của PVT đều theo hình thức giá giao ngay (spot) sẽ bị ảnh hưởng bởi giá nhiên liệu đầu vào, còn đối với hình thức cho thuê định hạn thì bên thuê tàu sẽ chịu chi phí nhiên liệu.

Biến động tỷ giá: Do đặc thù ngành vận tải biển có vốn đầu tư lớn và nhu cầu vay nợ cao, đặc biệt là các khoản vay bằng đồng ngoại tệ, nên biến động của tỷ giá sẽ ảnh hưởng nhiều đến việc chi trả lãi vay và vốn gốc của các doanh nghiệp. Tuy nhiên, hơn một nửa nguồn thu từ mảng vận tải của PVT là trên thị trường quốc tế sẽ bù đắp lại phần rủi ro này.

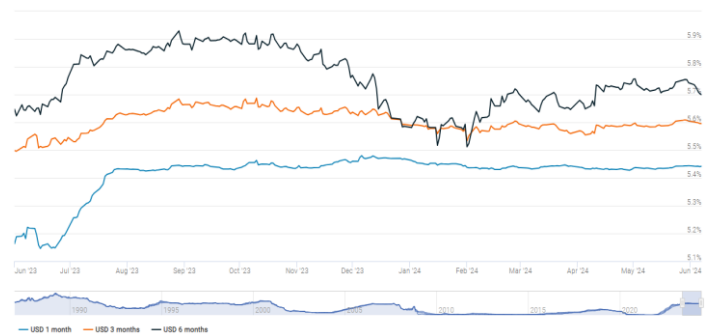
Biến động lãi suất: Nhằm đáp ứng vốn đầu tư lớn để mở rộng đội tàu trong năm 2023, khoản vay dài hạn của doanh nghiệp tăng 75%. Trong những năm tiếp theo, với kế hoạch tiếp tục đầu tư thêm tàu mới của doanh nghiệp tài trợ bởi một phần bởi nguồn vốn vay sẽ gây áp lực lên kết quả kinh doanh nếu môi trường lãi suất không thuận lợi.

Quy định về môi trường & Net zero: Các yêu cầu khắt khe hơn về khí thải sẽ đẩy giá nhiên liệu tăng và chi phí đầu tư tàu mới lớn hơn. Rủi ro đối với các đội tàu cũ không đáp ứng đủ điều kiện sẽ không được khai thác và bị phá dỡ. Tuy nhiên điều này cũng hạn chế nguồn cung tàu trên thị trường, tạo cơ hội lớn cho các đội tàu trẻ sử dụng công nghệ xanh hơn.

Tỷ giá USD/VND



Biến động lãi suất LIBOR



Nguồn: VBMA, Global-rates

V. Dự phóng Kết quả kinh doanh

Đơn vị: Triệu đồng

Khoản mục	2023	2024F	YoY	Giải thích
Doanh thu thuần	9.555.979	11.680.123	22%	
Dịch vụ vận tải	7.667.032	9.843.354	28%	Kỳ vọng tăng trưởng mạnh nhờ (1) động lực từ 12 tàu mới đã mua trong năm 2023 cùng với giá cước vận tải đang được neo cao; (2) kế hoạch mua và thuê thêm tàu mới trong năm.
Dịch vụ kho nổi	599.347	615.771	3%	
Thương mại	772.531	877.642	14%	
Dịch vụ khác	517.067	343.356	-34%	
Giá vốn hàng bán	7.717.483	9.389.280	22%	
Lợi nhuận gộp	1.838.496	2.290.843	25%	Đóng góp chủ yếu bởi tăng trưởng doanh thu từ mảng vận tải hàng lỏng (dầu thô, dầu thành phẩm, hóa chất, LPG). Biên LNG duy trì ở mức cao ngang với trung bình năm trước.
Chi phí SG&A	423.412	503.768	21%	
Lợi nhuận từ HĐKD	1.441.501	1.813.492	26%	
Thu nhập tài chính	370.987	368.127	-1%	
Chi phí tài chính	466.304	580.992	25%	Chi phí lãi vay tăng do khoản vay dài hạn tăng dựa theo kế hoạch đầu tư tàu mới trong năm.
Chi phí lãi vay	355.216	479.562	35%	
Thu nhập khác	202.428	202.428	0%	
LN trước thuế	1.548.612	1.803.056	16%	
LNST	1.221.501	1.389.956	14%	
LNST & CĐTS	972.445	1.106.552	14%	Điều chỉnh Lợi ích của CĐTS cao hơn năm trước dựa vào báo cáo Q1/2024.

VI. Định giá và khuyến nghị

Trong báo cáo này chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp so sánh EV/EBITDA và so sánh P/B 1H2025F, tỷ trọng 50% mỗi phương pháp để đưa ra mức giá mục tiêu cho PVT là **37.600 đồng/cp**, tương đương với khả năng **tăng +20.1%** so với giá đóng cửa ngày 12/06/2024.

Hệ số EV/EBITDA trung bình 5 năm là 4,0x và P/B trung bình 5 năm là 1,2x được sử dụng trong định giá cho PVT. Chúng tôi tin rằng đây là khoảng thời gian đủ để phản ánh định giá của thị trường cho cổ phiếu qua các giai đoạn biến động khác nhau của giá cước vận tải thế giới.

Khuyến nghị **mua tích lũy** khi cổ phiếu có những phiên điều chỉnh giảm so với giá mục tiêu trên 25% dựa vào sức khỏe tài chính lành mạnh và triển vọng kinh doanh khả quan của doanh nghiệp.

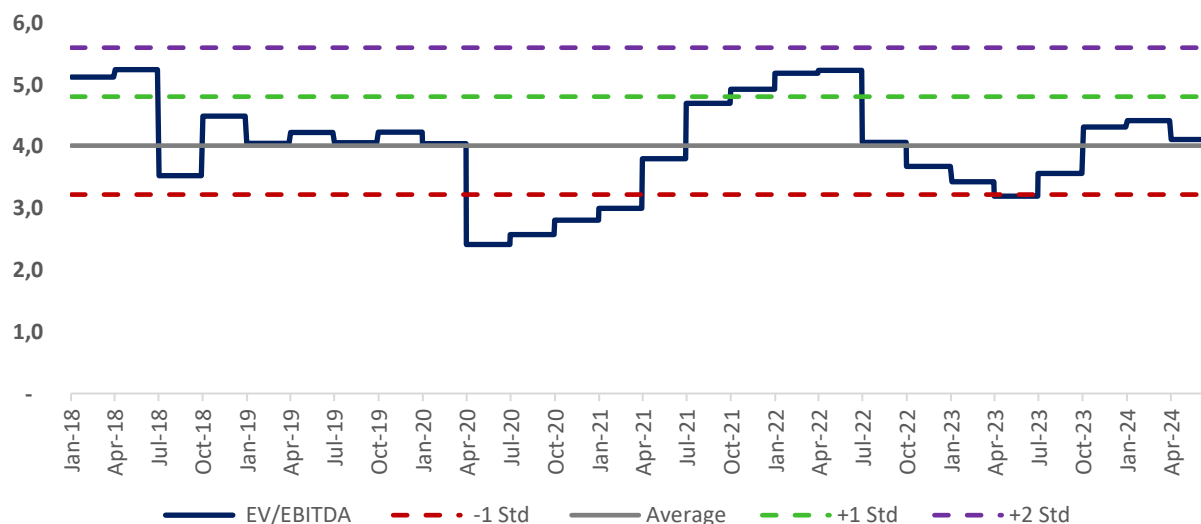
Bảng: Tổng hợp định giá

Phương pháp	Tỷ trọng	Giá dự phóng
EV/EBITDA @4,0	50%	39.595
P/B @1,2	50%	35.733
Giá mục tiêu		37.600
Giá hiện tại (06/12/2024)		31.300
Upside		20,1%

Định giá PVT trong quá khứ theo P/B



Định giá PVT trong quá khứ theo EV/EBITDA



BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Hoạt động kinh doanh	2023A	2024F	2025F	2026F
Doanh thu thuần	9.556	11.680	12.351	13.865
Giá vốn hàng bán	7.717	9.389	9.949	11.136
Lợi nhuận gộp	1.838	2.291	2.402	2.729
Chi phí HĐKD				
Chi phí SG&A	423	504	533	598
Lợi nhuận từ HĐKD	1.442	1.813	1.869	2.131
Doanh thu tài chính	371	368	375	423
Chi phí tài chính	466	581	580	488
Lợi nhuận khác	202	202	202	202
EBIT	1.904	2.283	2.318	2.627
Chi phí lãi vay	355	480	451	359
EBT	1.549	1.803	1.867	2.269
Thuế TNDN	327	413	432	493
NOPAT	1.222	1.390	1.435	1.776
Lợi ích CĐ thiểu số	249	283	293	362
LNST & CĐST	972	1.107	1.142	1.414
EBITDA	3.258	3.550	3.841	4.000
Số lượng cổ phiếu (triệu)	324	356	356	356
EPS	3.005	3.108	3.209	3.972

Lưu chuyển tiền tệ	2023A	2024F	2025F	2026F
Lợi nhuận sau thuế	972	1.107	1.142	1.414
Hoạt động kinh doanh				
Khấu hao	1.354	1.737	1.972	1.869
Thay đổi vốn lưu động	3	227	25	49
Thay đổi Khoản phải thu	182	-266	-84	-189
Thay đổi Hàng tồn kho	-53	-23	-15	-32
Thay đổi TS ngắn hạn khác	-175	9	-23	-51
Thay đổi Phải trả ngắn hạn	-18	212	60	127
Thay đổi Nợ NH khác	66	294	86	195
Điều chỉnh khác	-630	0	0	0
LCTT từ HĐ kinh doanh	1.699	3.071	3.139	3.333
Hoạt động đầu tư				
Chi mua sắm TSCĐ	-3.888	-3.102	-1.375	-1.303
Khác	-712	-262	0	0
LCTT từ HĐ đầu tư	-4.600	-3.364	-1.375	-1.303
Hoạt động tài chính				
Cô tức đã trả	-172	-107	0	0
Tăng (giảm) vốn	58	0	0	0
Tăng (giảm) nợ vay DH	1.949	547	-1.112	-754
Tăng (giảm) nợ vay NH	288	-66	-67	24
Khác				
LCTT từ HĐ tài chính	2.082	374	-1.178	-731
Lưu chuyển tiền thuần	-818	81	586	1.299

Bảng CĐKT	2023A	2024F	2025F	2026F
Tài sản ngắn hạn				
Tiền và tương đương tiền	979	1.060	1.646	2.945
Đầu tư tài chính ngắn hạn	3.486	3.486	3.486	3.486
Các khoản phải thu	1.194	1.460	1.544	1.733
Hàng tồn kho	233	255	271	303
TS ngắn hạn khác	405	396	418	470
Tổng TS ngắn hạn	6.297	6.658	7.365	8.937
Tài sản dài hạn				
Nguyên giá TSCĐ	16.179	19.281	20.656	21.959
Khấu hao lũy kế	6.091	7.828	9.800	11.669
Tài sản cố định	10.088	11.453	10.856	10.290
Xây dựng CBDD				
Đầu tư tài chính dài hạn	201	463	463	463
TS dài hạn khác	899	899	899	899
Tổng TS dài hạn	11.192	12.819	12.222	11.657
Tổng tài sản	17.490	19.477	19.587	20.593
Nợ ngắn hạn				
Phải trả ngắn hạn	794	1.006	1.066	1.194
Nợ vay ngắn hạn	1.388	1.321	1.255	1.279
Nợ ngắn hạn khác	1.210	1.504	1.591	1.786
Tổng nợ ngắn hạn	3.392	3.832	3.912	4.258
Nợ dài hạn				
Nợ vay dài hạn	4.540	5.088	3.976	3.222
Nợ dài hạn khác	527	527	527	527
Tổng nợ dài hạn	5.067	5.615	4.503	3.749
Tổng nợ	8.460	9.447	8.415	8.007
Vốn chủ sở hữu				
Vốn cổ phần	3.237	3.560	3.560	3.560
Lợi nhuận giữ lại	1.837	2.513	3.655	5.069
Vốn khác	1.738	1.738	1.738	1.738
Lợi ích CĐTS	2.220	2.220	2.220	2.220
Tổng nguồn vốn	9.030	10.030	11.172	12.587
Tổng Nợ & VCSH	17.490	19.477	19.587	20.593

Các chỉ số tài chính	2023A	2024F	2025F	2026F
Khả năng tăng trưởng				
TT doanh thu	6%	24%	6%	12%
TT EBIT	14%	20%	2%	13%
TT LNNT	6%	17%	4%	21%
Khả năng sinh lời và thanh toán				
Biên lợi nhuận gộp	19,2%	19,6%	19,4%	19,7%
ROE	13,5%	13,9%	12,8%	14,1%
ROA	7,0%	7,1%	7,3%	8,6%
Nợ vay/ Tài sản %	33,9%	32,9%	26,7%	21,9%
CS thanh toán hiện hành	1,9	1,7	1,9	2,1
CS thanh toán nhanh	1,7	1,6	1,7	1,9

TUYÊN BỐ MIỄN TRÁCH NHIỆM

Chuyên viên phân tích chịu trách nhiệm thực hiện báo cáo phân tích này xác nhận rằng: hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, người viết không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân người viết mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Tại thời điểm phát hành báo cáo, Chuyên viên phân tích không biết bất kỳ xung đột lợi ích thực tế, trọng yếu nào của Chuyên viên phân tích hoặc Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA (BETA).

Báo cáo phân tích này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin chung, không phải và sẽ không được hiểu là một lời đề nghị hoặc một lời mời chào để thực hiện bất kỳ giao dịch chứng khoán hoặc công cụ tài chính nào khác và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. Chuyên viên phân tích cũng như Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp. Các công cụ tài chính được đề cập trong báo cáo có thể sẽ không phù hợp với tất cả nhà đầu tư. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình bằng cách tham khảo các nhà tư vấn tài chính độc lập nếu cần thiết và dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình.

Báo cáo phân tích này là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BETA. Khi sử dụng các nội dung đã được BETA chấp thuận, xin vui lòng ghi rõ nguồn khi trích dẫn. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với BETA về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà BETA hoặc khách hàng của BETA phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Khuyến cáo này và theo quy định của pháp luật.