Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT) — MUA +38,7%

Ngành	**Dầu khí**
Ngày báo cáo	**14/01/2025**
Giá hiện tại	25.950 VND
Giá mục tiêu	**35.200 VND**
Giá mục tiêu gần nhất	37.300 VND
TL tăng	+35,6%
Lợi suất cổ tức	3,1%
Tổng mức sinh lời	**+38,7%**

GT vốn hóa	9,4 nghìn tỷ đồng
Room KN	3,4 nghìn tỷ đồng
GTGD/ngày (30n)	55 tỷ đồng
Cổ phần Nhà nước	51%
SL cổ phiếu lưu hành	356 tr
Pha loãng	356 tr

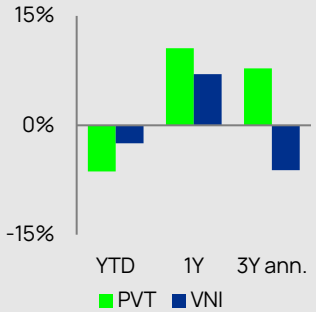
	PVT	Peers*	VNI
P/E (trượt)	8,7x	7,6x	14,7x
P/B (ht)	1,2x	0,6x	1,7x
ROE	12,9%	7,0%	12,5%
ROA	5,2%	2,1%	1,9%

(*) Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tổng quan Công ty

PVT sở hữu đội tàu chở dầu lớn nhất Việt Nam và kiểm soát phần lớn thị phần mảng vận tải dầu thô của Nhà máy lọc dầu Bình Sơn (BSR) (312.800 DWT), 30% đối với sản phẩm dầu/hóa chất (543.800 DWT), 100 % đối với khí hóa lỏng (157.300 DWT), 10% đối với vận tải hàng rời (414.000 DWT), và 10% đối với kho chứa dầu nổi (FSO).

Diễn biến giá cổ phiếu



Dương Tấn Phước
Chuyên viên

Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc

		2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu (tỷ đồng)		9.556	11.958	14.367	15.601
	% YoY	6%	25%	20%	9%
LNST sau lợi ích CĐTS (tỷ đồng)		972	1.187	1.485	1.853
	% YoY	13%	22%	25%	25%
EPS báo cáo	% YoY	13%	22%	25%	25%
EPS cốt lõi	% YoY	29%	33%	36%	25%
Biên LN gộp		19,2%	22,4%	22,5%	21,2%
Biên LN ròng		10,2%	9,9%	10,3%	11,9%
ROE		15,2%	16,1%	17,5%	18,8%
Nợ vay ròng/CSH		21,5%	37,4%	6,8%	-13,5%
Lợi suất cổ tức		1,2%	3,1%	3,9%	3,9%
P/E báo cáo		9,9x	8,1x	6,5x	5,2x
P/B		1,4x	1,2x	1,0x	0,9x
EV/EBITDA		4,7x	3,7x	2,6x	2,2x

Mở rộng trọng tải đội tàu thêm 30% YoY trong năm 2024 sẽ thúc đẩy lợi nhuận năm 2025

- Chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu cho Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT) xuống còn 35.200 đồng/cổ phiếu nhưng duy trì khuyến nghị MUA. Giá mục tiêu thấp hơn của chúng tôi đến từ việc chúng tôi giảm 6% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (lần lượt thay đổi -3%/-9%/-6%/-7%/-5% đối với dự báo các năm 2025/26/27/28/29).
- Chúng tôi giảm dự báo LNST sau lợi ích CĐTS do giảm giả định giá cước đối với vận tải dầu thô (-2%) và vận tải các sản phẩm dầu /hóa chất (-1%) trong giai đoạn 2025-2026, phản ánh mức giá cước thấp hơn dự kiến trong quý 4/2024 và triển vọng năm 2026 (xem trang 13), được bù đắp bởi việc bổ sung thêm 2 tàu chở hàng rời khô. Chúng tôi ước tính các dự án đầu tư này sẽ tăng vốn đầu tư XDCB năm 2024 lên 4,1 nghìn tỷ đồng, tương tự như mức vốn đầu tư XDCB cao kỷ lục vào năm 2023 và cao hơn 70% so với dự báo của chúng tôi, cho thấy sự tự tin của ban lãnh đạo đối với triển vọng năm 2025.
- PVT công bố LNTT sơ bộ năm 2024 đạt 1,8 nghìn tỷ đồng. Lợi nhuận thực tế của PVT cao hơn trung bình 17% so với con số sơ bộ trong 3 năm qua.
- Chúng tôi dự báo LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi năm 2025 sẽ tăng 36% YoY do (1) mở rộng đội tàu DWT (tấn trọng tải toàn phần) thêm khoảng 30% YoY trong năm 2024, (2) sản lượng vận tải của BSR tăng 18% YoY, cùng với giả định của chúng tôi là giá cước vận tải dầu thô đến BSR không đổi so với cùng kỳ năm trước và (3) giả định giá cước vận tải dầu thô và hóa chất ở thị trường quốc tế của PVT tăng 2% YoY. Các yếu tố này bù đắp cho tác động của dự báo của chúng tôi về mức giá cước vận tải thấp hơn 2% của đội tàu chở sản phẩm dầu (chiếm 20% tổng đội tàu).
- Chúng tôi dự báo tốc độ tăng trưởng kép (CAGR) EPS cốt lõi giai đoạn 2023-2026 đạt 31%, được thúc đẩy bởi nhu cầu tấn-dặm toàn cầu tăng, giá cước vận tải tàu chở dầu tương đối ổn định và đội tàu của PVT tăng trưởng mạnh.
- PVT có định giá hấp dẫn với EV/EBITDA năm 2025 là 2,6 lần, thấp hơn khoảng 60% so với mức trung bình 5 năm của một số công ty cùng ngành trong khu vực. Chúng tôi dự báo P/E và P/B năm 2025 lần lượt đạt 6,5 lần và 1,0 lần.
- **Yếu tố hỗ trợ:** Mở rộng đội tàu mạnh hơn dự kiến. **Rủi ro:** Giá cước vận tải tàu chở sản phẩm dầu thấp hơn dự kiến, chi phí bảo trì cao hơn dự kiến.

Thị trường tàu chở dầu dự kiến sẽ tiếp tục duy trì trạng thái ổn định trong năm 2025, nhờ được hỗ trợ bởi các chính sách của ông Trump; đồng thời, Công hội hàng hải quốc tế và vùng Ban-Tích (BIMCO) cũng điều chỉnh tăng dự báo: Các chính sách của ông Trump nhằm thúc đẩy sản xuất và xuất khẩu dầu có khả năng sẽ làm thay đổi dòng chảy thương mại, từ đó làm gia tăng nhu cầu về các tuyến đường vận chuyển dài hơn từ Mỹ đến châu Á và châu Âu. Trong báo cáo gần đây, BIMCO (tổ chức tư vấn vận tải toàn cầu) đã giả định căng thẳng tại Biển Đỏ sẽ tiếp diễn trong suốt năm 2025 và dời hai kịch bản về Biển Đỏ của tổ chức này sang năm 2026. Về hoạt động vận chuyển dầu thô, BIMCO dự báo nhu cầu tấn dặm sẽ tăng trưởng ở mức 3,5% vào năm 2025 (cao hơn so với mức 3% trong báo cáo tháng 8/2024). Việc nguồn cung tàu chở dầu chỉ tăng 1,3% YoY cũng cho thấy chênh lệch cung-cầu đang ngày càng được nới rộng hơn so với dự báo trước đây.

Đối với hoạt động vận chuyển sản phẩm dầu, BIMCO dự báo nhu cầu tấn dặm sẽ tăng 3,5% vào năm 2025 (từ mức 2% trước đây), đồng thời nguồn cung cũng dự kiến sẽ tăng 3,7% YoY. Từ đó cho thấy thị trường sẽ ở trạng thái cân bằng. Chi tiết ở trang 11.

Việc tích cực mở rộng đội tàu được tài trợ bằng nguồn vốn chi phí thấp. Theo PVT, các dự án đầu tư mua tàu gần đây đã có mức lãi suất VND là 6% trong năm đầu tiên và lãi suất thả nổi ở mức xấp xỉ 8% cho các năm sau đó. Chúng tôi cho rằng các mức lãi suất ưu đãi này sẽ hỗ trợ mạnh mẽ cho tăng trưởng lợi nhuận, đặc biệt là từ năm 2026 khi dư nợ vay trung bình giảm. Việc ghi nhận doanh thu bằng USD và chỉ ghi nhận 25% tổng khoản vay bằng USD giúp PVT tương đối ít phải chịu tác động từ việc tỷ giá USD/VND tăng.

Triển vọng năm 2024: Đội tàu được tích cực mở rộng trong năm 2023, giá cước cao hơn so với cùng kỳ dự kiến sẽ thúc đẩy tăng trưởng LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi đạt mức 33%

Hình 1: Triển vọng 2024

Tỷ đồng	2023	Dự báo 2024	YoY	Dự báo mới/cũ	Diễn giải cho: (1) Tăng trưởng YoY % (2) Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ
Doanh thu	**9.556**	**11.958**	**25%**	**0,0%**	**Kết quả doanh thu sơ bộ năm 2024 là 12 nghìn tỷ đồng (+26% YoY; 100% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi).**
Vận tải	7.667	9.804	28%	0,0%	(a) Vào năm 2023, PVT đã mở rộng đáng kể công suất đội tàu ở mức 50% YoY đối với đội tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất, 52% YoY đối với đội tàu chở LPG, và 38% YoY đối với đội tàu chở hàng rời khô. Điều này, cùng với ước tính của chúng tôi rằng giá cước thuê tàu chở dầu thô của PVT sẽ tăng trưởng ở mức 9% YoY và giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất sẽ tăng trưởng trung bình ở mức 7% YoY trong năm 2024, đã hỗ trợ cho một triển vọng khá tích cực.
Kho nổi (FSO), thương mại & khác	1.889	2.154	14%	0,0%	
Lợi nhuận gộp	**1.838**	**2.678**	**46%**	**0,0%**	
Vận tải	1.560	2.327	49%	0,0%	(a) Được hỗ trợ bởi mức tăng so với cùng kỳ năm trước của biên lợi nhuận gộp, được thúc đẩy bởi mức giá cước thuê tàu cao hơn và mức tăng đối với hiệu suất hoạt động của các tàu chở dầu, từ đó bù đắp cho tác động của chính sách khấu hao nhanh mà PVT áp dụng cho các tàu mới mua.
FSO, thương mại & khác	279	351	26%	0,0%	
Chi phí bán hàng	-13	-16	16%	0,0%	
Chi phí quản lý	-410	-419	2%	0,0%	
LN từ HĐKD	**1.415**	**2.243**	**59%**	**0,0%**	
Thu nhập tài chính	371	274	-26%	0,0%	
Chi phí tài chính	-466	-669	44%	6,8%	
Trong đó, chi phí lãi vay	-355	-537	51%	8,6%	(b) Vốn đầu tư XDCB đạt mức cao hơn dự kiến trong năm 2024 đã dẫn đến mức dư nợ cao hơn. Điều này được thúc đẩy bởi việc PVT mua thêm 2 tàu mới vào cuối năm, bao gồm tàu PVT Coral và tàu PVT Peridot.
Lãi/lỗ từ CTLK	26	22	-17%	0,0%	
Lãi/lỗ ròng khác	202	134	-34%	0,0%	(a) Trong năm 2024, PVT đã ghi nhận khoản thu nhập bất thường từ việc bán một tàu chở dầu tên PVT Synergy (trị giá 154 tỷ đồng) trong quý 3/2024, và khoản chi phí bất thường 77 tỷ đồng trong quý 2/2024.
LNTT	**1.549**	**2.005**	**29%**	**-2,1%**	**Lợi nhuận sơ bộ năm 2024 đạt 1,8 nghìn tỷ đồng (+16% YoY; 88% dự báo cả năm trước đây của chúng tôi). Lợi nhuận thực tế của PVT đã cao hơn 17% so với số liệu sơ bộ trung bình trong vòng 3 năm qua.**
Chi phí thuế thu nhập	-327	-401	23%	-2,1%	
LNST	**1.222**	**1.604**	**31%**	**-2,1%**	
Lợi ích CĐTS	-249	-417	67%	-2,1%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	**972**	**1.187**	**22%**	**-2,1%**	**(a) Chủ yếu phản ánh xu hướng tăng trưởng của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi, nhưng với tốc độ tăng trưởng chậm hơn do mức giảm so với cùng kỳ năm trước của thu nhập ròng khác.**
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**811**	**1.079**	**33%**	**-2,3%**	**(a) Được thúc đẩy bởi: 1) đóng góp cả năm từ 7 tàu mới mua trong năm 2023, qua đó phản ánh mức tăng trưởng 30% YoY của tổng công suất đội tàu, và 2) mức tăng của giá cước thuê tàu đã bù đắp cho mức giảm so với cùng kỳ năm trước của sản lượng vận chuyển cho BSR.** **(b) Chủ yếu xuất phát từ việc chi phí lãi vay tăng, do vốn đầu tư XDCB đạt mức cao hơn dự kiến trong năm, khi PVT mua thêm 2 tàu vào cuối năm 2024.**
			Δ điểm %		
Biên LN gộp %	**19,2%**	**22,4%**	**+3,2**		
Biên LN từ HĐKD %	**14,8%**	**18,8%**	**+4,0**		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	**10,2%**	**9,9%**	**-0,3**		

Nguồn: Vietcap ước tính. (*) LNST cốt lõi = LNST báo cáo - Lợi nhuận từ việc thanh lý tài sản.

Triển vọng năm 2025: Việc đội tàu mở rộng trọng tải đội tàu thêm 30% vào năm 2024 và mức sản lượng cao hơn của BSR sẽ thúc đẩy LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi tăng trưởng ở mức 36%

Hình 2: Dự báo năm 2025

Tỷ đồng	Dự báo 2024	Dự báo 2025	YoY	Dự báo mới/cũ	Diễn giải cho: (1) Tăng trưởng YoY % (2) Dự báo 2024 mới so với dự báo cũ
Doanh thu	**11.958**	**14.367**	**20%**	**2,1%**	
Vận tải	9.804	11.664	19%	2,6%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi (1) mức tăng 18% của sản lượng vận chuyển cho BSR và (b) đóng góp cả năm từ 8 tàu mới được mua lại vào năm 2024, tương đương với việc tổng công suất đội tàu tăng 29% YoY. Điều này được hỗ trợ thêm bởi mức tăng 2% YoY đối với giá cước cho thuê tàu chở dầu thô quốc tế của PVT, dựa theo dự báo của Clarkson (một công ty tư vấn vận tải biển toàn cầu). (b) Do chúng tôi đưa việc mua thêm 2 tàu PVT Coral và PVT Peridots trong cuối năm 2024 vào dự báo của chúng tôi.
FSO, thương mại & khác	2.154	2.703	25%	0,0%	(a) Chủ yếu được thúc đẩy bởi mức tăng của doanh thu thương mại (hoạt động kinh doanh có biên lợi nhuận thấp), đóng vai trò như một dịch vụ giá trị gia tăng cho khách hàng thuê tàu.
Lợi nhuận gộp	**2.678**	**3.227**	**21%**	**2,0%**	
Vận tải	2.327	2.870	23%	2,2%	
FSO, thương mại & khác	351	357	2%	0,0%	
Chi phí bán hàng	-16	-19	20%	2,1%	
Chi phí quản lý	-419	-445	6%	2,1%	
LN từ HĐKD	**2.243**	**2.763**	**23%**	**1,9%**	
Thu nhập tài chính	274	302	10%	-12,3%	(b) Việc vốn đầu tư XDCB năm 2024 ghi nhận ở mức cao hơn dự kiến đã dẫn đến mức giảm đối với số dư tiền mặt. Điều này được thúc đẩy bởi việc mua thêm tàu của PVT vào cuối năm 2024.
Chi phí tài chính	-669	-604	-10%	14,2%	(a) Được thúc đẩy bởi kỳ vọng rằng công ty sẽ không ghi nhận tổn thất tài chính nào. (b) Điều này phản ánh mức dư nợ cao hơn, khi tính đến các thương vụ mua thêm tàu vào cuối năm 2024.
Trong đó, chi phí lãi vay	*-537*	*-531*	*-1%*	*16,4%*	Số dư cho vay trung bình dự kiến sẽ tương đối đi ngang so với cùng kỳ năm trước, đồng thời chúng tôi kỳ vọng lãi suất USD sẽ giảm và lãi suất VND sẽ tăng 25 điểm cơ bản.
Lãi/lỗ từ CTLK	22	22	0%	0,0%	
Lãi/lỗ ròng khác	134	26	-81%	0,0%	Chúng tôi dự báo công ty sẽ không ghi nhận khoản lỗ bất thường hay khoản thu nhập bất thường đáng kể nào từ việc bán tàu như trong năm 2024.
LNTT	**2.005**	**2.508**	**25%**	**-2,5%**	
Chi phí thuế thu nhập	-401	-502	25%	-2,5%	
LNST	**1.604**	**2.007**	**25%**	**-2,5%**	
Lợi ích CĐTS	-417	-522	25%	-2,5%	
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo	**1.187**	**1.485**	**25%**	**-2,5%**	**Do mức tăng trưởng của LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi và không ghi nhận khoản lỗ bất thường hay khoản thu nhập bất thường nào từ việc bán tàu như trong năm 2024.**
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi	**1.079**	**1.464**	**36%**	**-2,5%**	**(a) Được thúc đẩy bởi: 1) mức tăng 18% YoY của sản lượng vận chuyển cho BSR, 2) đóng góp cả năm của 8 tàu mới mua trong năm 2024, từ đó dẫn đến việc tổng công suất đội tàu tăng 29% YoY, và 3) mức tăng của giá cước thuê tàu chở dầu thô và hóa chất dự kiến sẽ bù đắp cho mức giảm của giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu.** **(b) Chủ yếu xuất phát từ mức tăng của chi phí lãi vay, do vốn đầu tư XDCB năm 2024 ghi nhận ở mức cao hơn dự kiến, khi PVT mua thêm 2 tàu vào cuối năm 2024.**
			Δ điểm %		
Biên LN gộp %	**22,4%**	**22,5%**	**+0,1**		
Biên LN từ HĐKD %	**18,8%**	**19,2%**	**+0,5**		
Biên LNST sau lợi ích CĐTS %	**9,9%**	**10,3%**	**+0,4**		

Nguồn: Vietcap ước tính. (*) LNST cốt lõi = LNST báo cáo - Lợi nhuận từ việc thanh lý tài sản.

Dự báo dài hạn

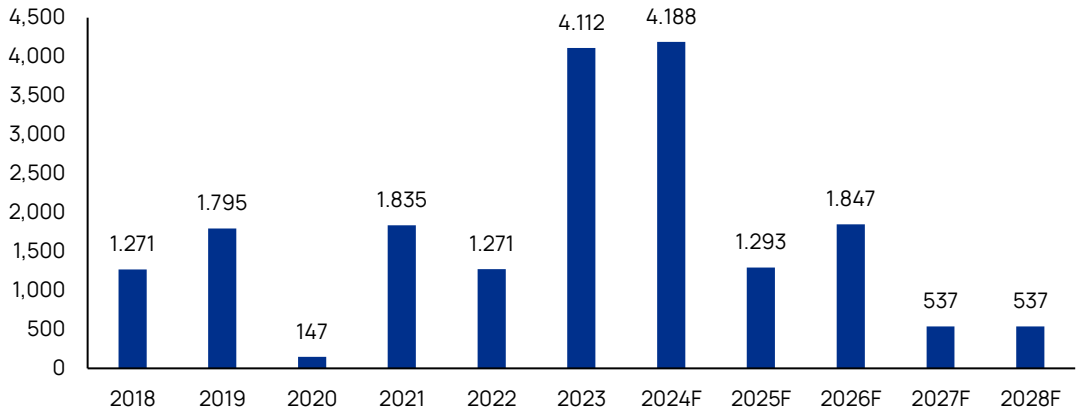
Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi điều chỉnh giảm 5,9% dự báo LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo giai đoạn 2024-2029 của chúng tôi. Điều này chủ yếu xuất phát từ (1) mức giảm 2% đối với giá cước thuê tàu chở dầu thô trung bình của PVT cho thị trường quốc tế và mức giảm 1% đối với giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu/hóa chất trung bình giai đoạn 2025-2026 của PVT, do giá cước thuê tàu trong quý 4/2024 và triển vọng năm 2026 thấp hơn nhẹ so với dự kiến, và (2) mức tăng của chi phí lãi vay ròng do vốn đầu tư XDCB năm 2024 ghi nhận ở mức cao hơn dự kiến khi PVT mua thêm 2 tàu vào cuối năm 2024. Các yếu tố này sẽ ảnh hưởng đến các đóng góp mới từ 2 tàu PVT Coral và PVT Peridot mới được mua thêm.

Hình 3: Những thay đổi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS

Tỷ đồng	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	Tổng giai đoạn 2024-2028
LNST sau lợi ích CĐTS báo cáo								
Dự báo mới	972	1.187	1.485	1.853	1.874	1.995	2.244	9.451
Dự báo cũ		1.212	1.523	2.031	1.994	2.144	2.351	10.043
Thay đổi dự báo %		**-2,1%**	**-2,5%**	**-8,8%**	**-6,0%**	**-6,9%**	**-4,6%**	**-5,9%**
LNST sau lợi ích CĐTS cốt lõi								
Dự báo mới	811	1.079	1.464	1.832	1.853	1.974	2.223	9.346
Dự báo cũ		1.104	1.502	2.010	1.973	2.123	2.330	9.939
Thay đổi dự báo %		**-2,3%**	**-2,5%**	**-8,9%**	**-6,1%**	**-7,0%**	**-4,6%**	**-6,0%**

Nguồn: Vietcap ước tính

Hình 4: Ước tính của Vietcap về vốn đầu tư cho việc mở rộng đội tàu của PVT trong giai đoạn 2024-2028



Nguồn: Vietcap ước tính

PVT đã tích cực thực hiện kế hoạch mở rộng đội tàu của công ty trong năm 2024, sau khi ghi nhận mức chi tiêu vốn đầu tư XDCB cao kỷ lục trong năm 2023:

- Tại ĐHCĐ năm 2024, PVT đã công bố các kế hoạch nhằm tiếp tục mở rộng công suất đội tàu của công ty với ngân sách vốn đầu tư XDCB của công ty mẹ là 132 triệu USD. PVT thường đặt ra một kế hoạch vốn đầu tư XDCB đầy tham vọng vào đầu năm để có được sự chấp thuận của cổ đông, qua đó cho phép công ty hành động nhanh chóng khi điều kiện thị trường thuận lợi.
- Chúng tôi điều chỉnh tăng dự báo vốn đầu tư XDCB hợp nhất năm 2024 của chúng tôi lên mức 4,2 nghìn tỷ đồng (+2% YoY), cao hơn 69% so với ước tính trước đây trong Báo cáo cập nhật tháng 11/2024 của chúng tôi. Sự điều chỉnh này phản ánh việc đưa 2 tàu mới được mua (PVT Coral và PVT Peridot) vào dự báo và việc điều chỉnh tăng vốn đầu tư XDCB cho 1 tàu được mua vào tháng 10/2024.
- Trong tương lai, chúng tôi dự kiến vốn đầu tư XDCB giai đoạn 2025-2026 sẽ được tập trung vào việc mua 1 tàu Aframax vào năm 2025 và 1 tàu chở dầu thô cỡ lớn (VLCC) vào năm 2026. Dựa trên chiến lược của PVT nhằm tăng cường sự hiện diện của công ty tại các thị trường quốc tế, chúng tôi dự báo đội tàu sẽ tiếp tục được mở rộng trong những năm tới. Tuy nhiên, chi tiết về khoản vốn đầu tư XDCB bổ sung vẫn chưa được công bố, nên chúng tôi sẽ cập nhật thêm khoản vốn đầu tư XDCB mới vào dự báo khi PVT thành công mua thêm các tàu vượt ngoài giả định của chúng tôi.

Định giá

Trong Báo cáo cập nhật này, chúng tôi tiếp tục sử dụng mô hình định giá chiết khấu dòng tiền (CKDT) cho toàn bộ định giá do chúng tôi cho rằng phương pháp CKDT là phương pháp phù hợp nhất để phản ánh giá trị nội tại của PVT. Chúng tôi tiếp tục áp dụng 'chiết khấu minh bạch' 15% vì trong ĐHCĐ năm 2024, PVT cho biết Chính phủ sẽ không tiếp tục thoái vốn khỏi PVT.

Chúng tôi giảm 6% giá mục tiêu xuống mức 35.200 đồng/cổ phiếu nhưng vẫn giữ nguyên khuyến nghị MUA đối với PVT. Việc chúng tôi điều chỉnh giảm giá mục tiêu được thúc đẩy bởi mức giảm 6% của chúng tôi đối với dự báo LNST sau lợi ích CĐTS giai đoạn 2025-2029 (lần lượt thay đổi -3%/-9%/-6%/-7%/-5% cho các năm 2025/26/27/28/29).

Hình 5: Tổng hợp định giá

Đồng/cổ phiếu	
Giá trị hợp lý	41.400
Chiết khấu minh bạch	15,0%
Giá mục tiêu	**35.200**
P/E cốt lõi trượt tại giá mục tiêu	13,5x
P/E cốt lõi dự phóng các năm 2024/25F tại giá mục tiêu	11,0x/8,9x
EV/EBITDA dự phóng các năm 2024/25F tại giá mục tiêu	4,5x/3,3x

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Phương pháp chiết khấu dòng tiền (CKDT)

Hình 6: Giả định chiết khấu dòng tiền và định giá

Chi phí vốn	Cũ	Mới
Hệ số Beta	1,2	1,2
Phần bù rủi ro thị trường %	8,0%	8,0%
Tỷ lệ phi rủi ro %	6,0%	6,0%
Chi phí VCSH %	15,6%	15,6%
Chi phí nợ vay %	12,0%	12,0%
Nợ vay %	35,0%	35,0%
Vốn chủ sở hữu %	65,0%	65,0%
Thuế DN %	20,0%	20,0%
WACC %	**13,5%**	**13,5%**

Dự báo DTTD (5 năm)	
GTHT của DTTD	11.307
GTHT của giá trị cuối (TT 1,0%)	13.593
GTHT của DTTD và GTC	**24.900**
+ Tiền mặt & đầu tư ngắn hạn	4.830
- Nợ vay ngắn & dài hạn	7.784
- Lợi ích CĐTS (2xGTSS)	7.221
Giá trị VCSH	**14.726**
Cổ phiếu (triệu)	356
Giá trị/cổ phiếu, đồng	**41.400**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 7: Dòng tiền tự do của PVT

Tỷ đồng	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
LN từ HĐKD	**2.243**	**2.763**	**2.801**	**2.717**	**2.682**	**2.837**
- Thuế	-449	-553	-560	-543	-536	-567
+ Khấu hao	1.772	2.190	2.319	2.503	2.556	2.609
- Vốn XDCB	-4.188	-1.293	-1.847	-537	-537	-1.337
- Tăng vốn HĐKD	-572	-287	-322	-7	-85	-373
Dòng tiền tự do	**-1.194**	**2.821**	**2.391**	**4.132**	**4.079**	**3.169**
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do		2.485	1.856	2.826	2.458	1.682
Tổng GTHT của DTTD		**2.485**	**4.341**	**7.167**	**9.625**	**11.307**

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Hình 8: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu của chúng tôi cho PVT liên quan đến WACC của CKDT và tốc độ tăng trưởng giá trị cuối, các yếu tố khác không thay đổi

Tốc độ tăng trưởng cuối %	WACC				
	12,6%	13,0%	13,5%	14,0%	14,4%
0,0%	36.100	34.700	33.300	32.100	30.900
0,5%	37.100	35.600	34.300	32.900	31.700
1,0%	38.300	36.600	**35.200**	33.700	32.500
1,5%	39.500	37.700	36.200	34.700	33.300
2,0%	40.800	39.000	37.300	35.700	34.300

Nguồn: Dự báo của Vietcap

Chỉ số các công ty cùng ngành

Chỉ số P/E

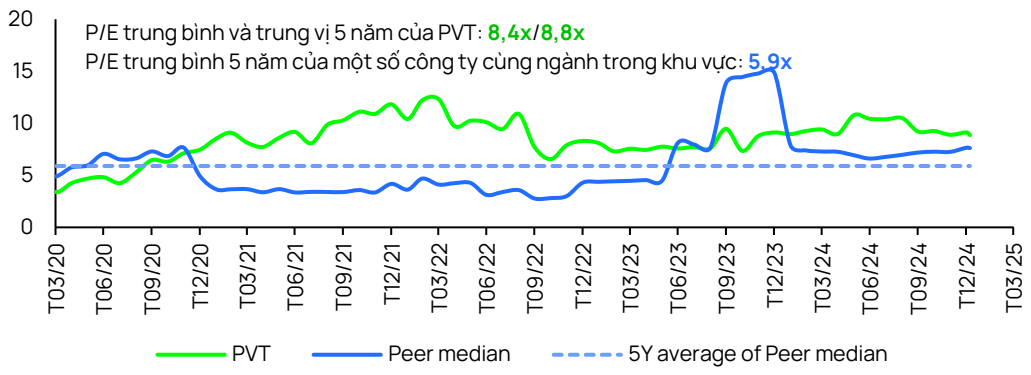
Các công ty cùng ngành của PVT đều không hoàn toàn thích hợp để so sánh do các công ty này có sự khác biệt đáng kể so với PVT về cơ cấu giữa hợp đồng thuê tàu giao ngay và hợp đồng thuê tàu định hạn. Trong quá khứ, hầu hết các công ty cùng ngành của PVT đều thua lỗ do giá thuê tàu giao ngay thấp, trong khi PVT lại ghi nhận lợi nhuận dương nhờ hợp đồng dài hạn ổn định với BSR cũng như các hợp đồng lưu kho nổi và thuê tàu định hạn quốc tế xuất phát từ việc kiểm soát chặt chẽ hoạt động của công ty. PVT khả quan hơn so với các công ty cùng ngành về tỷ lệ đòn bẩy thấp hơn, ROE (trung vị) cao gấp đôi cùng với tiềm năng dài hạn vững chắc đến từ kế hoạch mở rộng công suất của công ty.

Hình 9: Các công ty cùng ngành trong khu vực

Tên công ty	Quốc gia	GTVH (triệu USD)	DT thuần trượt 12T (tr USD)	YoY (%)	LNST trượt 12T (triệu USD)	YoY (%)	Biên LN gộp (%)	Nợ ròng/ VCSH (%)	ROE (%)	Lợi suất cổ tức trượt 12T (%)	P/E trượt 12T (x)	P/B quý gần nhất (x)	EV/ EBITDA trượt 12T (x)
Essar Shipping Ltd	Ấn Độ	81	2	-67	-14	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Soechi Lines Tbk PT	Indonesia	73	164	0	13	113	22,7	46,9	3,3	N/A	5,7	0,2	5,2
Malaysian Bulk Carriers Bhd	Malaysia	69	20	-32	10	134	21,2	-59,3	9,3	4,9	7,0	0,7	4,7
Pakistan National Shipping Corp	Pakistan	325	157	-18	70	-37	40,6	-49,6	22,8	5,1	4,6	1,4	0,8
KSS LINE Ltd	Hàn Quốc	138	379	9	15	98	21,6	255,7	4,5	4,0	9,8	0,5	6,7
Ensu Holdings Co Ltd	Hàn Quốc	96	311	14	6	-37	22,3	-54,4	4,8	6,5	8,3	0,4	1,0
Heung-A Shipping Co Ltd	Hàn Quốc	278	134	2	28	17	25,9	27,9	21,9	N/A	10,6	2,1	14,0
Trung bình		**152**	**167**	**-13**	**18**	**48**	**25,7**	**27,9**	**11,1**	**5,1**	**7,7**	**0,9**	**5,4**
Trung vị		**96**	**157**	**0**	**13**	**57**	**22,5**	**-10,9**	**7,0**	**5,0**	**7,6**	**0,6**	**4,9**
PVT	**Việt Nam**	**377**	**456**	**24**	**45**	**15**	**19,2**	**7,5**	**12,9**	**1,1**	**9,0**	**1,3**	**3,9**

Nguồn: Dữ liệu công ty, Vietcap ước tính. N/A: Chưa có số liệu (dữ liệu cập nhật ngày 07/01/2025).

Hình 10: Diễn biến P/E trượt 12T so với trung vị các công ty cùng ngành (*)

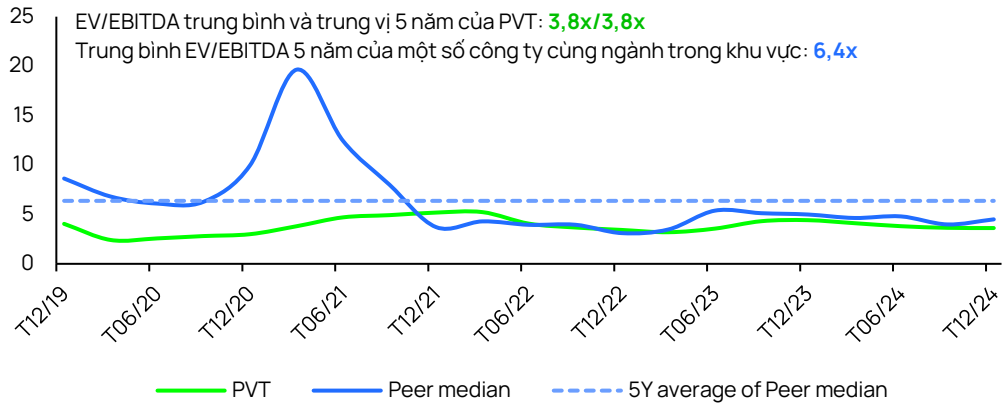


Nguồn: Bloomberg, Vietcap (* PVT trước đó giao dịch với P/E cao hơn so với các công ty cùng ngành một phần là do lợi nhuận thấp hơn, là kết quả của chính sách khấu hao nhanh)

Chỉ số EV/EBITDA

Trong quá khứ, PVT đã không giao dịch liên tục ở mức chiết khấu hoặc cao hơn so với các công ty cùng ngành. Tuy nhiên, cổ phiếu này đã được giao dịch ở mức chiết khấu 25%-60% trong hầu hết giai đoạn 2015-2021, mà chúng tôi cho là do hoạt động quan hệ nhà đầu tư còn hạn chế. Trong giai đoạn 2022-2023, PVT đã tăng cường các hoạt động quan hệ nhà đầu tư, giúp thu hẹp chênh lệch định giá giao dịch dựa trên chỉ số EV/EBITDA so với các công ty cùng ngành. Sự cải thiện này đã được ghi nhận với giải thưởng "Top 3 Mid Cap có hoạt động IR tốt nhất" do Hiệp hội Các nhà quản trị tài chính Việt Nam (VAFE) trao tặng vào năm 2023.

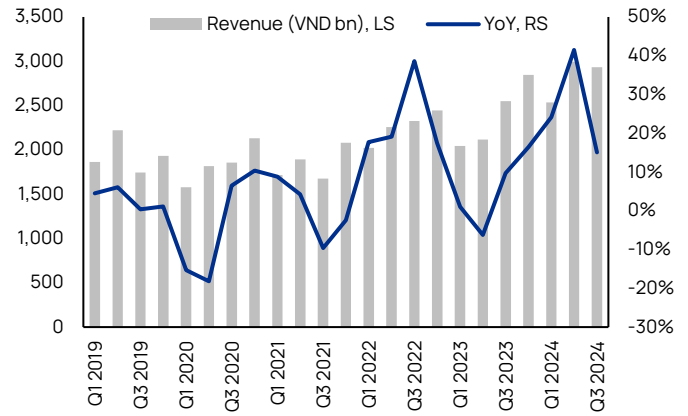
Hình 11: Diễn biến EV/EBITDA trượt của PVT so với trung vị các công ty cùng ngành



Nguồn: Bloomberg, Vietcap (dữ liệu EBITDA của các công ty cùng ngành cập nhật đến quý 4/2024)

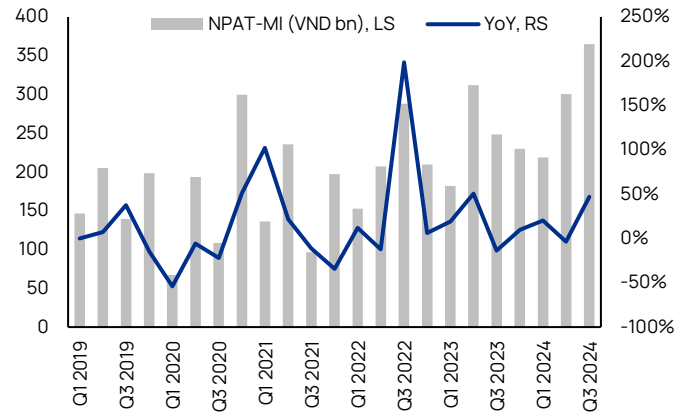
KQKD theo quý của PVT

Hình 12: Doanh thu hàng quý



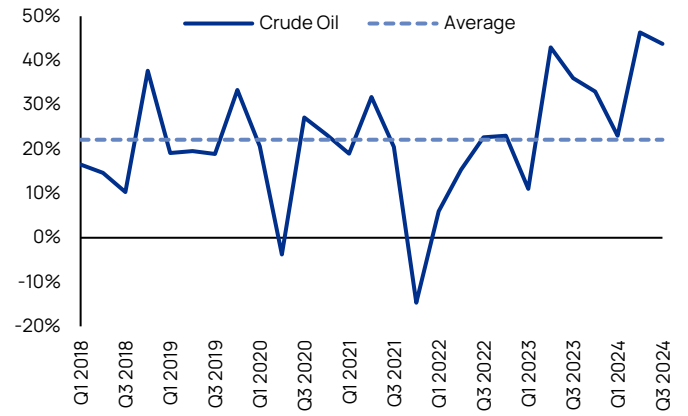
Nguồn: PVT, Vietcap

Hình 13: LNST sau lợi ích CĐTS hàng quý



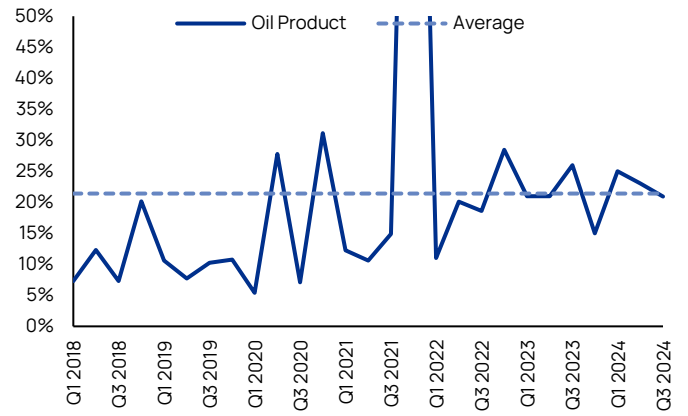
Nguồn: PVT, Vietcap

Hình 14: Biên LN gộp mảng vận tải dầu thô (*)



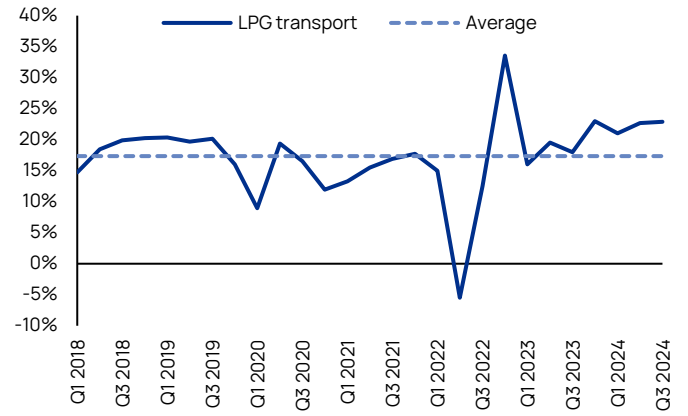
Nguồn: PVT, Vietcap (*:KQKD quý 4/2021 bất thường là do phân bổ doanh thu và chi phí từ dầu thô và sản phẩm dầu không đồng đều)

Hình 15: Biên LN gộp mảng vận tải sản phẩm dầu (*)



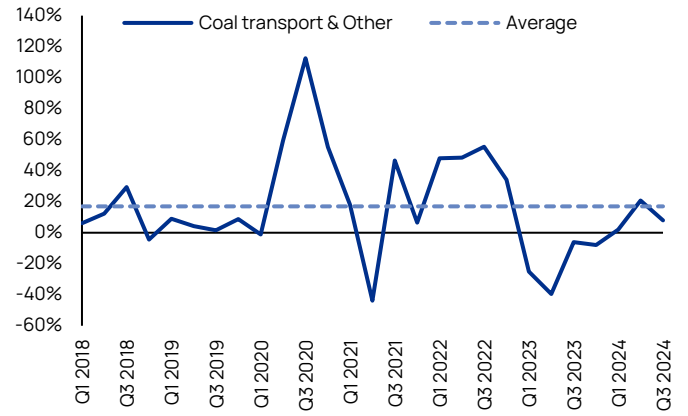
Nguồn: PVT, Vietcap, (*:KQKD quý 4/2021 bất thường là do phân bổ doanh thu và chi phí từ dầu thô và sản phẩm dầu không đồng đều)

Hình 16: Biên LN gộp mảng vận tải khí và LPG



Nguồn: PVT, Vietcap

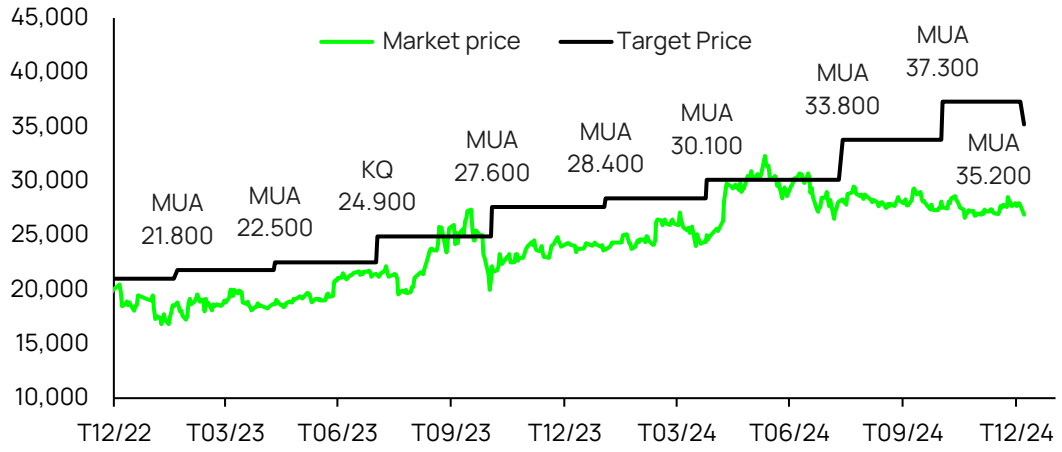
Hình 17: Biên LN gộp mảng vận tải hàng rời khô



Nguồn: PVT, Vietcap

Diễn biến khuyến nghị

Hình 18: Diễn biến khuyến nghị giá mục tiêu của Vietcap so với giá cổ phiếu (đồng/cổ phiếu)



Nguồn: Bloomberg, Vietcap

Báo cáo Tài chính

KQLN (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Doanh thu	**9.556**	**11.958**	**14.367**	**15.601**
Giá vốn hàng bán	-7.717	-9.281	-11.140	-12.296
Lợi nhuận gộp	**1.838**	**2.678**	**3.227**	**3.305**
Chi phí bán hàng	-13	-16	-19	-20
Chi phí quản lí DN	-410	-419	-445	-484
LN thuần HĐKD	**1.415**	**2.243**	**2.763**	**2.801**
Doanh thu tài chính	371	274	302	366
Chi phí tài chính	-466	-669	-604	-391
Trong đó, chi phí lãi vay	-355	-537	-531	-318
Lợi nhuận từ công ty LDLK	26	22	22	22
Lợi nhuận/ (chi phí) khác	202	134	26	26
LNTT	**1.549**	**2.005**	**2.508**	**2.825**
Thuế TNDN	-327	-401	-502	-565
LNST trước CĐTS	**1.222**	**1.604**	**2.007**	**2.260**
Lợi ích CĐ thiểu số	-249	-417	-522	-407
LN ròng sau CĐTS, báo cáo	**972**	**1.187**	**1.485**	**1.853**
LN ròng sau CĐTS, điều chỉnh	**811**	**1.079**	**1.464**	**1.832**
EBITDA	2.769	4.016	4.953	5.120
EPS báo cáo, VND	2.613	3.189	3.990	4.979
EPS điều chỉnh, VND	2.178	2.900	3.934	4.923
DPS báo cáo, VND	300	800	1.000	1.000
DPS/EPS báo cáo (%)	11,5%	25,1%	25,1%	20,1%

TỶ LỆ	2023	2024F	2025F	2026F
Tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	5,6%	25,1%	20,1%	8,6%
Tăng trưởng LN HĐKD	14,6%	58,5%	23,1%	1,4%
Tăng trưởng EPS, báo cáo	13,5%	22,1%	25,1%	24,8%
Tăng trưởng EPS, cốt lõi	29,3%	33,2%	35,6%	25,1%
Khả năng sinh lời				
Biên LN gộp %	19,2%	22,4%	22,5%	21,2%
Biên LN từ HĐ %	14,8%	18,8%	19,2%	18,0%
Biên EBITDA	29,0%	33,6%	34,5%	32,8%
LN ròng trừ CĐTS điều chỉnh	10,2%	9,9%	10,3%	11,9%
ROE %	15,2%	16,1%	17,5%	18,8%
ROA %	6,1%	6,2%	7,1%	8,7%
Chỉ số hiệu quả vận hành				
Số ngày tồn kho	9,7	8,0	8,0	8,0
Số ngày phải thu	49,1	50,0	50,0	50,0
Số ngày phải trả	38,0	35,0	35,0	35,0
TG luân chuyển tiền	20,9	23,0	23,0	23,0
Thanh khoản				
CS thanh toán hiện hành	1,9	2,2	2,5	2,9
CS thanh toán nhanh	1,8	2,1	2,4	2,8
CS thanh toán tiền mặt	0,3	0,4	0,7	0,9
Nợ/Tài sản	33,9%	37,6%	30,3%	23,8%
Nợ/Vốn sử dụng	39,6%	42,5%	34,3%	26,7%
Nợ/Vốn CSH	21,5%	37,4%	6,8%	-13,5%
Khả năng thanh toán lãi vay	4,0	4,2	5,2	8,8

BẢNG CĐKT (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền và tương đương	979	1.344	2.292	3.096
Đầu tư TC ngắn hạn	3.486	3.486	3.486	3.486
Các khoản phải thu	1.194	1.638	1.968	2.137
Hàng tồn kho	233	203	244	270
TS ngắn hạn khác	405	405	405	405
Tổng TS ngắn hạn	**6.297**	**7.077**	**8.395**	**9.394**
TS dài hạn (gộp)	16.179	20.367	21.660	23.507
- Khấu hao lũy kế	-6.091	-7.863	-10.054	-12.373
TS dài hạn (ròng)	10.088	12.504	11.606	11.135
Đầu tư TC dài hạn	46	46	46	46
TS dài hạn khác	1.058	1.058	1.058	1.058
Tổng TS dài hạn	**11.192**	**13.609**	**12.711**	**12.239**
Tổng Tài sản	**17.490**	**20.685**	**21.106**	**21.632**
Phải trả ngắn hạn	794	890	1.068	1.179
Nợ ngắn hạn	1.388	1.386	1.433	1.463
Nợ ngắn hạn khác	1.210	957	862	624
Tổng nợ ngắn hạn	3.392	3.233	3.364	3.266
Nợ dài hạn	4.540	6.397	4.966	3.687
Nợ dài hạn khác	527	527	527	527
Tổng nợ	**8.460**	**10.157**	**8.856**	**7.479**
Cổ phiếu ưu đãi	0	0	0	0
Vốn cổ phần	3.237	3.560	3.560	3.560
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0
Cổ phiếu quỹ	0	0	0	0
Lợi nhuận giữ lại	3.574	4.331	5.531	7.028
Vốn khác	0	0	0	0
Lợi ích CĐTS	2.220	2.637	3.158	3.565
Vốn chủ sở hữu	**9.030**	**10.528**	**12.249**	**14.153**
Tổng cộng nguồn vốn	**17.490**	**20.685**	**21.106**	**21.632**
CP lưu hành cuối năm (triệu)	324	356	356	356

LƯU CHUYỂN TIỀN TỆ (tỷ đồng)	2023	2024F	2025F	2026F
Tiền đầu năm	**1.798**	**980**	**1.344**	**2.292**
Lợi nhuận sau thuế	972	1.187	1.485	1.853
Khấu hao	1.354	1.772	2.190	2.319
Thay đổi vốn lưu động	3	-572	-287	-322
Điều chỉnh khác	-630	0	0	0
Tiền từ hoạt động KD	**1.699**	**2.387**	**3.388**	**3.850**
Chi mua sắm TSCĐ, ròng	-4.112	-4.188	-1.293	-1.847
Đầu tư, ròng	-488	0	0	0
Tiền từ HĐ đầu tư	**-4.600**	**-4.188**	**-1.293**	**-1.847**
Cổ tức đã trả	-172	-430	-285	-356
Tăng (giảm) vốn	0	324	0	0
Tăng (giảm) nợ ngắn hạn	288	-1	47	29
Tăng (giảm) nợ dài hạn	1.949	1.857	-1.432	-1.279
Tiền từ các hoạt động TC khác	17	417	522	407
Tiền từ hoạt động TC	**2.082**	**2.166**	**-1.148**	**-1.199**
Tổng lưu chuyển tiền tệ	**-818**	**364**	**948**	**804**
Tiền cuối năm	**980**	**1.344**	**2.292**	**3.096**

Nguồn: PVT, Dự báo của Vietcap

Phụ lục

1. Thị trường tàu chở dầu vẫn khả quan với giá cước thuê tàu dự kiến sẽ ở mức cao trong giai đoạn 2024-2026 so với trước khi diễn ra cuộc xung đột Nga-Ukraine

Tổng quan:

Kể từ năm 2022, xung đột Nga-Ukraine đã tạo ra sự thay đổi mang tính cấu trúc trong các tuyến đường vận chuyển dầu thô, sản phẩm dầu, hóa chất, LPG và than đá, qua đó làm tăng nhu cầu tấn dặm do quãng đường vận chuyển dài hơn. EU đã ngừng nhập khẩu dầu từ Nga nhưng lại nhập khẩu nhiều sản phẩm dầu mỏ hơn từ châu Á (Ấn Độ) cũng như từ Mỹ. Đồng thời, Nga cũng xuất khẩu nhiều dầu thô hơn sang châu Á, qua đó khiến cho nhu cầu tấn-dặm gia tăng.

Hình 19: Các yếu tố khiến cho nhu cầu tấn-dặm tăng trong giai đoạn 2022-2024

Yếu tố tác động	Tác động đến nhu cầu tấn-dặm
Xung đột Nga-Ukraine (2022)	- Thay đổi cấu trúc trong các tuyến vận chuyển dầu thô, sản phẩm dầu, hóa chất, LPG và than đá. - Các quốc gia châu Âu tìm kiếm nguồn cung thay thế, dẫn đến quãng đường vận chuyển dài hơn. - Nga chuyển hướng xuất khẩu sang châu Á, khiến cho quãng đường vận chuyển bị kéo dài hơn.
Căng thẳng Biển Đỏ (Cuối năm 2023)	- Căng thẳng địa chính trị tiếp tục gây gián đoạn các tuyến đường truyền thống. - Các tàu tránh Kênh đào Suez, chọn các tuyến đường dài hơn qua Mũi Hảo Vọng, làm tăng quãng đường vận chuyển.
Gián đoạn tại Kênh đào Panama (Cuối năm 2023)	- Mực nước thấp gây ra hạn chế về số lượng tàu qua lại. - Các tàu phải chuyển hướng qua các tuyến thay thế dài hơn, từ đó làm gia tăng thêm nhu cầu tấn-dặm. Mặc dù các gián đoạn tại Kênh đào Panama đã thuyên giảm vào cuối năm 2024 nhờ mực nước được cải thiện, nhưng hai yếu tố địa chính trị vẫn tiếp tục ảnh hưởng đến động lực vận chuyển toàn cầu, và các giải pháp để giải quyết chúng vẫn còn đang bỏ ngõ.

Nguồn: Vietcap

Cung và cầu của tàu chở dầu thô và sản phẩm dầu

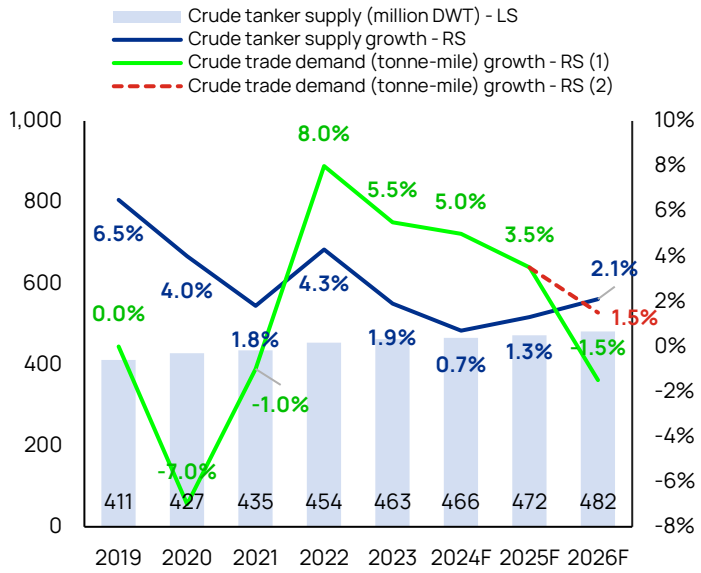
Thị trường tàu chở dầu thô dự kiến sẽ tăng nhẹ vào năm 2025 nhưng có khả năng sẽ giảm vào năm 2026 nếu căng thẳng tại Biển Đỏ hạ nhiệt

- Báo cáo tháng 11/2024 của BIMCO dự báo tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm sẽ đạt mức 3,5% vào năm 2025 (tăng từ mức 3% trong báo cáo tháng 8/2024). Mức tăng trưởng này được thúc đẩy bởi khoảng cách vận chuyển xa hơn do căng thẳng tại Biển Đỏ và sự mất cân đối cung cầu trong khu vực. Với nguồn cung tàu chỉ tăng 1,3% YoY vào năm 2025, tương ứng với việc chênh lệch cung cầu sẽ được nới rộng hơn so với dự báo trước đó.
- Đối với năm 2026, nhu cầu tấn-dặm có thể sẽ giảm 1,5% nếu căng thẳng tại Biển Đỏ hạ nhiệt hoặc tăng 1,5% nếu căng thẳng tiếp tục kéo dài. Tuy nhiên, với việc nguồn cung dự kiến tăng 2,1% YoY, thị trường có khả năng sẽ giảm nhẹ trong cả hai kịch bản.

Thị trường tàu trở sản phẩm dầu dự kiến sẽ tiếp tục thắt chặt trong năm 2025 nhưng sẽ giảm nhẹ trong năm 2026 do tăng trưởng nguồn cung cao hơn

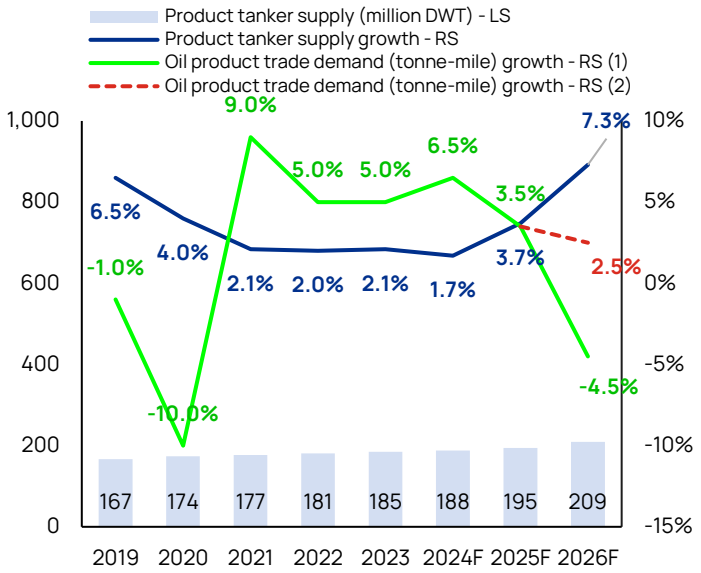
- Báo cáo tháng 11/2024 của BIMCO dự báo tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm sẽ đạt mức 3,5% vào năm 2025 (tăng từ mức 2% trong báo cáo tháng 8/2024). Mức tăng trưởng này chủ yếu được thúc đẩy bởi căng thẳng tại Biển Đỏ và việc chuyển hướng sang các tuyến vận tải khác của các tàu chở dầu. Nguồn cung dự kiến sẽ tăng 3,7% YoY, cho thấy thị trường sẽ ở trạng thái cân bằng.
- Đối với năm 2026, nhu cầu tấn-dặm được dự báo sẽ giảm 4,5% YoY nếu căng thẳng tại Biển Đỏ hạ nhiệt hoặc tăng 2,5% nếu căng thẳng tiếp tục kéo dài. Trong khi đó, nguồn cung dự kiến sẽ tăng 7,3%, đạt mức tăng trưởng cao nhất kể từ năm 2019 và vượt qua nhu cầu. Dù vậy, nhu cầu tấn-dặm dự kiến vẫn sẽ duy trì ở mức cao hơn 27–36% so với mức được ghi nhận trong năm 2021, trong khi nguồn cung dự kiến sẽ chỉ cao hơn 20% so với mức trên. Sự mất cân đối này có khả năng sẽ giữ giá cước ở mức cao hơn so với mức năm 2021, qua đó hỗ trợ cho giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu.

Hình 20: Cung – cầu thương mại dầu thô



Nguồn: BIMCO, Clarksons, PVT, Vietcap (Dữ liệu tính đến tháng 11/2024). (1) Giả định của BIMCO về việc căng thẳng tại Biển Đỏ sẽ giảm vào cuối năm 2025. (2) Giả định của BIMCO rằng căng thẳng tại Biển Đỏ sẽ tiếp tục kéo dài và không cho phép tàu thuyền quay lại các tuyến vận tải bình thường vào năm 2026.

Hình 21: Cung – cầu thương mại sản phẩm dầu



Nguồn: BIMCO, Clarksons, PVT, Vietcap (Dữ liệu tính đến tháng 11/2024). (1) Giả định của BIMCO rằng căng thẳng tại Biển Đỏ sẽ giảm vào cuối năm 2025, (2) Giả định của BIMCO rằng căng thẳng tại Biển Đỏ sẽ tiếp tục kéo dài và không cho phép tàu thuyền quay lại các tuyến vận tải bình thường vào năm 2026.

Giá cước thuê tàu chở dầu thô và sản phẩm dầu trên thị trường

Hình 22: Tổng hợp giá cước thuê tàu chở dầu trong quý 4/2024 và năm 2024

'000 USD/ngày	Quý 4/2024	QoQ	YoY	Quý 4/2024 s/v năm 2021 (trước xung đột Nga-Ukraine)	Năm 2024	YoY
Aframax	36,1	-22%	-14%	2,2x	44,9	3,1%
Tàu tầm trung (MR)	22,9	-19%	-12%	1,7x	27,8	3,9%
Handymax	23,8	-14%	-3%	2,2x	26,7	11,0%

Nguồn: Alibra, Bloomberg, Vietcap (Lưu ý: Chúng tôi sử dụng giá cước tàu Aframax làm tiêu chuẩn cho giá cước tàu chở dầu thô, giá cước tàu MR cho tàu chở sản phẩm dầu, và giá cước tàu Handymax cho tàu sản phẩm hóa dầu)

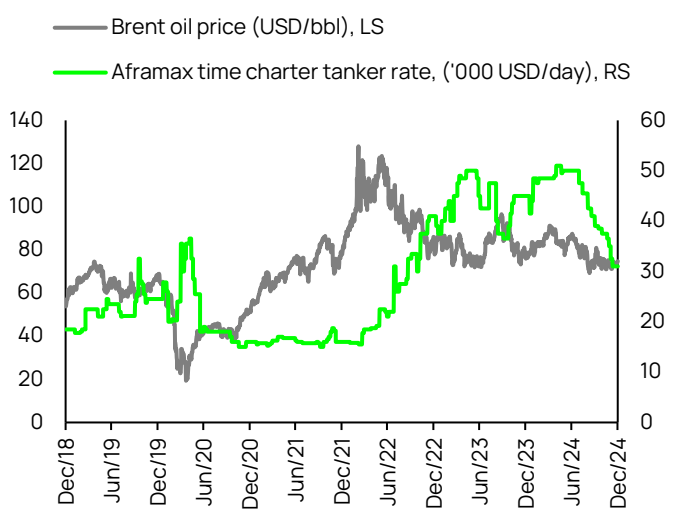
Giá cước thuê tàu chở dầu thô:

- Giá cước tàu chở dầu thô tăng 3,1% YoY trong năm 2024, thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi là 9% YoY do nhu cầu dầu thô giảm trong quý 4/2024.
- Đối với năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá cước tàu chở dầu thô sẽ tăng 2% YoY, được hỗ trợ bởi việc tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm đạt mức cao hơn so với tăng trưởng nguồn cung tàu chở dầu.
- Tuy nhiên, vào năm 2026, chúng tôi dự báo giá cước sẽ giảm 2% YoY do tăng trưởng nguồn cung dự kiến sẽ đạt mức cao hơn so với tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm.

Giá thuê tàu chở sản phẩm dầu:

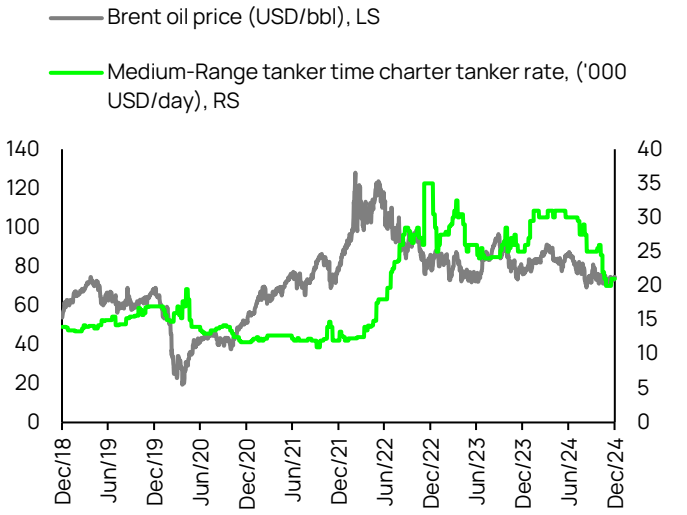
- Giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu đã tăng 3,9% YoY trong năm 2024, thấp hơn dự báo trước đó của chúng tôi là 7% YoY. Chúng tôi cho rằng nguyên nhân là do các khoản lỗ được ghi nhận bởi các công ty vận hành nhà máy lọc dầu trong quý 3/2024 và việc tạm ngừng hoạt động trong quý 4/2024 của các công ty này, từ đó khiến cho sản lượng vận chuyển giảm.
- Chúng tôi duy trì dự báo giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu sẽ giảm 2% YoY trong năm 2025 do tăng trưởng cung-cầu đạt mức cân bằng.
- Vào năm 2026, chúng tôi dự kiến giá cước sẽ giảm 5% YoY; tuy nhiên, giá vẫn sẽ duy trì ở mức cao hơn đáng kể so với giai đoạn trước xung đột Nga-Ukraine, từ đó mang lại sự hỗ trợ liên tục cho các công ty vận tải tàu chở dầu.

Hình 23: Giá dầu Brent và giá cước thuê định hạn tàu chở dầu thô Aframax (100.000 DWT)



Nguồn: Alibra, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 31/12/2024)

Hình 24: Giá dầu Brent và giá cước tàu chở sản phẩm dầu tầm trung (45.000 DWT), tàu chở sản phẩm dầu



Nguồn: Alibra, Vietcap (dữ liệu tính đến ngày 31/12/2024)

Giá cước thuê tàu chở dầu của PVT

Giá cước thuê tàu chở dầu thô của PVT:

- **Đối với thị trường trong nước, Chúng tôi tiếp tục duy trì giả định giá cước ở mức không đổi so với cùng kỳ năm trước vào năm 2025 đối với hoạt động vận chuyển dầu thô cho BSR**, chiếm 80% khối lượng vận chuyển dầu thô của PVT. Hợp đồng hiện tại đã được gia hạn vào đầu năm 2023 với mức tăng giá 5%, đã được cố định trong khoảng thời gian 2 năm, và sẽ được gia hạn vào đầu năm 2025. BSR cũng kỳ vọng giá cước sẽ không thay đổi trong lần gia hạn sắp tới.
- **Đối với thị trường quốc tế, Chúng tôi vẫn giữ nguyên giả định rằng giá cước sẽ tăng 2% vào năm 2025, nhưng điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng giá cước năm 2026 của chúng tôi từ mức +2% xuống -2%,** do tăng trưởng nguồn cung tàu dự kiến sẽ ở mức cao hơn so với tăng trưởng nhu cầu tấn-dặm trong năm 2026.

Giá cước thuê tàu chở sản phẩm dầu của PVT:

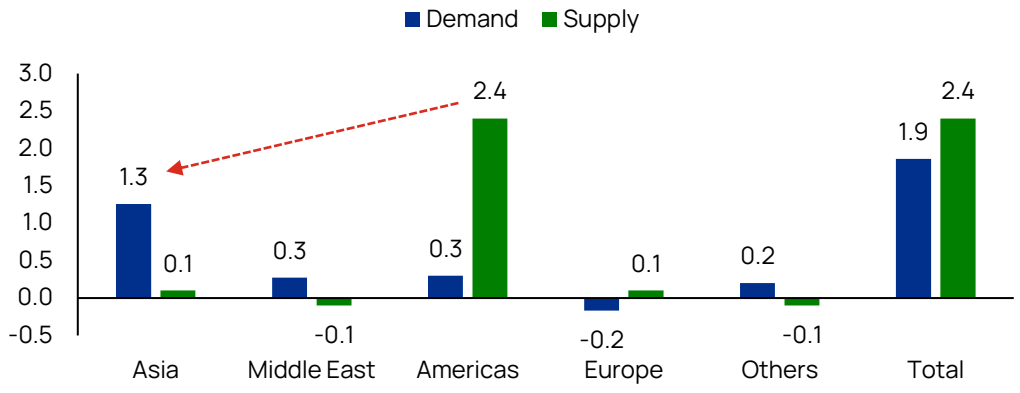
- **Chúng tôi giữ nguyên giả định rằng giá cước năm 2025 sẽ giảm 2% YoY.**
- **Chúng tôi điều chỉnh giảm giả định tăng trưởng giá cước năm 2026 xuống mức -5% (so với mức -2% trước đây).** Điều chỉnh này phản ánh dự báo của BIMCO rằng tăng trưởng nguồn cung sẽ ở mức 7,3% vào năm 2026 (mức cao nhất kể từ năm 2019), vượt qua tăng trưởng nhu cầu tấn dặm là 2,5%, ngay cả khi căng thẳng tại Biển Đỏ vẫn tiếp tục kéo dài.
- Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng thị trường vẫn sẽ duy trì ở mức cao, do nhu cầu tấn-dặm dự kiến sẽ duy trì ở mức cao hơn 36% so với mức năm 2021, trong khi nguồn cung chỉ cao hơn 20% so với mức trên. Ngoài ra, PVT đã lưu ý rằng ngay cả khi căng thẳng tại Biển Đỏ hạ nhiệt vào năm 2026, các công ty vận tải và khách thuê tàu có thể sẽ chỉ cần 1-2 năm để chuyển dịch sang các tuyến thương mại mới, từ đó làm trì hoãn trì bất kỳ tác động đáng kể nào cho đến năm 2027 hoặc muộn hơn.

Giá cước thuê tàu chở hóa chất của PVT:

- **Chúng tôi tiếp tục giữ nguyên dự báo rằng giá cước thuê tàu chở hóa chất của PVT sẽ tăng, tương tự như dự báo của Clarksons.** Trong năm 2024, giá cước tàu Handymax (tham chiếu cho tàu chở hóa chất) đã tăng 11% YoY, mức tăng mạnh nhất trong các loại tàu chở dầu. Ngoài ra, Clarksons cũng dự báo giá cước thuê tàu chở hóa chất sẽ lần lượt tăng 7%/2%/2% trong các năm 2024/2025/2026.

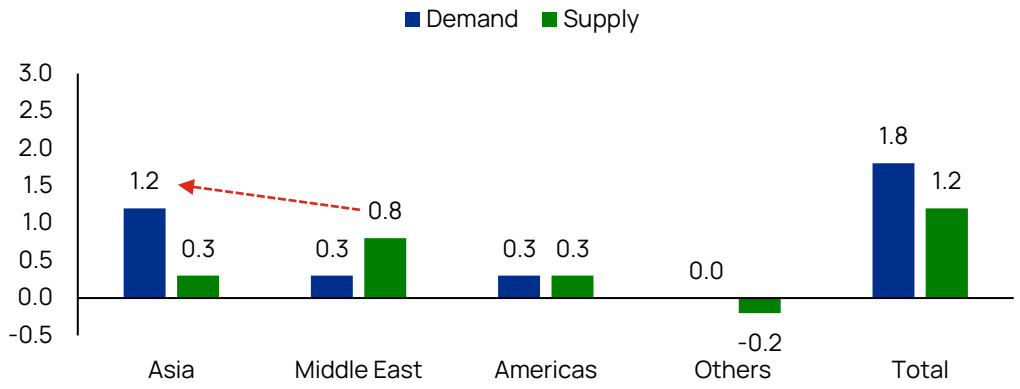
2. Sự mất cân đối cung cầu giữa các khu vực dự kiến sẽ hỗ trợ cho tăng trưởng dài hạn của nhu cầu tấn-dặm

Hình 25: Tăng trưởng cung và cầu dầu thô tích lũy theo khu vực, 2023-2025 (triệu thùng/ngày)



Nguồn: IEA (Báo cáo tháng 9/2024), Vietcap ước tính (Lưu ý: Nguồn cung trong hình này không thuộc nhóm OPEC+)

Hình 26: Tăng trưởng cung và cầu sản phẩm dầu tích lũy theo khu vực, 2023-2025 (triệu thùng/ngày)



Nguồn: BIMCO (Báo cáo tháng 11/2024), Vietcap ước tính

3. Đội tàu của PVT tính đến cuối năm 2024 (không bao gồm đội tàu theo hợp đồng thuê tàu trần)

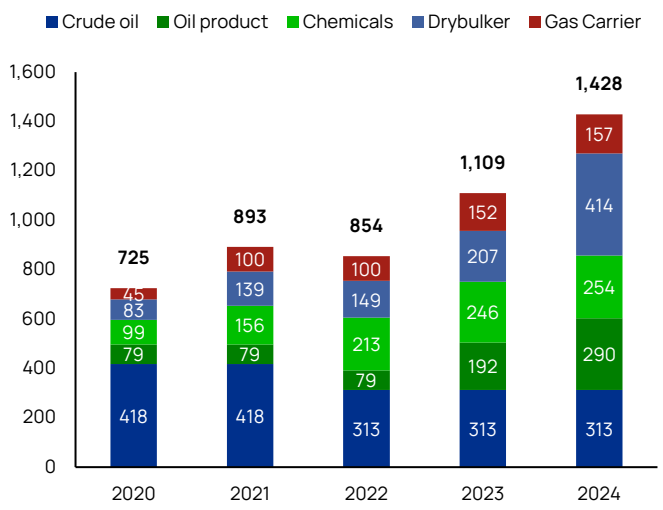
Năm 2023, PVT đã chi 4,1 nghìn tỷ đồng (mức cao nhất trong 10 năm qua) để mở rộng công suất đội tàu thêm 30% lên mức 1,1 triệu DWT.

Năm 2024, Chúng tôi ước tính PVT đã tiếp tục chi 4,1 nghìn tỷ đồng (+2% YoY) để mở rộng đội tàu thêm khoảng 30%, qua đó nâng tổng công suất đội tàu lên mức 1,4 triệu DWT.

Vào cuối năm 2024, PVT đã mở rộng công suất đội tàu bằng cách mua thêm hai tàu chở hàng rời khô với tổng công suất 114.600 DWT. Việc này đã tăng tổng công suất đội tàu của công ty thêm 9% lên mức 1,4 triệu DWT (+29% YoY), trong đó công suất tàu hàng rời khô đã tăng 38% lên mức 414.000 DWT (+101% YoY). Theo Bloomberg, chi phí đầu tư cho các tàu này cũng tương đương với mức chi phí của PVT Coral và PVT Peridot (18 triệu USD).

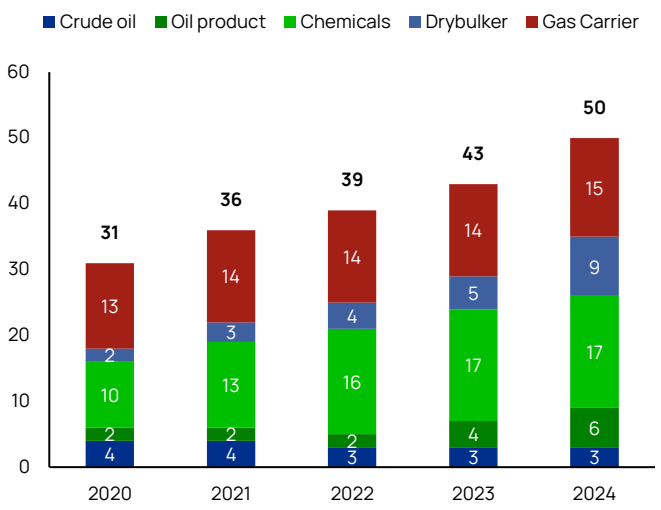
- Trong tháng 11/2024, PVT Logistics (PDV), công ty con do PVT sở hữu 52% cổ phần, đã tiếp nhận một tàu 14 năm tuổi mang tên PVT Coral. Tàu PVT Coral, được phân loại là tàu chở hàng rời Supramax với công suất 57.254 DWT, và dự kiến sẽ hoạt động tại các thị trường quốc tế.
- Trong tháng 12/2024, công ty mẹ của PVT đã tiếp nhận một tàu 12 năm tuổi mang tên PVT Peridot. Tàu PVT Peridot, được phân loại là tàu chở hàng rời Supramax với công suất 57.346 DWT, và dự kiến sẽ hoạt động tại các thị trường quốc tế.

Hình 27: Công suất đội tàu của PVT ('000 DWT)



Nguồn: PVT, Vietcap

Hình 28: Số lượng tàu của PVT



Nguồn: PVT, Vietcap (Lưu ý: Không bao gồm đội tàu theo hợp đồng thuê tàu trần)

Liên hệ

CTCP Chứng khoán Vietcap (Vietcap)

www.vietcap.com.vn

Trụ sở chính
Tháp tài chính Bitexco, tầng 15,
Số 2 Hải Triều, Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588

Chi nhánh Hà Nội
109 Trần Hưng Đạo
Quận Hoàn Kiếm, Hà Nội
+84 24 6262 6999

Phòng giao dịch Nguyễn Huệ
Tòa nhà Vinatex,
Tầng 1&3, Số 10 Nguyễn Huệ,
Quận 1, TP. HCM
+84 28 3914 3588 (417)

Phòng giao dịch Hàm Nghi
Tòa nhà Doji,
Tầng 16, số 81-83-83B-85 Hàm Nghi,
Quận 1, Tp. HCM
+84 28 3914 3588 (400)

Phòng giao dịch Đống Đa
9 ngõ 82 Phạm Ngọc Thạch,
Phường Quang Trung, Quận Đống Đa, HN
+84 24 6262 6999

Phòng Nghiên cứu và Phân tích

Research Team: +84 28 3914 3588
research@vietcap.com.vn

Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
nam.hoang@vietcap.com.vn

Ngân hàng, Chứng khoán và Bảo hiểm
Nguyễn Anh Duy
Trưởng phòng cao cấp, ext 123
- Huỳnh Thị Hồng Ngọc, Trưởng phòng, ext 138
- Hồ Thu Nga, Chuyên viên, ext 516

Vĩ mô
Hoàng Thúy Lương
Trưởng phòng cao cấp, ext 368
- Đào Minh Quang, Chuyên viên, ext 368

Hàng tiêu dùng
Hoàng Nam
Giám đốc, ext 124
- Huỳnh Thu Hà, Chuyên viên cao cấp, ext 185
- Mai Đoàn Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 538
- Lý Phúc Thanh Ngân, Chuyên viên, ext 532

Dầu khí, Điện và Nước
Đinh Thị Thùy Dương
Phó Giám đốc, ext 140
- Dương Tấn Phước, Chuyên viên, ext 135
- Đỗ Công Anh Tuấn, Chuyên viên, ext 181

Bất động sản
Lưu Bích Hồng,
Trưởng phòng cao cấp, ext 120
- Phạm Nhật Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 149
- Thân Như Đoan Thục, Chuyên viên, ext 174

Công nghiệp và Cơ sở hạ tầng
Nguyễn Thảo Vy
Trưởng phòng cao cấp, ext 147
- Nguyễn Thị Ngọc Hân, Chuyên viên, ext 191
- Hoàng Gia Huy, Chuyên viên, ext 526

Khách hàng cá nhân
Vũ Minh Đức - Phó Giám đốc, ext 363
- Nguyễn Quốc Nhật Trung, Trưởng phòng, ext 129
- Tống Hoàng Trâm Anh, Chuyên viên cao cấp, ext 366
- Vũ Thị Minh Ngọc, Chuyên viên, ext 365
- Lê Hải Đăng, Chuyên viên, ext 570

Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức

Tuan Nhan
Giám đốc điều hành
Khối môi giới và Giao dịch Chứng khoán – Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 107
tuan.nhan@vietcap.com.vn

Châu Thiên Trúc Quỳnh
Giám đốc điều hành
Khối Môi giới trong nước
+84 28 3914 3588, ext 222
quynh.chau@vietcap.com.vn

Nguyễn Quốc Dũng,
Giám đốc
Giao dịch Chứng khoán - Khách hàng tổ chức
+84 28 3914 3588, ext 136
dung.nguyen@vietcap.com.vn

Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Tôi, Dương Tấn Phước, xác nhận rằng những quan điểm được trình bày trong báo cáo này phản ánh đúng quan điểm cá nhân của chúng tôi về công ty này. Chúng tôi cũng xác nhận rằng không có phần thù lao nào của chúng tôi đã, đang, hoặc sẽ trực tiếp hay gián tiếp có liên quan đến các khuyến nghị hay quan điểm thể hiện trong báo cáo này. Các chuyên viên phân tích nghiên cứu phụ trách các báo cáo này nhận được thù lao dựa trên nhiều yếu tố khác nhau, bao gồm chất lượng, tính chính xác của nghiên cứu, và doanh thu của công ty, trong đó bao gồm doanh thu từ các đơn vị kinh doanh khác như bộ phận Môi giới tổ chức, hoặc Tư vấn doanh nghiệp.

Phương pháp định giá và Hệ thống khuyến nghị của Vietcap

Nội dung chính trong hệ thống khuyến nghị: Khuyến nghị được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu để đạt đến giá mục tiêu, được xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại và không liên quan đến hoạt động thị trường. Công thức này được áp dụng từ ngày 1/1/2014.

Các khuyến nghị	Định nghĩa
MUA	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên 20%
KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dương **từ** 10%-20%
PHÙ HỢP THỊ TRƯỜNG	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ dao động giữa âm 10% và dương 10%
KÉM KHẢ QUAN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm từ 10-20%
BÁN	Tổng lợi nhuận cổ đông (bao gồm cổ tức) trong 12 tháng tới dự báo sẽ âm trên 20%
KHÔNG ĐÁNH GIÁ	Bộ phận nghiên cứu đang hoặc có thể sẽ nghiên cứu cổ phiếu này nhưng không đưa ra khuyến nghị hay giá mục tiêu vì lý do tự nguyện hoặc chỉ để tuân thủ các quy định của luật và/hoặc chính sách công ty trong trường hợp nhất định, bao gồm khi Vietcap đang thực hiện dịch vụ tư vấn trong giao dịch sáp nhập hoặc chiến lược có liên quan đến công ty đó.
KHUYẾN NGHỊ TẠM HOÃN	Hình thức đánh giá này xảy ra khi chưa có đầy đủ thông tin cơ sở để xác định khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu. Khuyến nghị đầu tư hoặc giá mục tiêu trước đó, nếu có, không còn hiệu lực đối với cổ phiếu này.

Trừ khi có khuyến cáo khác, những khuyến nghị đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng. Những biến động giá trong tương lai có thể làm cho các khuyến nghị tạm thời không khớp với mức chênh lệch giữa giá thị trường của cổ phiếu và giá mục tiêu nên việc việc diễn giải các khuyến nghị đầu tư cần được thực hiện một cách linh hoạt.

Rủi ro: Tình hình hoạt động trong quá khứ không nhất thiết sẽ diễn ra tương tự cho các kết quả trong tương lai. Tỷ giá ngoại tệ có thể ảnh hưởng bất lợi đến giá trị, giá hoặc lợi nhuận của bất kỳ chứng khoán hay công cụ tài chính nào có liên quan được nói đến trong báo cáo này. Để được tư vấn đầu tư, thực hiện giao dịch hoặc các yêu cầu khác, khách hàng nên liên hệ với đơn vị đại diện kinh doanh của khu vực để được giải đáp.

Khuyến cáo

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Báo cáo này được viết dựa trên nguồn thông tin đáng tin cậy vào thời điểm công bố, Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap không chịu trách nhiệm về độ chính xác của những thông tin này, Quan điểm, dự báo và những ước lượng 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 Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước, Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các tổ chức đầu tư cũng như các nhà đầu tư cá nhân của Công ty cổ phần chứng khoán Vietcap và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này, Quyết định của nhà đầu tư nên dựa vào những sự tư vấn độc lập và thích hợp với tình hình tài chính cũng như mục tiêu đầu tư riêng biệt, Báo cáo này không được phép sao chép, tái tạo, phát hành và phân phối với bất kỳ mục đích nào nếu không được sự chấp thuận bằng văn bản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Vietcap, Xin vui lòng ghi rõ nguồn trích dẫn nếu sử dụng các thông tin trong báo cáo này.