

## Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (HSX: PVT)

- PVT ghi nhận doanh thu và lợi nhuận tăng lần lượt 1.1% và 23.7% so với cùng kỳ trong Q1/23
- Doanh thu năm 2023/2024 được dự báo tăng 12.1%/8.8% svck nhờ triển vọng tích cực từ thị trường vận tải dầu khí quốc tế, tuy nhiên lợi nhuận ròng năm 2023 chỉ tăng 2.1% do lãi từ thanh lý tàu không cao như 2022.
- Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **Mua** với giá mục tiêu 26,800 đồng/cp.

### Mảng vận tải tiếp tục hưởng lợi từ thị trường tàu chở dầu quốc tế

Chúng tôi cho rằng khai thác thị trường quốc tế sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2023-2025 của PVT, với số chuyến cho thuê quốc tế của PVT trong năm 2023 sẽ tăng 22% so với cùng kỳ nhờ đội tàu hoạt động tại thị trường quốc tế tăng 11.4% và tỷ lệ huy động tăng 14%. Ngoài ra, giá cước bình quân neo cao ở đa phần các loại hình vận tải, giúp doanh thu mảng vận tải quốc tế của PVT dự báo tăng 25%/16% svck trong giai đoạn 2023-2024.

### Kế hoạch mở rộng đội tàu

Trong năm 2023, PVT đặt kế hoạch đầu tư tàu cho công ty mẹ với mức đầu tư 164 triệu USD (65% là vốn vay), trong đó hầu hết là dự án chuyển tiếp, bổ sung chủng loại tàu. Tính đến thời điểm hiện tại, PVT đã hoàn thành gần một nửa các kế hoạch đầu tư tàu đặt ra trong năm nay đồng thời linh hoạt trong việc thực hiện các phương án. Chúng tôi cho rằng PVT sẽ mở rộng đội tàu lên 45 tàu trong năm 2023, nâng tổng trọng tải lên 25% svck từ đó tăng khả năng đáp ứng nhu cầu vận tải dầu trên thị trường quốc tế.

### Dự báo KQKD 2023-2024

Chúng tôi dự báo doanh thu của PVT trong giai đoạn 2023-2024 lần lượt tăng trưởng 12.1% và 8.8% svck, trong đó doanh thu mảng vận tải tăng 14.6% và 10% svck, chiếm khoảng 77% tổng doanh thu. Lợi nhuận ròng trong năm 2023/2024 được dự phóng chỉ tăng nhẹ 2.1%/6.8% svck do không ghi nhận các khoản lãi từ thanh lý tàu lớn như năm 2022.

### Khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 26,800 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị Mua đối với cổ phiếu PVT, giá mục tiêu 26,800 đồng/cp, tiềm năng tăng giá 15.5%, thị suất cổ tức 1.3%. Mức giá này phản ánh kỳ vọng của chúng tôi về việc lợi nhuận duy trì khả quan trong giai đoạn 2023-2024 so với mức nền cao của năm 2022 do cung tàu chở dầu thế giới tiếp tục thu hẹp trong khi cầu thế giới giữ đà tăng. Các rủi ro chính đối với khuyến nghị bao gồm: chi phí lãi vay tăng cao hơn dự kiến, giá cước cho thuê không cao như kỳ vọng và đội tàu mở rộng chậm hơn dự kiến.

Chỉ tiêu tài chính	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024
Doanh thu thuần	7,460	9,047	10,145	11,034
Lợi nhuận ròng	660	857	876	935
Tăng trưởng doanh thu thuần	1.0%	21.3%	12.1%	8.8%
Tăng trưởng LN ròng	-1.4%	30.0%	2.1%	6.8%
Biên LN gộp	16.6%	18.3%	17.9%	17.4%
Biên EBITDA	28.0%	31.7%	28.2%	27.3%
ROAE	13.1%	15.3%	13.9%	13.6%
ROAA	5.6%	6.4%	5.9%	5.8%
EPS (VND/cổ phiếu)	2,038	2,649	2,705	2,890
BVPS (VND/cổ phiếu)	16,051	18,546	20,251	22,141

Nguồn: BCTC PVT, MBS dự phóng và tổng hợp

MUA

Giá mục tiêu

VND 26,800

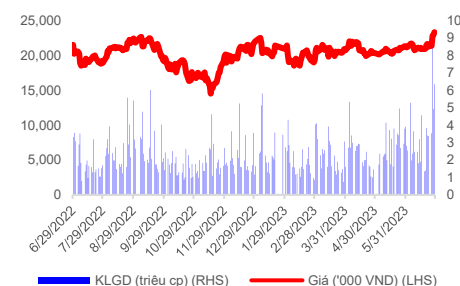
Tiềm năng tăng giá

15.5%

### Thay đổi trọng yếu trong báo cáo

n/a

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

Giá thị trường (VND)	23,200
Cao nhất 52 tuần (VND)	23,550
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14,500
Vốn hóa (tỷ VND)	2,648
P/E (TTM)	13.81
P/B	1.3
Thị suất cổ tức (%)	1.3%
Tỷ lệ SH nước ngoài (%)	17.7%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

Tập đoàn Dầu khí Việt Nam	51%
Khác	49%

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Chuyên viên phân tích

Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

## Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (HSX: PVT)

### Cập nhật kết quả kinh doanh Quý 1/2023

#### Doanh thu ổn định, LNST tăng mạnh so với cùng kỳ

Hình 1: So sánh các kết quả Q1/2023 (Đơn vị: tỷ VND)

Các tiêu chí KQKD	Q1/2023	Q1/2022	Tăng trưởng so với cùng kỳ (%)	Tăng trưởng so với quý trước (%)	Đánh giá
<b>Doanh thu</b>	<b>2,043</b>	<b>2,022</b>	<b>1.1%</b>	<b>-16.2%</b>	
- Vận tải dầu thô	341	313	8.9%	-20.1%	Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn gặp sự cố kỹ thuật trong Q1/23 dẫn đến sản lượng vận chuyển nội địa giảm khoảng 12% nhưng được bù lại bởi giá cước nội địa tăng 5% và giá cước quốc tế tăng 71% svck.
- Vận tải dầu thành phẩm/hóa chất	639	454	40.7%	-1.4%	So với Q1/2022, PVT bổ sung 3 tàu chạy tuyến quốc tế, giúp công suất mảng vận tải dầu thành phẩm tăng khoảng 23% svck, bên cạnh đó giá cước quốc tế tăng khoảng 13% svck nhờ tái ký hợp đồng.
- Vận tải LPG	644	611	5.4%	4.4%	
- Vận tải hàng rời	33	75	-56%	-60.7%	Giá cước hợp đồng tái ký giảm mạnh khoảng 32.5% svck theo diễn biến thị trường quốc tế.
- Khác	386	569	-32.1%	-41.8%	
Biên lợi nhuận gộp	16%	14.4%	1.6 điểm %	-2 điểm %	
Biên EBITDA	33%	28%	5 điểm %	2 điểm %	Biên EBITDA tăng nhìn chung do các mảng đều ghi nhận giá cước tăng trong khi giá nguyên liệu hạ nhiệt so với đầu năm 2022.
Chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp	(60.1)	(54.3)	10.8%	-60.7%	
% chi phí bán hàng và Quản lý doanh nghiệp/Doanh thu	2.9%	2.7%			
Chi phí tài chính	(81.5)	(50.0)	63.1%	-0.9%	Tăng vay nợ để mở rộng đội tàu (vay ngắn hạn tăng 17% svck, tổng vay nợ tăng 1.7% svck), áp lực lãi suất cao hơn do LIBOR tăng.
LNTT	300.7	239.3	25.7%	-16.9%	
Thuế TNDN	(60.5)	(45.1)	34.1%	-29.2%	
LNST	240.2	194.5	23.7%	-13.1%	

Nguồn: PVT, MBS Research

#### Cập nhật sơ bộ hoạt động kinh doanh Q2/2023

- Mảng vận tải dầu thành phẩm/hóa chất: Trong Q2/2023, PVTrans Pacific, công ty con của PVT, đã tiếp nhận một tàu chở dầu hóa chất tầm trung (Mid Range - MR) với trọng tải 50,057 DWT, tăng đội tàu hoạt động chuyển quốc tế và từ đó có thể tăng khả năng đáp ứng nhu cầu vận tải dầu hóa chất trên thị trường quốc tế.

- Mảng vận tải LPG: PVT có kế hoạch nhận thêm 1 tàu chở LPG cỡ lớn (Very Large Gas Carrier - VLGC) trong tháng 7/2023 và kế hoạch này sẽ giúp tăng khả năng của PVT trong việc đáp ứng nhu cầu vận tải LPG quốc tế vào nửa cuối năm nếu được thực hiện.
- Mảng vận tải dầu thô: Các hợp đồng cho thuê tàu chở dầu thô quốc tế được kỳ vọng tái ký hợp đồng trong T5/2023 với giá duy trì ở mức cao.
- Mảng vận tải hàng rời có những biến động khá tiêu cực do giá cước hợp đồng tái ký giảm mạnh, tuy nhiên doanh nghiệp tiếp tục có kế hoạch mở rộng trên thị trường quốc tế và dự kiến nhận thêm 2 tàu trong Q2/2023 và Q3/2023.

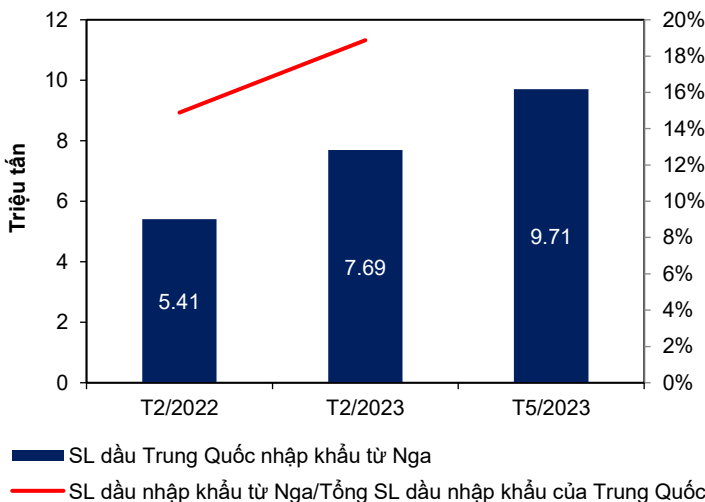
### Chúng tôi kỳ vọng mảng vận tải hưởng lợi từ tăng tỷ lệ huy động tàu trên thị trường quốc tế

#### Tỷ lệ huy động tàu chở dầu trên thị trường quốc tế tăng do căng thẳng địa chính trị dẫn đến chênh lệch cung-cầu trong giai đoạn 2023-2024

Sau khi nhận lệnh trừng phạt của EU, Nga đã chuyển hướng các sản phẩm dầu sang thị trường Trung Quốc và Ấn Độ trong khi EU tăng nhập khẩu dầu từ Mỹ. Việc tái định hình dòng chảy năng lượng trên thế giới khiến hải trình trung bình của các sản phẩm dầu khí trong năm 2023 tăng khoảng 3.5% trong năm 2023, theo dự báo của Cơ quan Thông tin Năng lượng Hoa Kỳ (EIA). Bên cạnh đó, EIA cũng dự báo khối lượng dầu vận chuyển sẽ tăng trưởng lần lượt 0.5% và 1.5% trong giai đoạn 2023-2024, chủ yếu do kỳ vọng việc Trung Quốc mở cửa và tăng sản lượng cung cấp từ khu vực Đại Tây Dương sẽ bù đắp cho việc cắt giảm sản lượng từ OPEC.

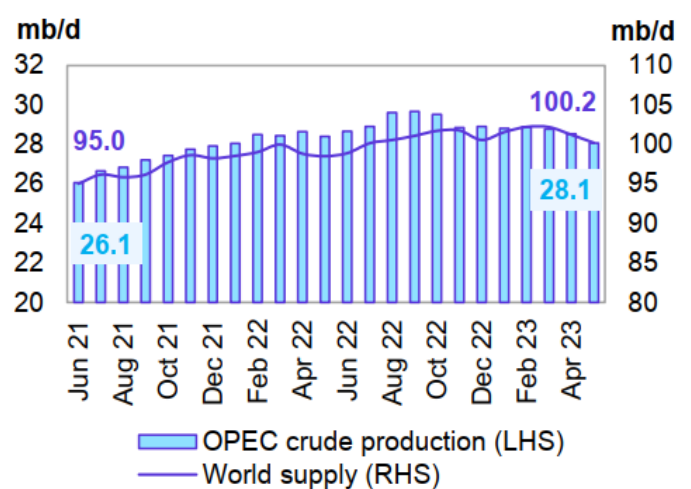
Chúng tôi cho rằng các căng thẳng địa chính trị chưa có dấu hiệu kết thúc cho đến hết năm 2024, do đó các động lực tăng trưởng cầu vận tải dầu thế giới khó thay đổi trong ngắn hạn.

Hình 2: Sản lượng dầu nhập khẩu từ Nga của Trung Quốc tăng mạnh kể từ khi chiến tranh Nga-Ukraine xảy ra



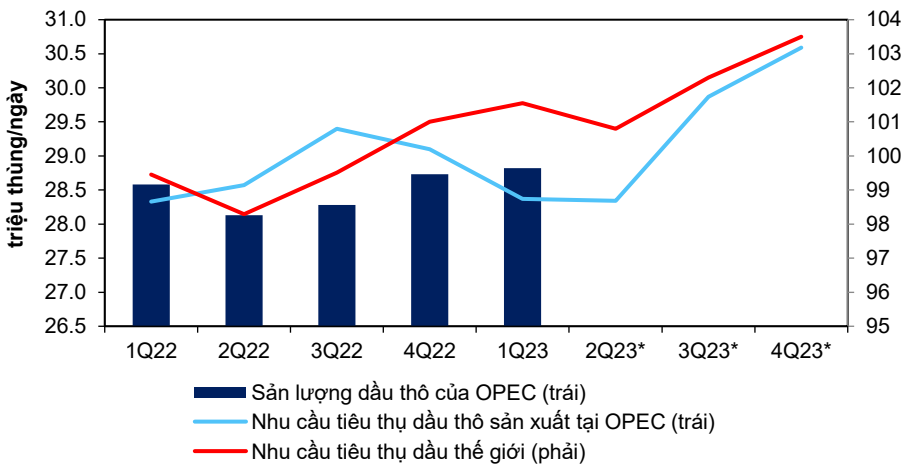
Nguồn: Tổng cục Hải quan Trung Quốc, MBS Research

Hình 3: Sản lượng dầu thô của OPEC đã cho thấy xu hướng giảm khá rõ rệt trong nửa đầu năm 2023



Nguồn: OPEC

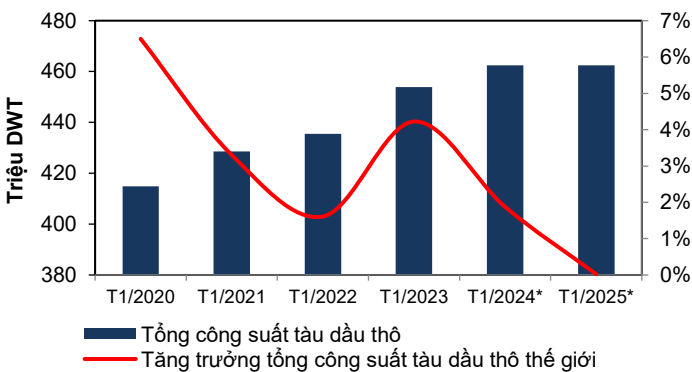
Hình 4: Nhu cầu tiêu thụ dầu nói chung trên thế giới được OPEC dự báo tăng cao trong nửa cuối 2023



Nguồn: OPEC, MBS Research

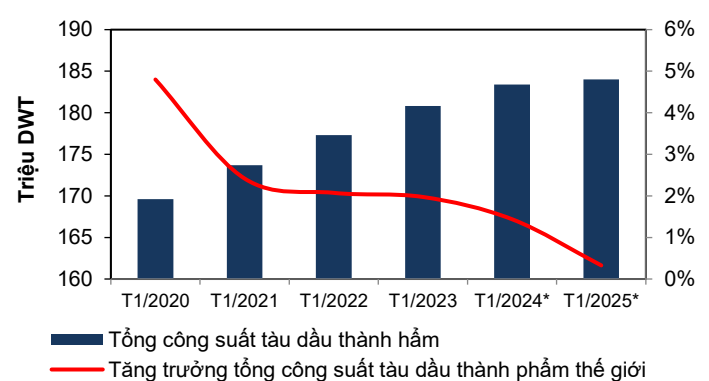
Mặt khác, nguồn cung vận tải dầu đang trở nên hạn chế do quy mô đội tàu quốc tế tăng chậm và tốc độ di chuyển các tàu giảm khoảng 1%-2% để đáp ứng các quy định của IMO về EEXI và CII (các quy định này có hiệu lực từ tháng 1/2023). Chúng tôi kỳ vọng sự chênh lệch giữa cung và cầu vận tải dầu khí trên thế giới sẽ duy trì ít nhất đến cuối năm 2024, giúp tăng tỷ lệ huy động đội tàu chở dầu hiện tại, từ đó tác động tích cực đến những doanh nghiệp hoạt động nhiều trên thị trường quốc tế.

Hình 5: Tổng trọng tải đội tàu dầu thô trên thế giới và dự phóng



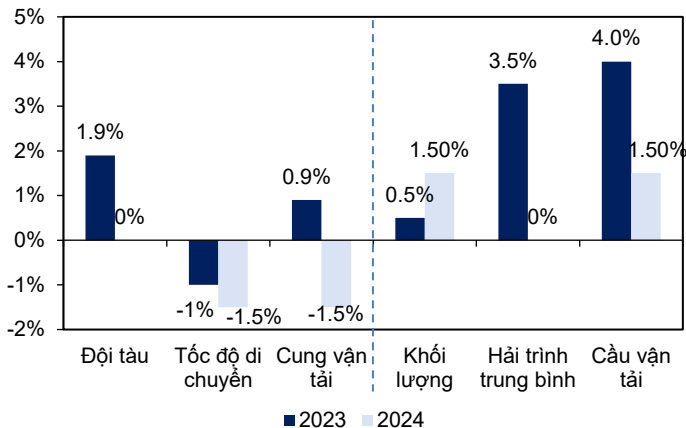
Nguồn: BIMCO, Clarkson Shipping Intelligence Network

Hình 6: Tổng trọng tải đội tàu dầu thành phẩm trên thế giới



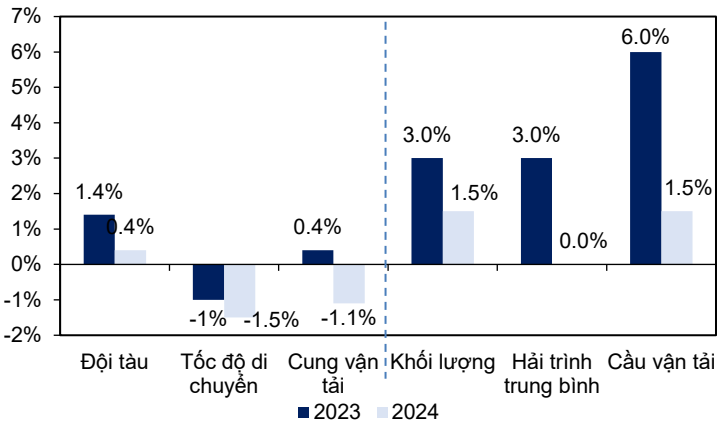
Nguồn: BIMCO, Clarkson Shipping Intelligence Network

Hình 7: Dự báo tăng trưởng cung-cầu vận tải dầu thô 2023-2024



Nguồn: BIMCO, Clarkson Shipping Intelligence Network, EIA

Hình 8: Dự báo tăng trưởng cung-cầu vận tải dầu thành phẩm 2023-2024

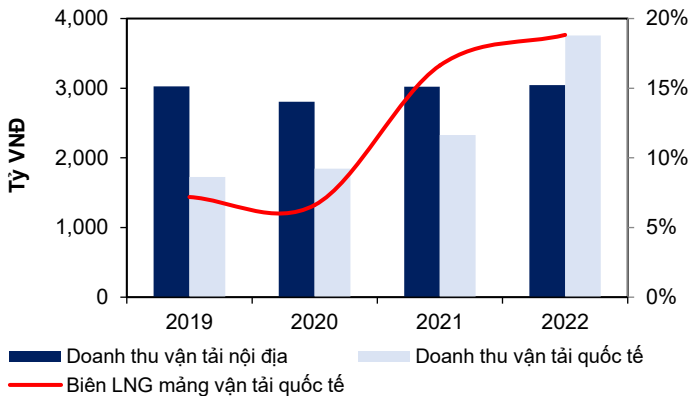


Nguồn: BIMCO, Clarkson Shipping Intelligence Network, EIA

## Thị trường quốc tế là động lực tăng trưởng doanh thu chính cho mảng dịch vụ vận tải của PVT

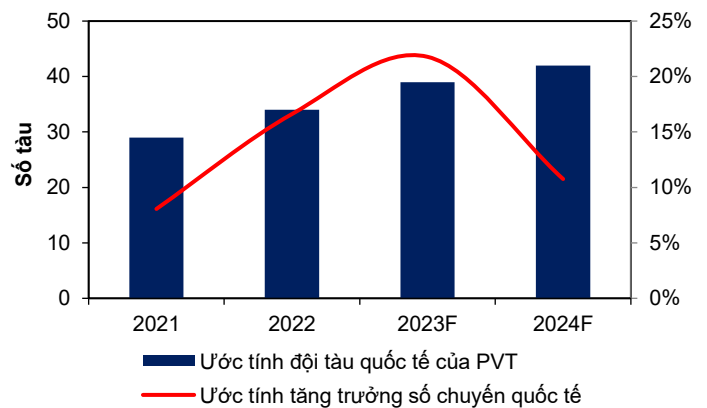
Trong 4 năm gần đây, mảng vận tải quốc tế của PVT đã cho thấy mức tăng trưởng tốt cả về doanh thu lẫn biên lợi nhuận gộp, trong khi doanh thu vận tải nội địa duy trì ổn định qua các năm. Doanh thu từ vận tải quốc tế của PVT có tốc độ tăng trưởng kép 22% trong giai đoạn 2019-2022, tỷ trọng doanh thu vận tải quốc tế trong tổng doanh thu vận tải năm 2022 là 55% (2019: 36%). Hiện tại, khoảng 85% đội tàu của PVT đang được khai thác trên thị trường quốc tế trong đó có 15 tàu chở dầu hóa chất, 6 tàu chở hàng rời, 1 tàu chở dầu thô, còn lại là tàu chở LPG.

Hình 9: Doanh thu mảng vận tải quốc tế của PVT tăng trưởng mạnh trong khi doanh thu mảng vận tải nội địa đi ngang



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 10: Ước tính đội tàu quốc tế và tăng trưởng số chuyến chạy tuyến quốc tế của PVT

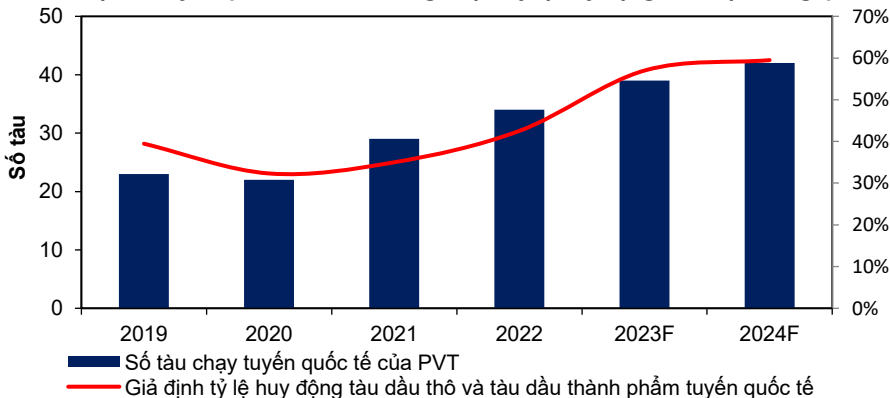


Nguồn: MBS Research ước tính và tổng hợp

Trong khi đó, hoạt động vận tải nội địa có thể bị ảnh hưởng do Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn dự kiến dừng hoạt động khoảng 50 ngày để bảo dưỡng từ trung tuần tháng 8 năm 2023, dẫn đến giảm sản lượng vận chuyển của PVT. Trước đó vào Q1/2023, khối lượng vận chuyển dầu thô và dầu hóa chất của PVT đã giảm lần lượt 12% và 18% so với quý trước khi Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn gặp sự cố kỹ thuật.

Chúng tôi cho rằng khai thác thị trường quốc tế sẽ tiếp tục là động lực tăng trưởng chính trong giai đoạn 2023-2025 của PVT, với số chuyến cho thuê quốc tế của PVT trong năm 2023 sẽ tăng 22% so với cùng kỳ nhờ đội tàu hoạt động tại thị trường quốc tế tăng 11.4% và tỷ lệ huy động tăng 14%.

Hình 11: Đội tàu tuyến quốc tế của PVT và giả định tỷ lệ huy động trên thị trường quốc tế



\*tỷ lệ huy động tàu = số ngày 1 tàu chạy trong năm/365

Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

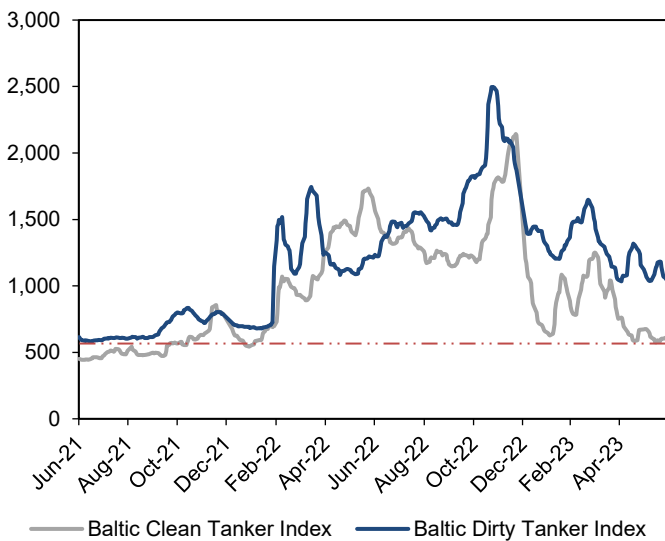
## Giá cước vận tải dầu duy trì ở mức cao

### Giá cước vận tải dầu khí quốc tế được dự báo duy trì ở mức cao do chênh lệch cung cầu

Các chỉ số cước vận tải dầu thô Baltic Dirty Tanker (BAID) và vận tải dầu thành phẩm Baltic Clean Tanker (BAIT) đều có dấu hiệu phục hồi sau khi điều chỉnh mạnh từ đỉnh tại thời điểm cuối Q4/2022. BAID hiện vẫn cao gấp đôi so với giai đoạn đầu năm 2022 trong khi BAIT quay về mức trung bình.

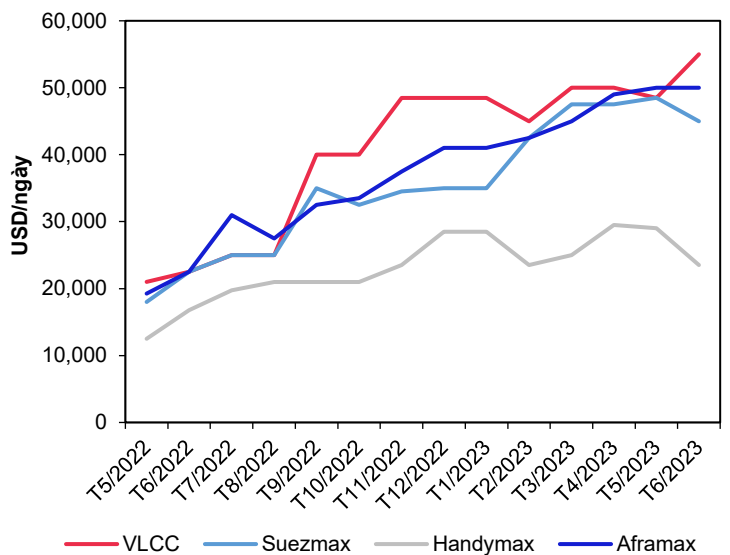
Do các căng thẳng địa chính trị chưa có dấu hiệu kết thúc đồng thời nguồn cung tàu chở dầu được dự báo sẽ tăng trưởng chậm hơn nhu cầu vận tải, chúng tôi cho rằng giá cước giao ngay và cho thuê trên thị trường này vẫn tiếp tục duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2023-2024.

Hình 12: Chỉ số cước vận tải dầu thô và dầu thành phẩm



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 13: Giá thuê tàu chở dầu định hạn 1 năm



Nguồn: Alibra Shipping Limited, MBS Research

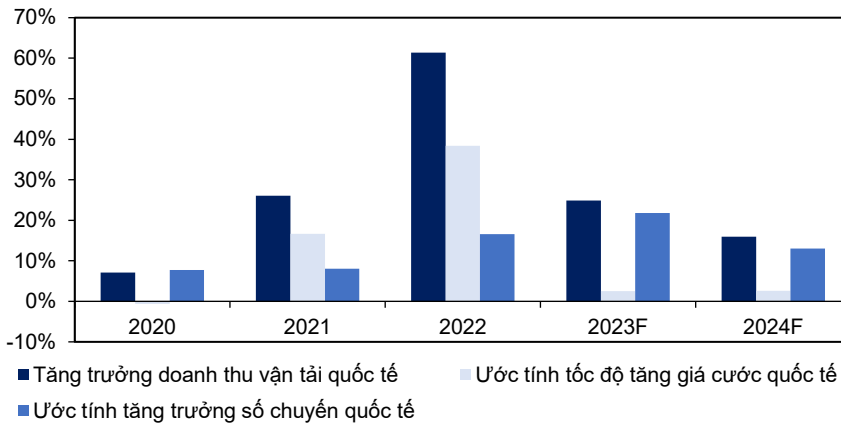
### Doanh thu mảng vận tải của PVT hưởng lợi trong giai đoạn 2023-2024 do tăng giá cước tại các hợp đồng vận tải tái ký

Giá cước các hợp đồng vận tải trên thị trường quốc tế được tái ký vào cuối năm 2022 của PVT hầu hết đều tăng so với cùng kỳ, trong khi giá cước vận tải nội địa giảm ở cả hầu hết các mảng trừ vận tải dầu thô. Do doanh thu từ vận tải quốc tế đang chiếm tỷ trọng lớn hơn trong mảng vận tải, chúng tôi cho rằng giá cước tăng tại thị trường quốc tế sẽ giúp bù đắp được phần giá cước giảm tại thị trường nội địa. Bên cạnh đó, do các hợp đồng được tái ký từ cuối năm 2022, chúng tôi cho rằng năm 2023 là năm PVT thực sự hưởng lợi từ giá cước của các hợp đồng tái ký này.

Chúng tôi giả định giá cước tàu chở dầu thô tăng 20% svck trong khi giá cước tàu chở dầu thành phẩm chỉ tăng nhẹ 4%, kết hợp với việc đội tàu cho thuê được huy động với tỷ lệ cao hơn sẽ giúp doanh thu trong năm 2023 của hai mảng này tăng lần lượt 30.7% và 6.2% svck.



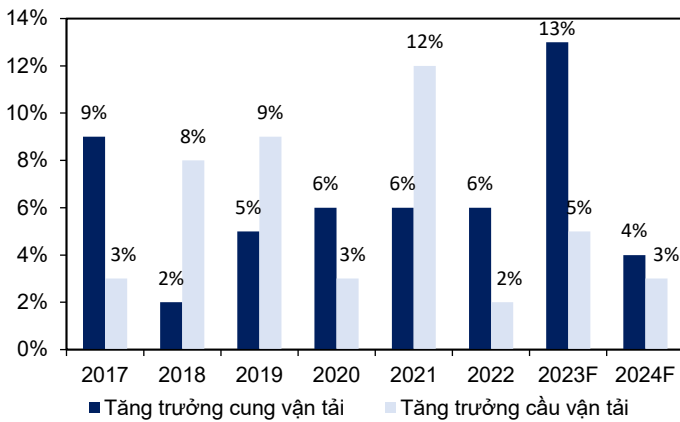
Hình 14: Chúng tôi cho rằng tăng trưởng doanh thu vận tải quốc tế được hỗ trợ bởi cả tăng trưởng số chuyến và tăng trưởng giá cước trong năm 2023/2024



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

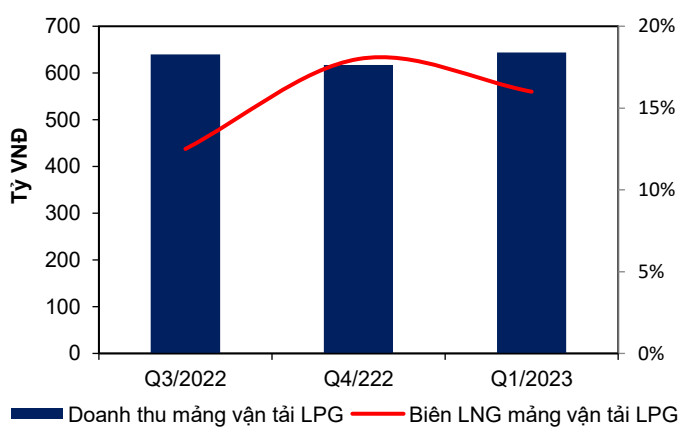
Riêng đối với mảng vận tải LPG, chúng tôi cho rằng triển vọng giá cước quốc tế trong giai đoạn 2023-2024 sẽ bớt tích cực hơn do tốc độ tăng trưởng đội tàu quốc tế vượt quá tốc độ tăng trưởng nhu cầu vận tải. Tuy nhiên, giá cước tàu chở LPG của PVT phụ thuộc vào các hợp đồng đã ký do đó biến động ít hơn, đồng thời kết quả kinh doanh mảng vận tải LPG trong Q1/23 vẫn ổn định so với quý trước. Chúng tôi cho rằng đóng góp từ các tàu chở LPG mới sẽ bù đắp cho việc giá cước giảm, từ đó đưa ra dự phóng doanh thu mảng vận tải LPG trong năm 2023 của PVT tăng trưởng 8.7% svck.

Hình 15: Tăng trưởng cung-cầu vận tải LPG trên thế giới



Nguồn: Clarksons, Drewry, Danish Ship Finance

Hình 16: Doanh thu và biên LNG mảng vận tải LPG của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

## Kế hoạch mở rộng đội tàu là động lực tăng trưởng doanh thu dài hạn của PVT

### Kế hoạch đầu tư tàu trong năm 2023 được thực hiện linh hoạt

Đại hội cổ đông PVT năm 2023 đã thông qua kế hoạch đầu tư tàu của công ty mẹ với mức đầu tư 164 triệu USD với 65% vốn vay, trong đó hầu hết là dự án chuyển tiếp, bổ sung chủng loại tàu. Tính đến thời điểm hiện tại, PVT đã hoàn thành gần một nửa các kế hoạch đầu tư tàu đặt ra trong năm 2023. Với tình hình giá tàu VLCC (Very Large Crude Carrier) đang ở mức cao trong Q1/2023, PVT đã điều chỉnh định hướng phù hợp bằng việc hướng tới đầu tư tàu chở khí VLGC phục vụ vận tải khí hóa lỏng, chủ yếu là LPG trên thị trường quốc tế.

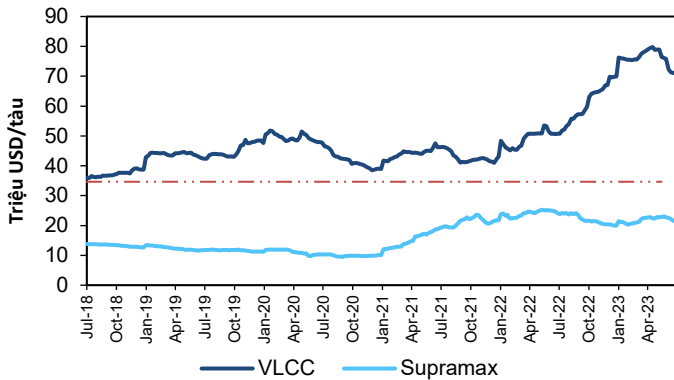
Hình 17: Kế hoạch và tiến độ thực hiện mở rộng đội tàu của PVT trong năm 2023

STT	Mức đầu tư (triệu USD)	Phương án 1		Phương án 2		Tiến độ thực hiện
		Loại tàu	SL	Loại tàu	SL	
1	22	Tàu chở hàng rời 25k-65k DWT	1	Tàu dầu hóa chất 10k-25k DWT	1	Đã nhận 1 tàu chở hàng rời Handysize dưới hình thức thuê mua vào T3/2023
2	40	Tàu dầu hóa chất 10k-25k DWT	2	Tàu MR 35k-55k DWT và tàu dầu hóa chất 10k-25k DWT	2	Đã nhận 1 tàu Mid Range (MR) và 1 tàu dầu hóa chất 20k DWT vào T6/2023
3	22	Tàu dầu hóa chất 10k-25k DWT	1	Tàu hàng rời 25k-65k DWT	1	Kế hoạch nhận tàu Supramax vào Q3/2023
4	25	Tàu dầu MR 35k-55k DWT	1	Tàu dầu hóa chất 10k-25k DWT	1	Kế hoạch nhận tàu Handysize vào Q3/2022
5	55	Tàu chở khí VLGC (72k-85k CBM)	1	Tàu VLCC 200k-320k DWT	1	Kế hoạch nhận tàu VLGC vào Q3/2023

Nguồn: PVT, MBS tổng hợp

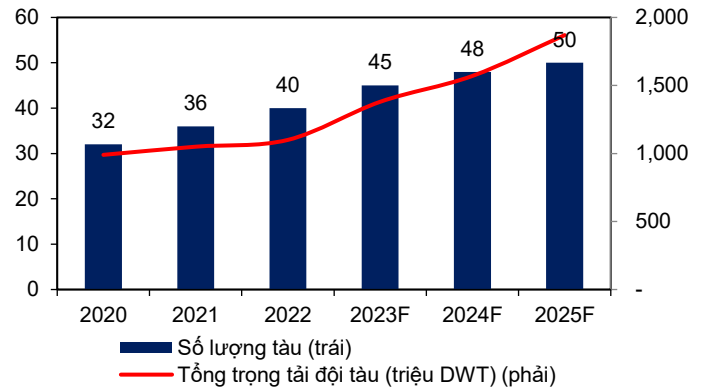
Việc mua tàu VLCC là cần thiết, giúp PVT chủ động khai thác các hợp đồng vận chuyển dầu thô dài hạn với Nhà máy Lọc dầu Nghi Sơn. Do giá tàu VLCC hiện tăng cao so với thời điểm đầu năm 2022, chúng tôi cho rằng việc đầu tư tàu có thể sẽ không kịp hoàn thành trong năm 2023. Trong kịch bản của chúng tôi, PVT sẽ thực hiện việc mua 1 tàu VLCC vào năm 2025, trong khi giai đoạn 2023-2024 tập trung đầu tư các tàu dầu hóa chất và LPG.

Hình 18: Giá tàu VLCC 10 tuổi đã giảm nhẹ nhưng vẫn ở mức cao



Nguồn: Bloomberg, MBS Research

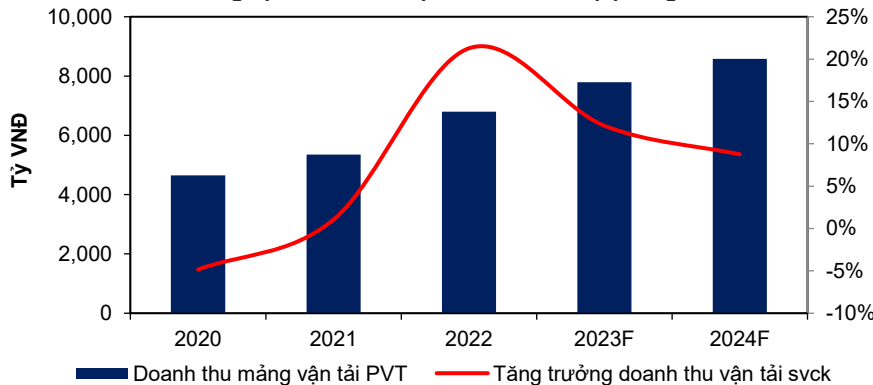
Hình 19: Dự phóng số lượng và trọng tải đội tàu của PVT



Nguồn: MBS Research

Chúng tôi dự phóng tổng trọng tải đội tàu của PVT sẽ tăng lần lượt 25%, 12% và 23% trong giai đoạn 2023-2025 dựa trên các giả định: (1) Năm 2023, PVT thực hiện đầu tư các tàu dầu hóa chất và tàu chở LPG với trọng tải trung bình, các tàu dầu hóa chất với trọng tải nhỏ hơn sẽ được đầu tư vào năm 2024; (2) Năm 2025 thực hiện đầu tư tàu VLCC với trọng tải khoảng 300,000 DWT. Việc mở rộng trọng tải đội tàu sẽ góp phần đưa doanh thu mảng dịch vụ vận tải của PVT trong giai đoạn 2023-2024 tăng lần lượt 14.6% và 10% svck.

Hình 20: Doanh thu mảng vận tải của PVT qua các năm và dự phóng



Nguồn: MBS Research



### Tiếp tục thanh lý tàu cũ nhằm trẻ hóa đội tàu

Trong Q2/2023, PVT đã thanh lý tàu PVT Dragon (27 tuổi, trọng tải 8,710 DWT) theo kế hoạch với giá thanh lý 37.8 tỷ đồng, bên cạnh đó cũng thanh lý thêm tàu nhỏ Apollo Pacific. Do các tàu được thanh lý có trọng tải không lớn và đã già, chúng tôi cho rằng lợi nhuận từ thanh lý tàu trong năm 2023 sẽ không cao đột biến như 2022. Chúng tôi ước tính lợi nhuận khác (chủ yếu đến từ việc thanh lý tàu) giảm 83% svck trong năm 2023.

### Dự báo KQKD giai đoạn 2023 – 2024

Chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế của PVT trong năm 2023 sẽ lần lượt đạt 10,145 tỷ VNĐ (+12% svck) và 1,180 tỷ VNĐ (+2% svck) trong đó doanh thu dịch vụ vận tải đạt 7,796 tỷ VNĐ (+14.6% svck, chiếm 76.8% tổng doanh thu) dựa trên các giả định sau:

- Cầu vận tải dầu thô và dầu thành phẩm thế giới tăng lần lượt 4% và 5.5% svck trong năm 2023, trong khi cung vận tải các mảng này chỉ tăng lần lượt 0.9% và 0.4% svck, dẫn đến giá cho thuê tàu dầu neo ở mức cao.
- Giá dầu thế giới được OPEC dự báo duy trì cân bằng quanh mức 80 USD/thùng, khiến giá thuê theo ngày của FSO Đại Hùng Queen duy trì ở mức cao; tỷ lệ uptime của FSO Đại Hùng Queen duy trì ở mức 100% và mảng FSO không nhiều biến động svck.
- PVT hoàn thành đầu tư 5 tàu mới trong đó có 1 tàu chở khí cỡ lớn (VLGC), chủ yếu phục vụ các tuyến quốc tế.
- Giá cho thuê tàu dầu thô và dầu hóa chất tăng lần lượt 20% và 4% so với cùng kỳ, trong khi giá cước vận tải LPG giảm 12% svck.
- Thu nhập từ thanh lý tàu cũ không cao đột biến như năm 2022.

Năm 2024, chúng tôi dự phóng doanh thu của PVT tăng với tốc độ chậm hơn (+8.8% svck) từ mức nền cao của năm trước, tuy nhiên vẫn duy trì quan điểm tích cực về thị trường tàu chở dầu do nguồn cung thế giới tiếp tục thu hẹp.

Hình 21: So sánh các kết quả Q1/2023 (Đơn vị: tỷ VNĐ)

Các tiêu chí KQKD	2022	2023F	Tăng svck	2024F	Tăng svck	Đánh giá
Doanh thu	9,047	10,145	12.1%	11,034	8.8%	
- Vận tải dầu thô	1,507	1,969	30.7%	2,622	33.1%	Tỷ lệ huy động tàu dầu thô trên thị trường quốc tế cao hơn
- Vận tải dầu thành phẩm/hóa chất	2,407	2,555	6.2%	2,493	-2.5%	Đầu tư các tàu dầu thành phẩm mới tuy nhiên giá cước chỉ tăng nhẹ trong năm 2023 và giảm trong 2024, đồng thời giả định Dung Quất đại tu trong năm 2024 dẫn đến sản lượng dầu thành phẩm giảm
- Vận tải LPG	2,421	2,633	8.7%	2,816	7.0%	Giá cước dự phóng giảm khoảng 12% trong 2023 và hồi phục từ 2024, số chuyển tăng nhờ đóng góp từ tàu VLG161C mới từ Q3/2023
- Vận tải hàng rời	460	638	38.7%	645	1.1%	
- Khác	2,252	2,350	4.3%	2,459	4.6%	
Biên lợi nhuận gộp	17%	13%		13%		
Biên EBITDA	32%	28%		27%		Biên EBITDA quay về mức trung bình do không có khoản lãi từ thanh lý tàu lớn như 2022
Chi phí quản lý & chi phí bán hàng	(421)	(420)	-0.1%	(447)	6.5%	
% chi phí quản lý & bán hàng/Doanh thu	4.65%	4.14%		4.05%		
Chi phí tài chính	(314)	(246)	-21.7%	(253)	2.7%	Lãi suất kỳ vọng giảm từ nửa cuối 2023; Tỷ giá ổn định, các khoản lỗ tỷ giá không nhiều như 2022.
LNTT	1,457	1,475	1.2%	1,555	5.4%	
Thuế TNDN	(301)	(295)	-2.0%	(311)	5.4%	
LNST	1,156	1,180	2.1%	1,244	5.4%	

Nguồn: MBS Research dự phóng

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

Chúng tôi ưa thích cổ phiếu PVT do:

- PVT tích cực khai thác thị trường quốc tế và được kỳ vọng có tỷ lệ huy động tàu trên chuyến quốc tế cao hơn nhờ cung vận tải thế giới tăng chậm hơn cầu trong năm 2023.
- Giá cho thuê tàu chở dầu duy trì ở mức cao do hưởng lợi từ các hợp đồng tái ký từ cuối năm 2022 và hỗ trợ bởi chênh lệch cung cầu thế giới.
- Kế hoạch mở rộng và trẻ hóa đội tàu giúp đảm bảo các hợp đồng vận tải nội địa và tăng khả năng cạnh tranh trên tuyến quốc tế.

Chúng tôi đưa ra khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu PVT, giá mục tiêu 26,800 đồng/cp (tiềm năng tăng giá 15.5%, thị suất cổ tức 1.3%).

### Định giá

Hình 22: Định giá theo FCFF

Giá trị hiện tại giai đoạn 2023E-2027E	tỷ đồng	3,789
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	tỷ đồng	7,347
Tiền và tương đương tiền	tỷ đồng	1,550
Nợ dài hạn	tỷ đồng	3,560
Giá trị doanh nghiệp	tỷ đồng	9,125
Số lượng cổ phiếu	triệu cp	323.7
Giá trị cổ phiếu	nghìn đồng	28.20

Nguồn: MBS Research

Hình 23: Tóm tắt các phương pháp định giá

Phương pháp	Tỉ trọng	Giá (nghìn VNĐ)
FCFF	50%	28.20
P/E (với P/E mục tiêu 2023 = 9.4x)	50%	25.34
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>26.80</b>
Giá hiện tại		23.20
Tăng trưởng		15.5%

Nguồn: MBS Research

Hình 24: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành

Công ty	Mã CK	P/E (lần)		P/B (lần)		ROA%		ROE (%)	
		TTM	2022	TTM	2022	TTM	2022	TTM	2022
VIETNAM TANKER JSC	VTO VN Equity	8.8	8.0	0.6	0.5	5.0	4.3	7.3	6.4
PETROVIETNAM TRANSPORTATION	PVS VN Equity	13.8	11.6	1.0	0.8	3.5	3.5	7.2	7.3
CSC NANJING TANKER CORPORA-A	601975 CH Equity	10.5	13.4	2.3	2.6	17.8	14.9	25.4	21.8
YINSON HOLDINGS BHD	YNS MK Equity	12.1	13.2	1.2	1.3	3.6	3.4	12.1	11.6
SHIPPING CORP OF INDIA LTD	SCI IN Equity	5.4	9.5	0.7	0.6	7.0	5.0	11.2	7.8
FRONTLINE LTD	FRO US Equity	5.7	5.7	1.7	1.2	14.6	10.6	32.8	24.1
BERLIAN LAJU TANKER TBK PT	BLTA IJ Equity	9.2	12.0	2.1	2.3	12.3	10.0	25.2	20.2
Trung bình		9.4	10.5	1.4	1.3	9.1	7.4	17.4	14.2
PVTrans	PVT VN Equity	7.6	8.3	1.1	1.2	6.6	6.4	15.4	15.3

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

## Rủi ro đầu tư

- (1) LIBOR tăng kéo theo chi phí lãi vay cao hơn dự kiến.
- (2) Giá cước vận tải dầu thô và dầu hóa chất tăng thấp hơn kỳ vọng.
- (3) Đội tàu mở rộng với tốc độ chậm hơn dự kiến.

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

<b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>					<b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>				
	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24		31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24
Doanh thu thuần	7,460	9,047	10,145	11,034	LN trước thuế	1,040	1,457	1,475	1,555
Giá vốn hàng bán	(6,222)	(7,392)	(8,332)	(9,109)	Khấu hao	930	1,195	1,142	1,360
Lợi nhuận gộp	1,238	1,655	1,814	1,925	Thuế đã nộp	(235)	(258)	(295)	(311)
Chi phí quản lý DN	(277)	(408)	(406)	(430)	Các khoản điều chỉnh khác	143	(6)	0	(31)
Chi phí bán hàng	(11)	(13)	(14)	(17)	Thay đổi VLĐ	(1,049)	(217)	(182)	94
LN từ HĐKD	950	1,235	1,394	1,478	<b>LCTT từ HĐKD</b>	<b>828</b>	<b>2,172</b>	<b>2,140</b>	<b>2,667</b>
EBITDA thuần	1,879	2,430	2,574	2,722	Đầu tư TSCĐ	(1,936)	(1,661)	(1,922)	(1,931)
<b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>950</b>	<b>1,235</b>	<b>1,394</b>	<b>1,478</b>	Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	101	389	38	-
Thu nhập lãi	180	221	248	270	<b>LCTT từ đầu tư</b>	<b>(1,599)</b>	<b>(2,020)</b>	<b>(1,983)</b>	<b>(2,065)</b>
Chi phí tài chính	(156)	(314)	(246)	(253)	Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	-	-	-	-
Thu nhập ròng khác	42	288	48	26	Tiền vay ròng nhận được	1,636	1,489	1,208	1,056
TN từ các Cty LK & LD	24	28	32	35	Dòng tiền từ HĐTC khác	(672)	(1,091)	(1,285)	(1,307)
<b>LN trước thuế</b>	<b>1,040</b>	<b>1,457</b>	<b>1,475</b>	<b>1,555</b>	Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(383)	(40)	(324)	(324)
Thuế TNĐN	(205)	(301)	(295)	(311)	<b>LCTT từ hoạt động TC</b>	<b>581</b>	<b>358</b>	<b>(400)</b>	<b>(575)</b>
Lợi nhuận sau thuế	835	1,156	1,180	1,244	Tiền & tương đương tiền đầu kì	1,473	1,283	1,794	1,550
Lợi ích cổ đông thiểu số	(175)	(299)	(304)	(309)	LC tiền thuần trong năm	(190)	510	(244)	28
<b>Lợi nhuận ròng</b>	<b>660</b>	<b>857</b>	<b>876</b>	<b>935</b>	<b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b>	<b>1,283</b>	<b>1,794</b>	<b>1,550</b>	<b>1,578</b>
Chi trả cổ tức	(383)	(40)	(324)	(324)					
Lợi nhuận giữ lại	277	817	552	612					
					<b>Các chỉ số cơ bản</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>
<b>Bảng cân đối kế toán</b>	<b>31/12/21</b>	<b>31/12/22</b>	<b>31/12/23</b>	<b>31/12/24</b>	Tăng trưởng doanh thu thuần	1.0%	21.3%	12.1%	8.8%
Tiền và tương đương tiền	1,283	1,794	1,550	1,578	Tăng trưởng EBITDA	8.6%	29.3%	5.9%	5.8%
Đầu tư ngắn hạn	1,790	2,707	2,977	3,275	Tăng trưởng LN từ HĐKD	11.2%	30.0%	12.9%	6.0%
Phải thu khách hàng	1,193	982	1,251	1,300	Tăng trưởng LN trước thuế	0.1%	40.1%	1.2%	5.4%
Hàng tồn kho	142	179	228	250	Tăng trưởng LN ròng	-1.4%	30.0%	2.1%	6.8%
Tổng tài sản ngắn hạn	4,850	6,286	6,670	7,124	Tăng trưởng EPS	-1.4%	30.0%	2.1%	6.8%
Tài sản cố định	6,976	7,260	8,002	8,573	Biên LN gộp	16.6%	18.3%	17.9%	17.4%
Xây dựng cơ bản dở dang	2	22	-	-	Biên EBITDA	28.0%	31.7%	28.2%	27.3%
BĐS đầu tư	-	-	-	-	Biên LN ròng	8.8%	9.5%	8.6%	8.5%
Đầu tư vào công ty con	-	-	-	-	ROAE	13.1%	15.3%	13.9%	13.6%
Đầu tư vào công ty LDLK	148	153	237	322	ROAA	5.6%	6.4%	5.9%	5.8%
Đầu tư dài hạn khác	518	530	595	647	ROIC	6.5%	7.3%	7.0%	6.9%
Tổng tài sản dài hạn	7,643	7,965	8,834	9,542					
<b>Tổng tài sản</b>	<b>12,493</b>	<b>14,252</b>	<b>15,504</b>	<b>16,666</b>	Vòng quay tài sản	0.6	0.7	0.7	0.7
Vay & nợ ngắn hạn	778	1,099	950	976	Cổ tức chi trả/LN ròng	58.0%	4.7%	37.0%	34.6%
Phải trả người bán	677	812	913	998	Tổng nợ vay/VCSH	46.6%	46.1%	43.3%	40.7%
Phải trả ngắn hạn khác	948	1,095	1,217	1,324	Nợ vay ròng/VCSH	28.2%	23.7%	25.6%	24.2%
Tổng nợ ngắn hạn	2,450	3,055	3,080	3,299	Nợ vay ròng/Tổng tài sản	15.7%	13.3%	14.5%	14.0%
Vay & nợ dài hạn	2,468	2,591	2,850	2,929	Khả năng thanh toán lãi vay	8.0	5.8	6.8	7.0
Các khoản phải trả khác	612	591	710	662	Số ngày phải thu	58.4	39.6	45.0	43.0
Tổng Nợ dài hạn	3,080	3,182	3,560	3,591	Số ngày nắm giữ hàng tồn kho	8.3	8.9	10.0	10.0
<b>Tổng nợ</b>	<b>5,530</b>	<b>6,238</b>	<b>6,640</b>	<b>6,890</b>	Số ngày phải trả tiền bán	39.7	40.1	40.0	40.0
Vốn điều lệ	3,237	3,237	3,237	3,237	Khả năng thanh toán ngắn hạn	2.0	2.1	2.2	2.2
Thặng dư vốn cổ phần	-	-	-	-	Khả năng thanh toán nhanh	1.9	2.0	2.1	2.1
Cổ phiếu quỹ	-	-	-	-	Khả năng thanh toán tiền mặt	1.3	1.5	1.5	1.5
LN giữ lại	944	1,489	1,876	2,304					
Các quỹ thuộc VCSH	1,015	1,276	1,442	1,625	<b>Định giá</b>				
Vốn chủ sở hữu	5,195	6,002	6,554	7,166	EPS (VNĐ/cp)	2,038	2,649	2,705	2,890
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,768	2,012	2,225	2,441	BVPS (VNĐ/cp)	16,051	18,546	20,251	22,141
Tổng vốn chủ sở hữu	6,963	8,014	8,779	9,607	P/E (lần)	11.6	8.9	8.7	8.2
<b>Tổng nợ và VCSH</b>	<b>12,493</b>	<b>14,252</b>	<b>15,420</b>	<b>16,497</b>	P/B (lần)	1.5	1.3	1.2	1.1

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research

## MIỄN TRỪ TRÁCH NHIỆM

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Nghiên cứu - Công ty Cổ phần Chứng khoán MBS (MBS). Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố song MBS không chịu trách nhiệm hay bảo đảm nào về tính chính xác, tính đầy đủ, tính kịp thời của những thông tin này cho bất kỳ mục đích cụ thể nào. Những quan điểm trong báo cáo này không thể hiện quan điểm chung của MBS và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước. Báo cáo này được phát hành chung, bất kỳ khuyến nghị nào trong tài liệu này không liên quan đến các mục tiêu đầu tư cụ thể, tình hình tài chính và nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nhận cụ thể nào. Báo cáo này và tất cả nội dung là sản phẩm sở hữu của MBS; người nhận không được phép sao chép, tái xuất bản dưới bất kỳ hình thức nào hoặc phân phối lại toàn bộ hoặc một phần, cho bất kỳ mục đích nào mà không có sự đồng ý trước bằng văn bản của MBS.

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ MBS

### Khuyến nghị đầu tư cổ phiếu

Khuyến nghị đầu tư của MBS được xây dựng 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.

MUA	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
NẮM GIỮ	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -15% đến 15%
BÁN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn 15%

### Khuyến nghị đầu tư ngành

KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Mua tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG LẬP	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Nắm giữ, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
KÉM KHẢ QUAN	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị Bán, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB) với tên gọi tiền thân là Công ty CP chứng khoán Thăng Long, Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 6 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam, liên tục đứng trong Top 10 thị phần tại cả hai Sở Giao dịch (Hồ Chí Minh và Hà Nội).

Địa chỉ:

Tòa nhà MB, 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

Tel: + 8424 7304 5688 - Fax: +8424 3726 2601

Website: [www.mbs.com.vn](http://www.mbs.com.vn)