

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

- PVT ghi nhận LN ròng Q3/23 đạt 249 tỷ (-8% svck), lũy kế 9T23 LN ròng đạt 740 tỷ đồng (+17.4% svck), hoàn thành 85% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- Chúng tôi dự báo LN ròng 2023-2024 tăng 23%/7% svck do kỳ vọng giá cước vận tải dầu khí tích cực kéo theo biên lợi nhuận gộp mảng vận tải tích cực.
- Chúng tôi duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 30,100 đồng/cp (+12.2% so với báo cáo trước).

### Giá cước cao tiếp tục thúc đẩy biên LN gộp mảng vận tải dầu thô trong Q3/23

Trong Q3/23, doanh thu của PVT tăng 9.4% svck do tăng trưởng doanh thu mảng hoạt động cốt lõi là vận tải. Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu thô duy trì ở mức cao nhờ giá cước tái ký cao khiến lợi nhuận gộp tăng trưởng 24.4% svck. Doanh thu tài chính tăng 71.9% svck nhờ giá trị tiền gửi tăng cao nhưng không đủ bù đắp phần tăng của chi phí tài chính và giảm từ lợi nhuận khác (thanh lý tàu) khiến lợi nhuận ròng trong Q3/2023 giảm 8% svck. Lũy kế 9T2023, PVT ghi nhận lợi nhuận ròng đạt 740 tỷ đồng, tăng 17.4% svck và hoàn thành 85% dự phóng cả năm của chúng tôi.

### Điều chỉnh tăng dự phóng lợi nhuận 2023-24 nhờ giá cước vận tải dầu khí tích cực

Chúng tôi dự phóng lợi nhuận ròng năm 2023 và 2024 của PVT sẽ lần lượt đạt 1,055 tỷ đồng (+23% svck) và 1,133 tỷ đồng (+7% svck) với động lực chủ yếu từ nhóm vận tải dầu thô. Chúng tôi cũng điều chỉnh tăng EPS năm 2023 - 2024 của PVT thêm 20.5% - 21.2% so với dự báo cũ do (1) tăng biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu thô thêm 12.8 điểm % - 12.7 điểm % so với dự phóng cũ do giá cước tích cực hơn, (2) điều chỉnh tăng chi phí tài chính thêm 32.3% và 70% để phản ánh nợ vay tăng phục vụ kế hoạch mở rộng đội tàu của PVT.

### Kế hoạch mở rộng đội tàu đầy tham vọng đang được triển khai

Trong năm 2023, doanh nghiệp đã đặt kế hoạch tham vọng hơn với mục tiêu 85 tàu vào năm 2025, tập trung vào mở rộng đội tàu dầu sản phẩm/hóa chất. Nếu kế hoạch này được thực hiện, doanh thu từ mảng vận tải của PVT sẽ tăng trưởng đáng kể nhờ tăng khả năng khai thác trên thị trường cho thuê tàu định hạn quốc tế. Tuy nhiên, vì một số rủi ro liên quan tới tỷ giá và chi phí tài chính, chúng tôi cho rằng kế hoạch mở rộng đến 85 tàu của PVT sẽ khó được thực hiện đúng tiến độ. Trong kịch bản của chúng tôi, doanh nghiệp sẽ có tổng cộng 51 tàu vào năm 2023, 75 tàu vào năm 2025 (88% kế hoạch) và hoàn thành mở rộng đến 85 tàu vào năm 2028.

### Duy trì khuyến nghị MUA với giá mục tiêu 30,100 đồng/cổ phiếu

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu PVT là 30,100 VND/CP (+ 12.2% so với báo cáo trước). Giá mục tiêu tăng chủ yếu dựa trên việc: (1) Chúng tôi chuyển mô hình DCF sang năm sau, (2) Chúng tôi tăng dự phóng EPS 2023-2024 thêm 20.5% và 21.2%. Rủi ro giảm giá bao gồm: (1) giá cước vận tải tái ký cho nửa cuối năm 2024 thấp hơn dự kiến và (2) chi phí tài chính ảnh hưởng đến lợi nhuận nhiều hơn dự kiến.

| Chỉ tiêu tài chính          | 31/12/21 | 31/12/22 | 31/12/23F | 31/12/24F |
|-----------------------------|----------|----------|-----------|-----------|
| Doanh thu thuần             | 7,460    | 9,047    | 9,058     | 10,168    |
| Lợi nhuận ròng              | 660      | 857      | 1,055     | 1,133     |
| Tăng trưởng doanh thu thuần | 1.1%     | 21.3%    | 0.1%      | 12.2%     |
| Tăng trưởng LN ròng         | -1.5%    | 29.9%    | 23.0%     | 7.4%      |
| Biên LN gộp                 | 16.6%    | 18.3%    | 19.1%     | 19.0%     |
| Biên EBITDA                 | 28.3%    | 31.7%    | 28.6%     | 28.6%     |
| ROAE                        | 13.1%    | 15.3%    | 16.1%     | 14.6%     |
| ROAA                        | 5.6%     | 6.4%     | 6.7%      | 6.1%      |
| EPS (VND/cổ phiếu)          | 2,038    | 2,649    | 3,259     | 3,501     |
| BVPS (VND/cổ phiếu)         | 16,051   | 18,546   | 21,919    | 25,995    |

Nguồn: BCTC PVT, MBS dự phóng và tổng hợp

MUA

Giá mục tiêu

VND 30,100

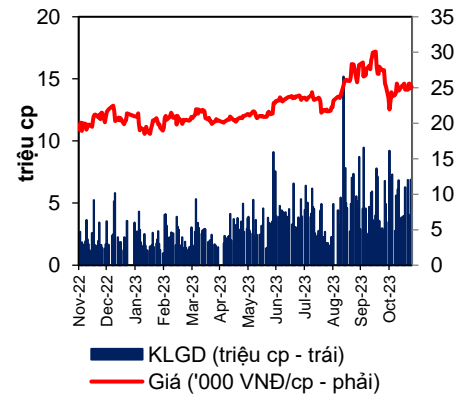
Tiềm năng tăng giá

17.7%

Thay đổi trọng yếu trong báo cáo:

Điều chỉnh tăng EPS 2023 - 2024 thêm 20.5% - 21.2% so với dự phóng cũ.

### Thông tin cổ phiếu



Nguồn: FiinPro, MBS Research

|                         |        |
|-------------------------|--------|
| Giá thị trường (VND)    | 25,550 |
| Cao nhất 52 tuần (VND)  | 30,100 |
| Thấp nhất 52 tuần (VND) | 17,348 |
| Vốn hóa (tỷ VND)        | 53,949 |
| P/E (TTM)               | 8.9    |
| P/B                     | 1.0    |
| Thị suất cổ tức (%)     | 2.8%   |
| Tỷ lệ SH nước ngoài (%) | 11.4%  |

Nguồn: <https://s24.mbs.com.vn/>

### Cơ cấu sở hữu

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| Tập đoàn Dầu khí Việt Nam | 51% |
| Khác                      | 49% |

### Chuyên viên phân tích



Phạm Thị Thanh Huyền

Huyen.PhamThiThanh@mbs.com.vn

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

## Luận điểm đầu tư & Khuyến nghị

### Luận điểm đầu tư

- Giá cước vận tải giai đoạn 2023-2024 được dự báo neo cao ở hai mảng chính là vận tải dầu thô và vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất nhờ chênh lệch cung – cầu vận tải trên thế giới vẫn sẽ tiếp diễn.
- Giá cước cao đóng góp trực tiếp vào biên lợi nhuận của mảng vận tải dầu thô, kéo theo kỳ vọng biên lợi nhuận gộp mảng này duy trì ở mức cao khoảng 30% trong giai đoạn 2023-2024. Lợi nhuận ròng GĐ 2023-2024 được dự phóng tăng lần lượt 23% và 7% svck.
- Kế hoạch mở rộng đội tàu đang được triển khai tốt, có thể giúp tăng doanh thu và lợi nhuận của PVT trong dài hạn nhờ đóng góp của các tàu mới, đặc biệt là tàu chở dầu sản phẩm/hóa chất.

### Định giá

Chúng tôi sử dụng 2 phương pháp FCFF và EV/EBITDA để đưa ra giá trị hợp lý của cổ phiếu PVT trong năm 2024 là 30,100 VND/CP (tiềm năng tăng giá 17.7% so với giá đóng cửa ngày 28/11/2023, tăng 12.2% so với giá mục tiêu cũ). Việc thay đổi giá mục tiêu này chủ yếu dựa trên việc: (1) Chúng tôi chuyển giá mục tiêu từ cuối năm 2023 sang cuối năm 2024, (2) Chúng tôi điều chỉnh tăng dự phóng EPS giai đoạn 2023-2024 của PVT thêm lần lượt 20.5 và 21.2% so với dự phóng trước đây.

Giá trị EV/EBITDA trung bình 5 năm (4.9x) được sử dụng trong định giá P/B cho PVT bởi 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.

Hình 1: Tóm tắt các phương pháp định giá

| Phương pháp                                  | Tỷ trọng | Giá (VNĐ) |
|--|----------|-----------|
| FCFF   | 50%      | 30,300    |
| EV/EBITDA với EV/EBITDA mục tiêu 2024 = 4.9x | 50%      | 29,850    |
| Giá mục tiêu                                 |          | 30,070    |
| Giá hiện tại                                 |          | 25,550    |
| Tiềm năng tăng giá                           |          | 17.7%     |

Nguồn: MBS Research

Hình 2: Định giá EV/EBITDA - PVT



Nguồn: FiinProX, MBS Research

**Hình 3: Dự phóng dòng tiền FCFF**

|                      | 2024F   | 2025F   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Lợi nhuận sau thuế   | 1,416   | 1,539   | 1,421   | 1,294   | 1,317   |
| Chi phí phi tiền mặt | 791     | 906     | 997     | 1,057   | 1,114   |
| Lãi vay sau thuế     | 276     | 280     | 312     | 341     | 374     |
| Đầu tư vốn lưu động  | -19     | -7      | 12      | -3      | -1      |
| Đầu tư TSCĐ          | (2,181) | (2,508) | (1,154) | (1,223) | (1,080) |
| FCFF                 | 284     | 211     | 1,588   | 1,466   | 1,724   |

**Hình 4: Định giá theo FCFF**

|   |            |        |
|---|------------|--------|
| (+) Giá trị hiện tại của FCFF giai đoạn 2024-2028   | tỷ đồng    | 3,302  |
| (+) Giá trị hiện tại của giá trị DN năm cuối chu kỳ | tỷ đồng    | 7,417  |
| (+) Tiền và tương đương tiền                        | tỷ đồng    | 5,666  |
| (-) Nợ  | tỷ đồng    | 6,578  |
| Giá trị vốn chủ sở hữu                              | tỷ đồng    | 9,807  |
| Số lượng cổ phiếu                                   | triệu cp   | 324    |
| Giá trị cổ phiếu                                    | nghìn đồng | 30,300 |

**Chi phí VCSH**

|                           |       |
|---------------------------|-------|
| Lãi suất phi rủi ro       | 3.0%  |
| Beta                      | 1.5   |
| Phần bù rủi ro thị trường | 9.6%  |
| Chi phí VCSH              | 17.4% |

**WACC và tăng trưởng dài hạn**

|                     |       |
|---------------------|-------|
| Tỷ trọng VCSH       | 68.6% |
| Tỷ trọng nợ         | 31.4% |
| Chi phí nợ          | 6.2%  |
| Mức thuế            | 20.0% |
| WACC                | 13.5% |
| Tăng trưởng dài hạn | 1.0%  |

**Rủi ro giảm giá**

- Giá cước vận tải tái ký vào nửa cuối năm 2024 thấp hơn dự kiến.
- Chi phí lãi vay và lỗ tỷ giá ảnh hưởng tới lợi nhuận nhiều hơn dự kiến.

**Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành**

| Công ty                    | Mã CK            | Vốn hóa | Đơn vị    | EV/EBITDA | P/E (lần) |          | ROA% |      | ROE (%) |      |
|----------------------------|------------------|---------|-----------|-----------|-----------|----------|------|------|---------|------|
|                            |                  |         |           |           | TTM       | Hiện tại | TTM  | 2022 | TTM     | 2022 |
| Vietnam Tanker JSC         | VTO VN Equity    | 30      | triệu USD | 1.0       | 9.2       | 0.7      | 4.8  | 4.3  | 7.2     | 4.8  |
| Nanjing Tanker Corp        | 601975 CH Equity | 1,916   | triệu USD | 4.5       | 8.2       | 1.6      | 15.6 | 14.9 | 21.5    | 21.8 |
| Yinson Holdings Bhd        | YNS MK Equity    | 1,523   | triệu USD | 9.0       | 11.1      | 1.4      | 3.7  | 3.4  | 13.4    | 11.6 |
| Shipping Corp of India Ltd | SCI IN Equity    | 531     | triệu USD | 3.7       | 5.5       | 0.7      | 7.5  | 5.9  | 13.4    | 9.6  |
| Frontline Ltd              | FRO US Equity    | 5,020   | triệu USD | 6.5       | 6.1       | 2.2      | 18.2 | 10.7 | 39.2    | 24.4 |
| Trung bình                 |                  |         |           | 4.9       | 8.0       | 1.3      | 9.9  | 7.8  | 18.9    | 14.4 |
| PVTrans                    | PVT VN Equity    | 336     | triệu USD | 4.2       | 8.4       | 1.3      | 6.2  | 6.4  | 15.9    | 14.5 |

Nguồn: Bloomberg, MBS Research

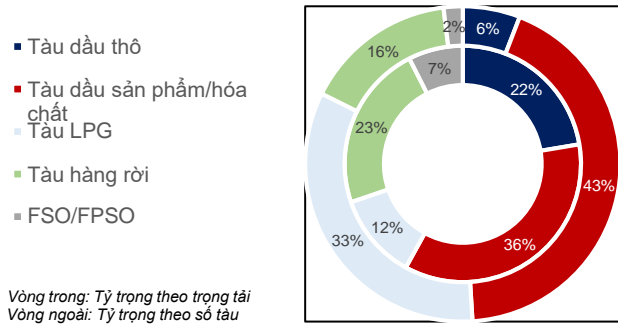
## Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải Q3/2023 duy trì ở mức cao, lợi nhuận giảm svck do không ghi nhận khoản thanh lý tàu lớn

Hình 6: Kết quả kinh doanh Q3/2023 và 9 tháng đầu năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND)

| Các tiêu chí KQKD                       | Q3/2023      | Tăng svck (%)      | Tăng sv quý trước (%) | Lũy kế từ đầu năm | Tăng svck (%) | % hoàn thành dự phóng | Đánh giá   |
|---|--------------|--------------------|-----------------------|-------------------|---------------|-----------------------|--|
| <b>Doanh thu</b>                        | <b>2,551</b> | <b>9.4%</b>        | <b>20.6%</b>          | <b>6,709</b>      | <b>1.5%</b>   | <b>66.1%</b>          |  |
| - Vận tải                               | 1,961        | 8.6%               | 7.8%                  | 5,447             | 8.0%          | 69.9%                 |  |
| + Vận tải dầu thô                       | 459          | 40.7%              | -5.6%                 | 1,287             | 20.5%         | 65.3%                 | Giá cước vận tải và cho thuê định hạn tăng cao svck ở cả trong nước và quốc tế nhưng giảm nhẹ so với quý trước do cước tái ký cho 1 tàu chở dầu thô trong tháng 9 giảm 10%. Việc NMLD Nghi Sơn bảo dưỡng 55 ngày trong Q3/2023 không gây ảnh hưởng quá lớn đến PVT do chuyển sang khai thác tàu trên thị trường quốc tế. |
| + Vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất        | 638          | -11.7%             | 4.0%                  | 1,890             | 7.2%          | 74.0%                 | Giảm từ mức đỉnh của cùng kỳ và duy trì khá ổn định qua các quý.   |
| + Vận tải LPG                           | 714          | 13.5%              | 20.6%                 | 1,950             | 9.5%          | 74.1%                 |  |
| + Vận tải hàng rời                      | 128          | 9.4%               | 20.6%                 | 266               | -28.4%        | 41.7%                 | Nhiều tàu lên dock trong 3 quý đầu năm hơn dự kiến do đó doanh thu thấp hơn nhiều so với dự phóng.   |
| - FSO/FPSO                              | 154          | -23.8%             | 3.8%                  | 450               | -27.8%        | 53.9%                 | Hợp đồng O&M với Lewek Emas Chim Sáo hết hạn từ T10/2022.  |
| - Thương mại, khác                      | 436          | 35.3%              | 194.2%                | 812               | -13.9%        | 53.6%                 | Doanh nghiệp định hướng tập trung vào mảng cốt lõi là vận tải.   |
| <b>Lợi nhuận gộp</b>                    | <b>516</b>   | <b>24.4%</b>       | <b>5.2%</b>           | <b>1,332</b>      | <b>16.3%</b>  | <b>73.5%</b>          |  |
| - Vận tải                               | 450          | 28%                | 7%                    | 1,133             | 24.5%         | 75.0%                 |  |
| + Vận tải dầu thô                       | 160          | 116%               | -22%                  | 403               | 118%          | 117.0%                | Vận tải dầu thô là động lực chính cho tổng lợi nhuận gộp của PVT   |
| + Vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất        | 170          | 27%                | 29%                   | 437               | 34%           | 83.4%                 | Đóng góp từ các tàu mới và số tàu lên dock ít hơn hai quý đầu năm.   |
| + Vận tải LPG                           | 124          | 57%                | 5%                    | 344               | 68%           | 93.5%                 |  |
| + Vận tải hàng rời                      | (5)          | -108%              | -85%                  | (48)              | -128%         | -17.4%                |  |
| - FSO/FPSO                              | 56           | 1%                 | 13%                   | 150               | -17.9%        | 63.1%                 |  |
| - Thương mại, khác                      | 10           | 21%                | -34%                  | 44                | -16.0%        | 69.0%                 |  |
| <b>Biên lợi nhuận gộp</b>               | <b>20.2%</b> | <b>+2.4 điểm %</b> | <b>-3.0 điểm %</b>    | <b>19.9 %</b>     | <b>2.5%</b>   | <b>+ 2.0 điểm %</b>   |  |
| - Vận tải                               | 23.0%        | +3.5 điểm %        | -0.2 điểm %           | 20.8 %            | 2.7%          | +1.4 điểm %           |  |
| + Vận tải dầu thô                       | 34.8%        | +12.1 điểm %       | -7.5 điểm %           | 31.3 %            | 14.0%         | +13.8 điểm %          | Giá cước cao svck ở tất cả các hình thức khai thác đóng góp trực tiếp vào biên lợi nhuận gộp; tuy nhiên giảm so với quý trước do giá cước tái ký 1 tàu thấp hơn.   |
| + Vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất        | 26.7%        | +8.1 điểm %        | +5.1 điểm %           | 23.1 %            | 4.7%          | +2.6 điểm %           |  |
| + Vận tải LPG                           | 17.3%        | +4.8 điểm %        | -2.5 điểm %           | 17.7 %            | 6.1%          | +3.7 điểm %           | Giá cước cho thuê định hạn tàu chở LPG cao hơn dự kiến   |
| + Vận tải hàng rời                      | -4.0%        | -59.4 điểm %       | 28.4 điểm %           | -17.9 %           | -63.9%        | -60.9 điểm %          | Nhiều tàu lên dock bảo dưỡng, không tạo ra doanh thu nhưng vẫn phát sinh chi phí   |
| - FSO/FPSO                              | 36.2%        | +8.9 điểm %        | 3.1 điểm %            | 33.4 %            | 4.0%          | +4.9 điểm %           | Giá dầu tăng giúp cải thiện giá thuê ngày của FSO Đại Hùng Queen.  |
| - Thương mại, khác                      | 2.2%         | -0.3 điểm %        | -7.7 điểm %           | 5.4 %             | -0.1%         | +1.2 điểm %           |  |
| Lợi nhuận khác                          | 42           | -80%               | -50%                  | 146               | -37%          | 306%                  | Doanh thu thanh lý tàu đúng với dự phóng cũ (37.8 tỷ) và thấp hơn svck; thu nhập khác cao hơn dự kiến.   |
| Doanh thu tài chính                     | 91           | 71.9%              | -7.8%                 | 281               | 111%          | 113%                  | Giá trị tiền gửi trong Q3/2023 tăng 83.7% svck và cao hơn dự phóng.  |
| Chi phí tài chính                       | 162          | 58.2%              | 84.4%                 | 331               | 47%           | 134%                  | Giá trị nợ vay dài hạn trong Q3.2023 tăng 52.9% svck, tăng 53.3% so với quý trước và cao hơn dự phóng  |
| Chi phí quản lý & bán hàng              | 94           | -8.2%              | -9.1%                 | 258               | -3.7%         | 66%                   |  |
| % chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu | 3.7%         | -0.7%              | -1.2%                 | 3.8%              | -0.2%         | 0.0%                  |  |
| <b>LNNT</b>                             | <b>399</b>   | <b>-17.1%</b>      | <b>-18.3%</b>         | <b>1,188</b>      | <b>14.8%</b>  | <b>81%</b>            |  |
| Thuế TNDN                               | 78           | -18.1%             | -20.8%                | 237               | 20.2%         | 80%                   |  |
| <b>LNST</b>                             | <b>321</b>   | <b>-16.8%</b>      | <b>-17.7%</b>         | <b>951</b>        | <b>13.5%</b>  | <b>81%</b>            |  |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>                   | <b>249</b>   | <b>-8.0%</b>       | <b>-19.4%</b>         | <b>740</b>        | <b>17.4%</b>  | <b>85%</b>            | Lợi nhuận ròng 9T 2023 vượt kỳ vọng chủ yếu nhờ biên LNG cao hơn dự kiến do giá cước cao và lợi nhuận khác cao hơn dự kiến.  |

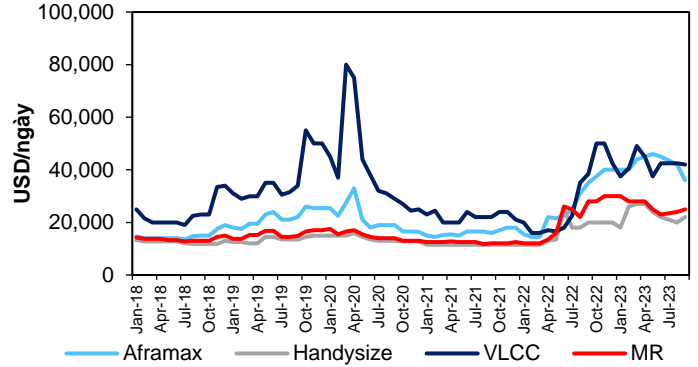
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 7: Cơ cấu đội tàu của PVT tính đến ngày 31/10/2023



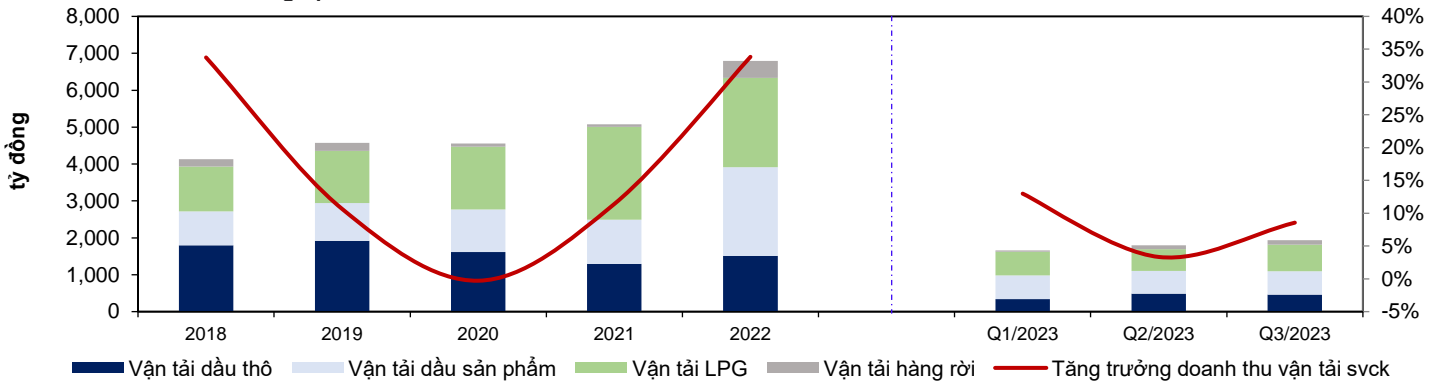
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 8: Giá cho thuê định hạn một số loại tàu dầu thô trên thế giới



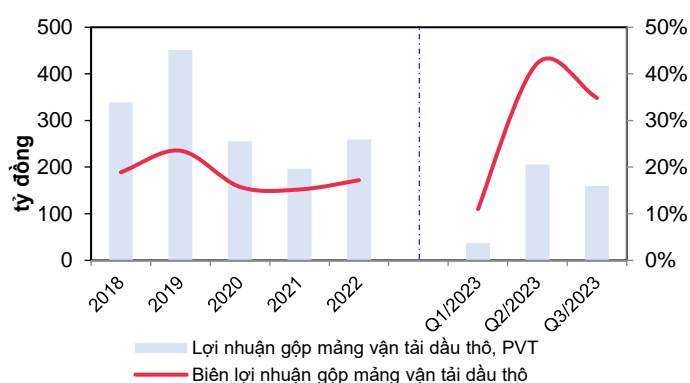
Nguồn: Bloomberg, MBS Research

Hình 9: Doanh thu các mảng vận tải của PVT



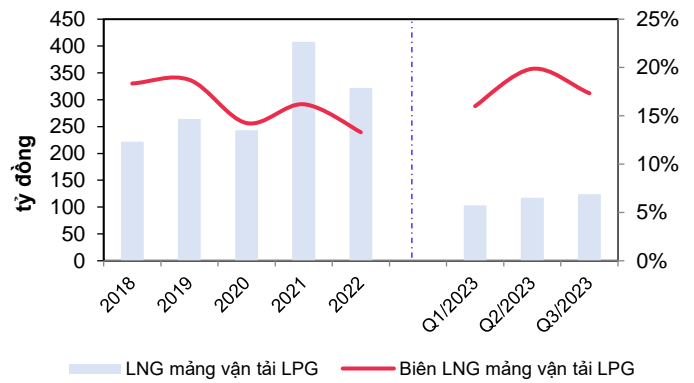
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 10: Lợi nhuận gộp và biên LNG mảng vận tải dầu thô



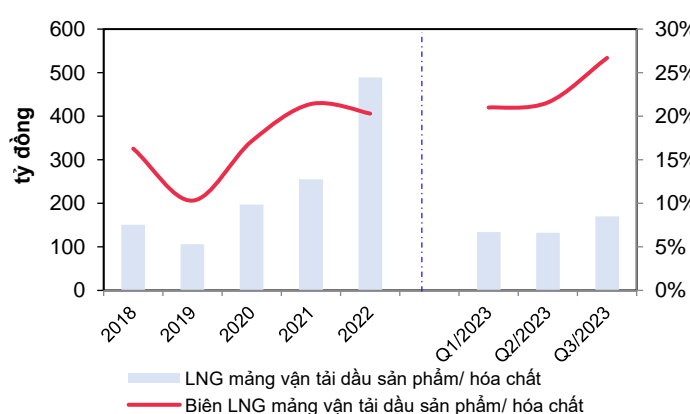
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 11: LNG và biên LNG mảng vận tải LPG



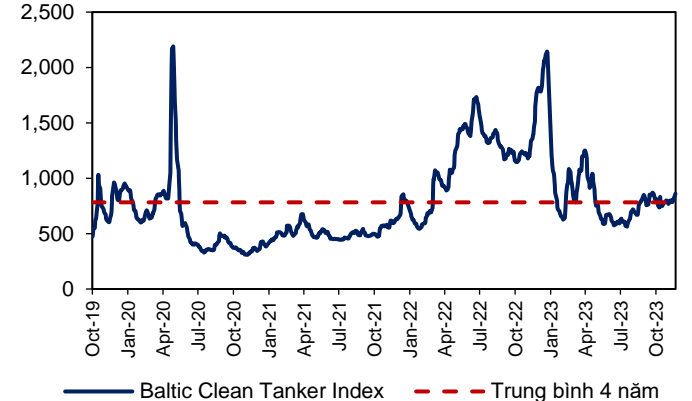
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 12: Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất của PVT duy trì ở mức cao...



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 13: ... bất chấp chỉ số cước vận tải dầu sản phẩm Baltic Clean Tanker Index chỉ đang ở mức trung bình 4 năm gần nhất



Nguồn: PVT, MBS Research

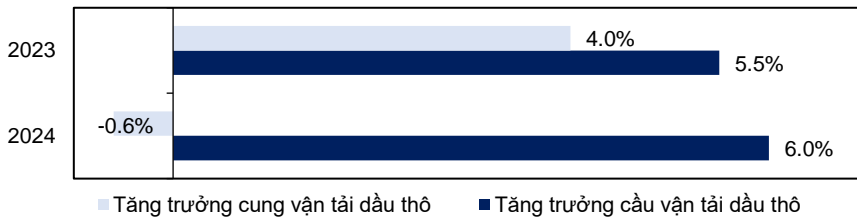


## Triển vọng giai đoạn 2023-2024

### Triển vọng mảng vận tải dầu thô tươi sáng trong năm 2024 do kỳ vọng giá cước duy trì ở mức cao

Giá cước vận tải dầu thô trên thế giới trong giai đoạn 2023-2024 sẽ được hỗ trợ bởi: (1) nhu cầu tấn-dậm tăng và (2) nguồn cung hạn chế. Cụ thể, theo IEA, trong năm 2024 Trung Quốc sẽ tăng cường nhập khẩu dầu thô từ Brazil và Mỹ-vốn được vận chuyển trên các tàu VLCC với hải trình lớn hơn so với nhập khẩu từ Trung Đông. Nhu cầu vận tải dầu thô tăng nhanh hơn nguồn cung (số lượng tàu đóng mới ít, tốc độ di chuyển chịu ảnh hưởng từ các quy định EEXI và CII) sẽ là nhân tố giúp giá cước vận tải dầu thô duy trì cao trong thời gian tới.

Hình 14: Dự báo chênh lệch cung – cầu vận tải dầu thô trên thế giới

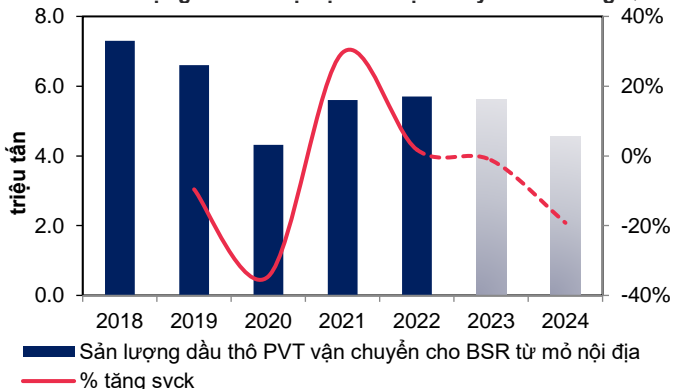


Nguồn: BIMCO, MBS Research

Năm 2024, nhà máy lọc dầu Dung Quất (thuộc CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn – BSR) dự kiến sẽ bảo dưỡng khoảng 50 ngày, tuy nhiên chúng tôi cho rằng triển vọng tích cực của mảng vận tải dầu thô sẽ không bị ảnh hưởng quá nhiều do: (1) trong quá trình bảo dưỡng, các nhà máy không ngừng hoàn toàn và PVT vẫn có thể vận chuyển một số chuyến và (2) giá cước vận tải và cho thuê tàu định hạn tiếp tục neo cao trên thị trường quốc tế, mặc dù có thể không cao như năm 2023.

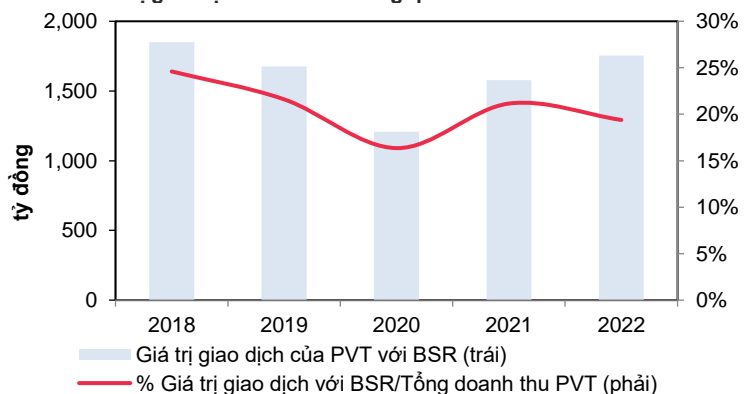
- Theo ước tính của chúng tôi, doanh thu từ vận tải dầu thô của PVT sẽ tăng trưởng 9% trong năm 2023 và giảm 7% trong năm 2024, chiếm lần lượt 18% và 15% tổng doanh thu của PVT.
- Biên lợi nhuận mảng vận tải dầu thô cũng được kỳ vọng sẽ tiếp tục duy trì tích cực trong năm 2024 nhờ giá cước tái ký cao. Chúng tôi dự báo biên lợi nhuận gộp mảng này sẽ tăng từ mức 17.2% trong 2022 lên mức 30.3% trong năm 2023 và 29.5% trong năm 2024 nhờ những tín hiệu tốt của giá cước. Tháng 11/2023, PVT tái ký hợp đồng vận tải dầu thô cho tàu Apollo (loại Aframax) với giá cước tương đương với Q3/2023, củng cố một phần quan điểm của chúng tôi về việc giá cước vận tải dầu thô tiếp tục neo cao trong năm 2024.

Hình 15: Sản lượng dầu thô nội địa PVT vận chuyển cho Dung Quất



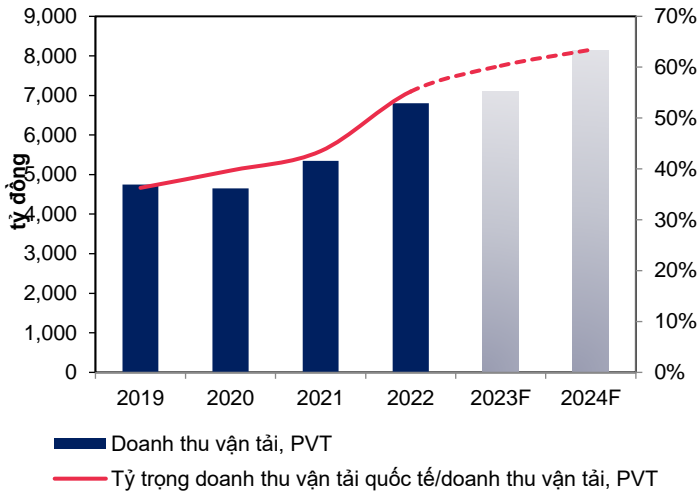
Nguồn: PVT, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 16: Giá trị giao dịch với BSR không quá lớn so với doanh thu của PVT



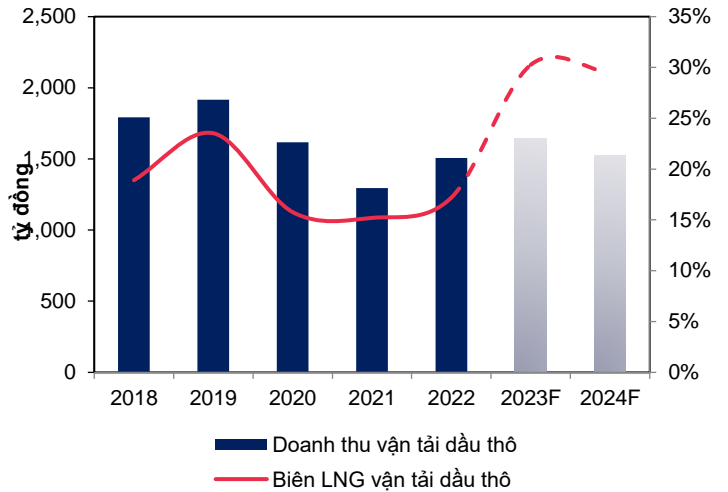
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 17: Tỷ trọng doanh thu quốc tế trong doanh thu vận tải của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 18: Dự phóng doanh thu và biên LNG mảng vận tải dầu thô, PVT



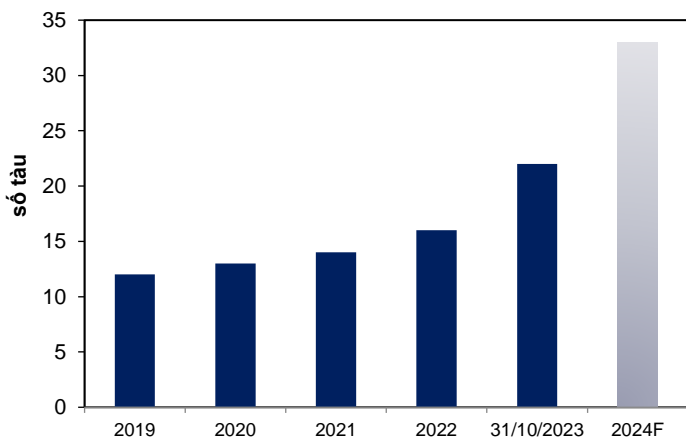
Nguồn: PVT, MBS Research tổng hợp và dự phóng

**Vận tải dầu sản phẩm/hóa chất: Giá cước ổn định, đội tàu mở rộng nhanh**

Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất trong năm 2024 trên thế giới sẽ tăng do chênh lệch cung – cầu vận tải lớn hơn so với năm 2023. Trong khi đó, cước vận tải của PVT được dự phóng duy trì ở mức cao do các hợp đồng vận tải dầu sản phẩm của PVT được ký với thời hạn 6 tháng (3+3) đến 1 năm và có tính ổn định hơn. Trên cơ sở đó, chúng tôi dự phóng KQKD mảng vận tải dầu sản phẩm như sau:

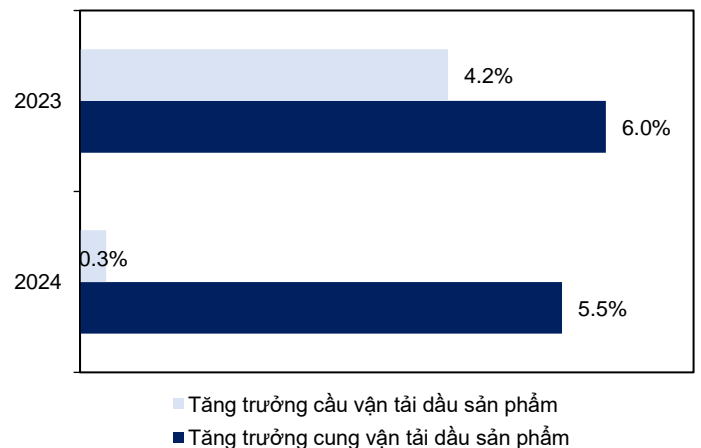
- Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất của PVT sẽ tăng trưởng lần lượt 7% và 22% svck trong giai đoạn 2023-2024, chủ yếu do đóng góp từ các tàu mới. Doanh nghiệp dự kiến mở rộng đội tàu dầu sản phẩm/hóa chất lên tới 33 tàu vào năm 2024, trong khi số lượng tàu dầu sản phẩm/hóa chất của PVT tính tới ngày 31/10/2023 là 22 tàu với tổng trọng tải khoảng 500,000 DWT – tương đương 36% tổng trọng tải đội tàu của PVT hiện tại.
- Chúng tôi kỳ vọng biên LNG mảng này duy trì ổn định ở mức cao trong năm 2023-2024 do chênh lệch cung-cầu vận tải trên thế giới vẫn sẽ tiếp diễn, dự phóng thận trọng lần lượt ở mức 22.6% và 22.1%.

Hình 19: Đội tàu dầu sản phẩm/hóa chất của PVT mở rộng khá nhanh



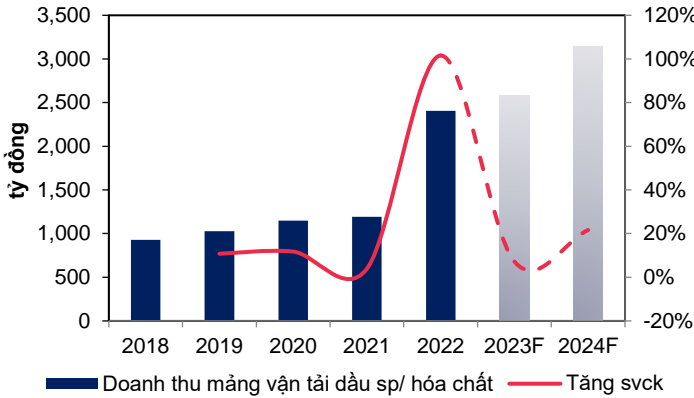
Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 20: Dự báo chênh lệch cung – cầu vận tải dầu sản phẩm/hóa chất thế giới vẫn sẽ tiếp diễn trong năm 2024



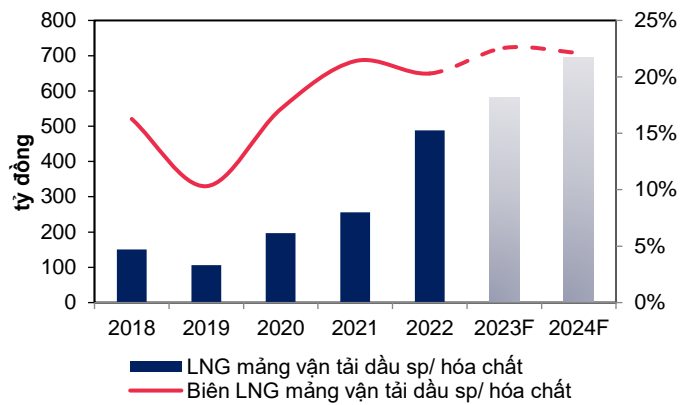
Nguồn: BIMCO, MBS Research

Hình 21: Doanh thu mảng vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 22: Biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất



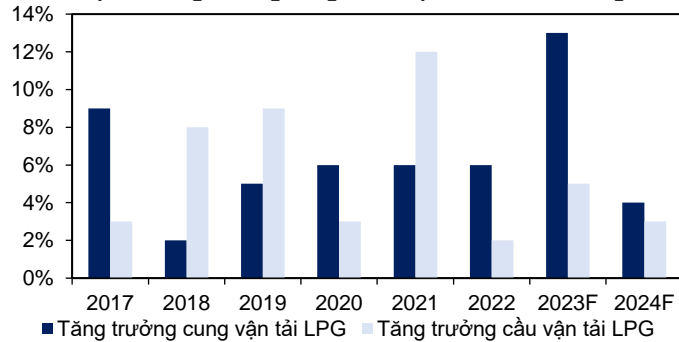
Nguồn: PVT, MBS Research tổng hợp và dự phóng

### Vận tải LPG: Triển vọng giá cước không tích cực

Chúng tôi duy trì quan điểm so với báo cáo trước và cho rằng triển vọng giá cước vận tải LPG trong giai đoạn 2023-2024 sẽ không quá tích cực do tăng trưởng cung vượt quá tăng trưởng cầu thế giới.

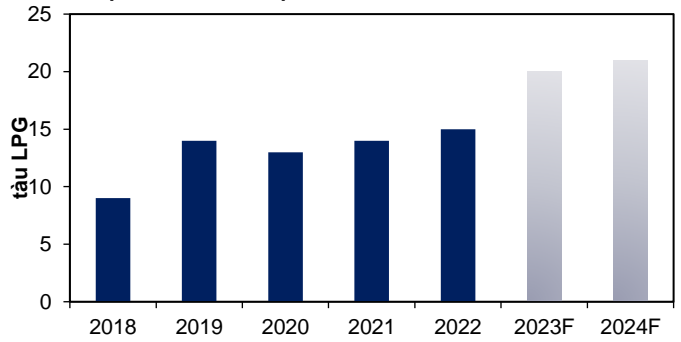
- Mặc dù giá cước có thể không tích cực, doanh nghiệp đang có kế hoạch mở rộng đội tàu chở khí và có thể tăng đóng góp vào doanh thu, chúng tôi dự phóng doanh thu mảng này sẽ tăng trưởng lần lượt 5% và 8% trong giai đoạn 2023-2024.
- Chúng tôi cũng dự phóng thận trọng biên lợi nhuận gộp mảng này của PVT ở mức 16.3% và 16.1% trong giai đoạn 2023-2024 do ảnh hưởng từ giá cước vận tải khí thế giới.

Hình 23: Dự báo tăng trưởng cung – cầu vận tải LPG trên thế giới



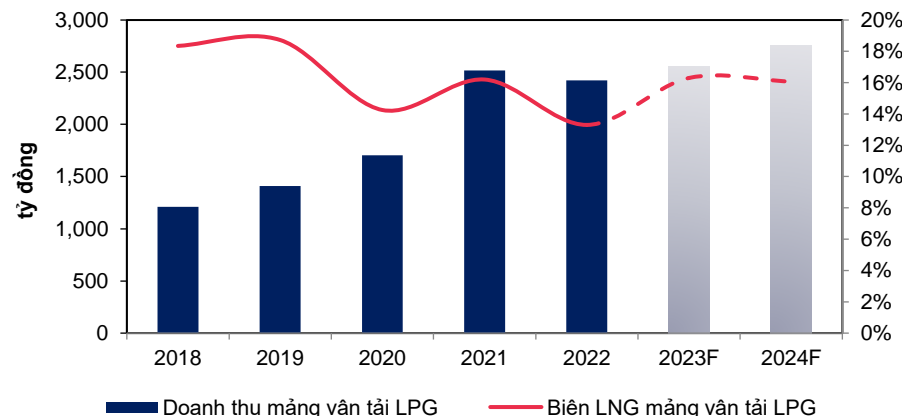
Nguồn: Danish Ship Finance, MBS Research

Hình 24: Đội tàu chở LPG dự kiến của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 25: Doanh thu từ vận tải LPG và biên lợi nhuận gộp mảng vận tải LPG của PVT



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

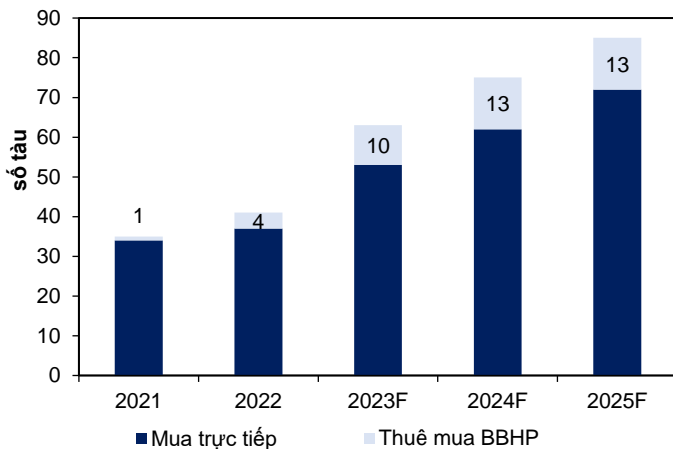


## Kế hoạch mở rộng đội tàu đang từng bước được triển khai giúp tăng đóng góp vào doanh thu của mảng vận tải

### Mục tiêu 85 tàu vào năm 2025

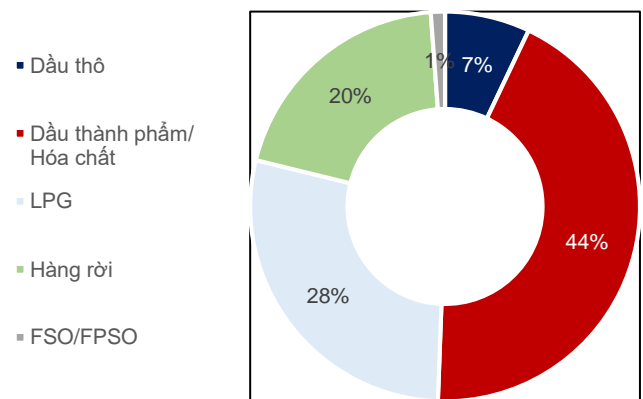
Tại báo cáo gần nhất, chúng tôi đã đề cập đến kế hoạch đầu tư tàu được phê duyệt tại ĐHCĐ đầu năm 2023 của PVT với mục tiêu đội tàu đạt 47 tàu vào thời điểm cuối năm. Tính đến ngày 31/10/2023, đội tàu của PVT đã đạt 51 tàu và vượt xa con số mục tiêu đề ra đầu năm. Tuy nhiên, trong năm 2023, doanh nghiệp đã đặt kế hoạch tham vọng hơn với mục tiêu 85 tàu vào năm 2025, tập trung vào mở rộng đội tàu dầu sản phẩm/hóa chất. Nếu kế hoạch này được thực hiện, doanh thu từ mảng vận tải của PVT sẽ tăng trưởng đáng kể nhờ tăng khả năng khai thác trên thị trường cho thuê tàu định hạn quốc tế.

Hình 26: Kế hoạch mở rộng đội tàu của PVT



Nguồn: PVT, MBS Research

Hình 27: Mục tiêu cơ cấu đội tàu năm 2025 của PVT, theo số lượng

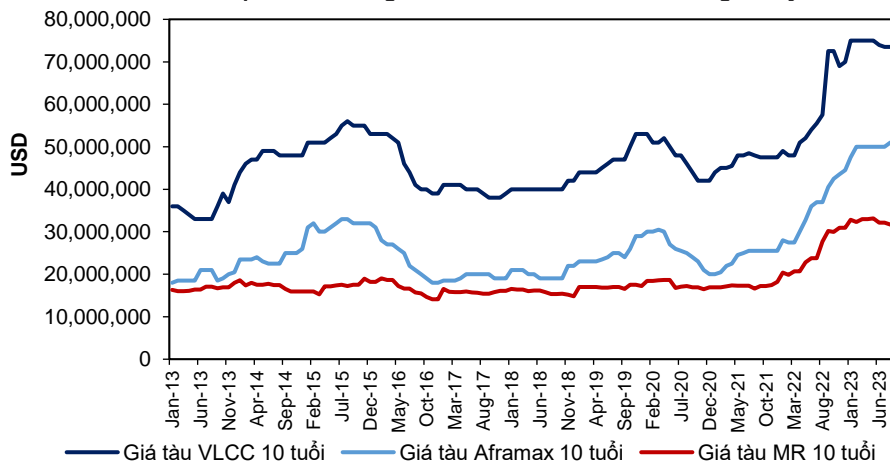


Nguồn: PVT, MBS Research

### Giá tàu cao cùng tỷ lệ đòn bẩy tăng ảnh hưởng kế hoạch mở rộng đội tàu

Kế hoạch nói trên của PVT, để thực hiện được, cần chú ý rất nhiều đến tình hình tài chính của công ty, nhất là trong điều kiện giá các loại tàu chở hàng lỏng đang ở mức khá cao so với trung bình 10 năm gần nhất, mặc dù đã giảm từ mức đỉnh vào đầu năm 2023. Doanh nghiệp thực hiện kế hoạch dưới cả hai hình thức mua trực tiếp và thuê mua BBHP (bareboat hire purchase), theo đó hình thức BBHP sẽ giúp giảm gánh nặng tài chính lên doanh nghiệp nhờ phân bổ chi phí định kỳ hợp lý.

Hình 28: Giá mua các loại tàu đều đang ở mức cao nhất so với 10 năm gần đây

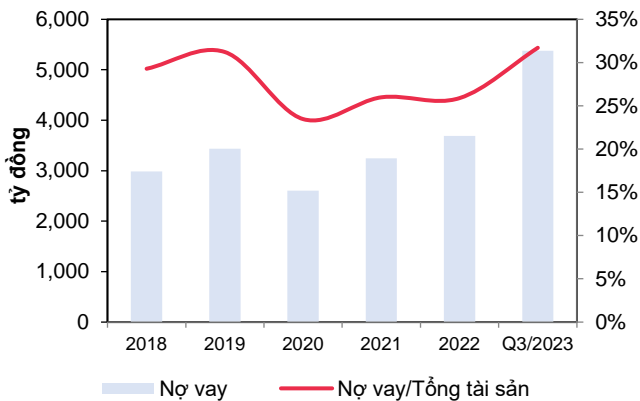


Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Tính đến hết Q3/2023, nợ vay dài hạn của PVT đã tăng lên mức 4,674 tỷ đồng (+52.9% svck, +53.2% so với quý trước) mặc dù lãi suất tham chiếu giảm, kéo theo chi phí lãi vay tăng 27% svck. Nếu thực hiện mở rộng đội tàu với tốc độ nhanh như dự kiến, chúng tôi cho rằng nợ vay của PVT sẽ tiếp tục tăng mạnh để phục vụ nhu cầu đầu tư tài sản cố định, gây ra tăng chi phí lãi vay và ảnh hưởng một phần tới lợi nhuận. Bên cạnh đó, việc tăng cường hoạt động trên thị trường quốc tế cũng sẽ khiến PVT chịu rủi ro tỷ giá lớn hơn.

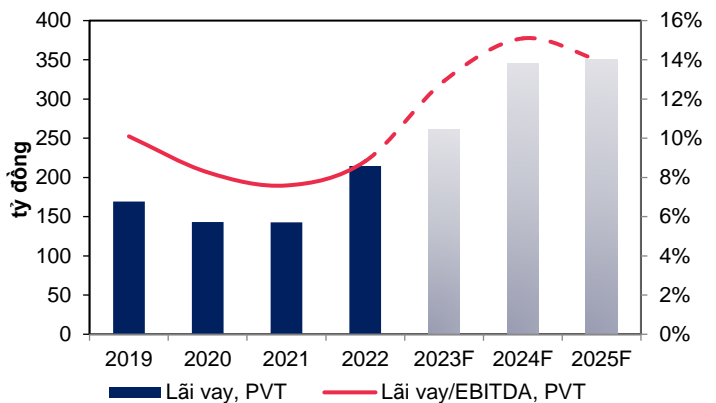
Vì các lý do liên quan tới rủi ro tài chính nói trên, chúng tôi cho rằng kế hoạch mở rộng đến 85 tàu của PVT sẽ khó được thực hiện đúng tiến độ. Trong kịch bản của chúng tôi, doanh nghiệp sẽ có tổng cộng 51 tàu vào năm 2023, 75 tàu vào năm 2025 (88% kế hoạch) và hoàn thành mở rộng đến 85 tàu vào năm 2028.

Hình 29: Nợ vay của PVT tăng mạnh trong Q3/2023



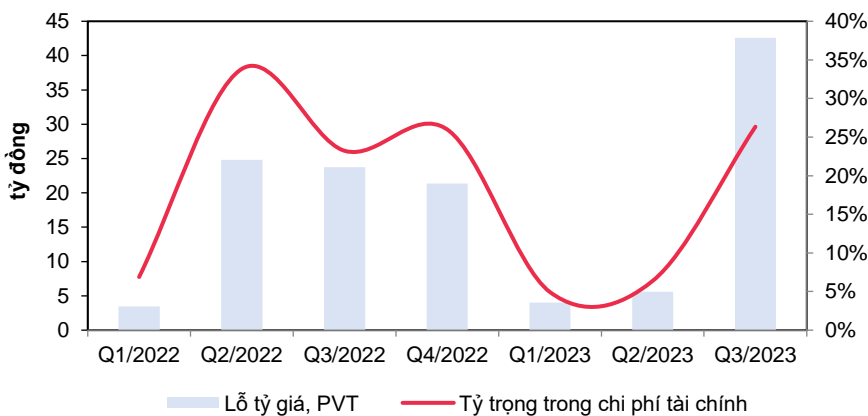
Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 30: Lãi vay được dự báo tiếp tục tăng trong giai đoạn đầu tư tàu mới



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

Hình 31: Lỗ chênh lệch tỷ giá là yếu tố khá đáng quan ngại đối với PVT khi tăng cường khai thác đội tàu trên thị trường quốc tế



Nguồn: MBS Research tổng hợp và dự phóng

## Điều chỉnh dự phóng 2023-2024

Hình 32: Chúng tôi điều chỉnh tăng EPS 2023-2024 thêm 20.5% và 21.2% do điều chỉnh biên lợi nhuận gộp theo thông tin giá cước mới và tăng giá trị lợi nhuận khác cho phù hợp với KQKD 9 tháng đầu năm 2023 (Đơn vị: tỷ VND, trừ EPS)

| Các tiêu chí KQKD                       | 2022    | 2023F | Thay đổi sv dự phóng cũ | 2024F  | Thay đổi sv dự phóng cũ | Đánh giá   |
|---|---------|-------|-------------------------|--------|-------------------------|--|
| Doanh thu                               | 9,047   | 9,058 | -10.7%                  | 10,168 | -7.9%                   |  |
| - Vận tải                               | 6,801   | 7,096 | -9.0%                   | 8,130  | -5.2%                   |  |
| + Vận tải dầu thô                       | 1,507   | 1,647 | -16.4%                  | 1,525  | -41.8%                  | Điều chỉnh cho phù hợp với giá cước tái ký và KQKD 3 quý đầu năm 2023.   |
| + Vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất        | 2,407   | 2,580 | 1.0%                    | 3,138  | 25.9%                   |  |
| + Vận tải LPG                           | 2,421   | 2,552 | -3.1%                   | 2,754  | -2.2%                   |  |
| + Vận tải hàng rời                      | 460     | 317   | -50.3%                  | 714    | 11.8%                   | Điều chỉnh để phản ánh việc nhiều tàu hàng rời hơn dự kiến không tạo ra doanh thu trong quá trình lên dock.                              |
| - FSO/FPSO                              | 796     | 657   | -21.3%                  | 719    | -18.0%                  |  |
| - Thương mại, khác                      | 1,450   | 1,305 | -13.8%                  | 1,318  | -16.6%                  |  |
| Lợi nhuận gộp                           | 1,734   | 1,933 | 6.6%                    | 2,075  | 7.8%                    |  |
| Biên lợi nhuận gộp                      | 19%     | 21.3% | + 3.5 điểm %            | 20.4%  | +3.0 điểm %             |  |
| - Vận tải                               | 20.2%   | 20.8% | +1.4 điểm %             | 20.5%  | +1.7 điểm %             |  |
| + Vận tải dầu thô                       | 17.2%   | 30.3% | +12.8 điểm %            | 29.5%  | +12.7 điểm %            | Điều chỉnh cho phù hợp với diễn biến giá cước vận tải dầu thô, cước cho thuê định hạn tàu dầu thô tái ký và biên LNG 3 quý đầu năm 2023. |
| + Vận tải dầu sản phẩm/ hóa chất        | 20.3%   | 22.6% | +2.1 điểm %             | 22.1%  | +2.1 điểm %             |  |
| + Vận tải LPG                           | 13.3%   | 16.3% | +2.3 điểm %             | 16.1%  | +2.1 điểm %             |  |
| + Vận tải hàng rời                      | 43.0%   | -5.9% | -48.9 điểm %            | 11.1%  | -31.9 điểm %            | Điều chỉnh chi phí phát sinh khi lên dock với tàu hàng rời dẫn đến biên LNG giảm.  |
| - FSO/FPSO                              | 28.5%   | 28.8% | +0.3 điểm %             | 28.8%  | +0.3 điểm %             |  |
| - Thương mại, khác                      | 4.0%    | 5.1%  | +0.9 điểm %             | 4.6%   | +0.4 điểm %             |  |
| Chi phí quản lý & bán hàng              | 421     | 386   | -8.1%                   | 435    | -2.8%                   |  |
| % chi phí quản lý và bán hàng/Doanh thu | 5%      | 4%    | +0.1 điểm %             | 4%     | +0.2 điểm %             |  |
| Doanh thu tài chính                     | 221     | 310   | 25%                     | 348    | 29%                     |  |
| Chi phí tài chính                       | 314     | 325   | 32.3%                   | 430    | 70.0%                   |  |
| LNTT                                    | 1,457   | 1,648 | 11.7%                   | 1,770  | 13.8%                   | Điều chỉnh lợi nhuận khác cho phù hợp với KQKD 3 quý đầu năm 2023  |
| Thuế TNDN                               | 301     | 330   | 11.7%                   | 354    | 13.8%                   |  |
| LNST                                    | 1,156   | 1,318 | 11.7%                   | 1,416  | 13.8%                   |  |
| LN ròng                                 | 857     | 1,055 | 20.5%                   | 1,133  | 21.2%                   | Điều chỉnh lợi ích từ cổ đông thiểu số ít hơn dự phóng cũ, dựa theo KQKD 3 quý đầu năm 2023.   |
| EPS (VND/cp)                            | 2,649.0 | 3,259 | 20.5%                   | 3,501  | 21.2%                   |  |

Nguồn: MBS Research dự phóng

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

| <b>Báo cáo kết quả HĐKD</b>        | <b>31/12/21</b> | <b>31/12/22</b> | <b>31/12/23</b> | <b>31/12/24</b> | <b>Báo cáo lưu chuyển tiền tệ</b>          | <b>31/12/21</b> | <b>31/12/22</b> | <b>31/12/23</b> | <b>31/12/24</b> |
|------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Doanh thu thuần                    | 7,460           | 9,047           | 9,058           | 10,168          | LN trước thuế                              | 1,040           | 1,457           | 1,648           | 1,770           |
| Giá vốn hàng bán                   | (6,222)         | (7,392)         | (7,324)         | (8,235)         | Khấu hao                                   | 930             | 1,195           | 678             | 791             |
| Lợi nhuận gộp                      | 1,238           | 1,655           | 1,734           | 1,933           | Thuế đã nộp                                | (235)           | (258)           | (330)           | (354)           |
| Chi phí quản lý DN                 | (277)           | (408)           | (373)           | (418)           | Các khoản điều chỉnh khác                  | 143             | (6)             | -               | -               |
| Chi phí bán hàng                   | (10)            | (13)            | (13)            | (17)            | Thay đổi VLĐ                               | (1,049)         | (217)           | (181)           | (19)            |
| LN từ HĐKD                         | 950             | 1,235           | 1,348           | 1,498           | <b>LCTT từ HĐKD</b>                        | <b>829</b>      | <b>2,172</b>    | <b>1,815</b>    | <b>2,189</b>    |
| EBITDA thuần                       | 1,880           | 2,430           | 2,026           | 2,289           | Đầu tư TSCĐ                                | (1,936)         | (1,661)         | (2,379)         | (2,181)         |
| <b>LN trước thuế &amp; lãi vay</b> | <b>950</b>      | <b>1,235</b>    | <b>1,348</b>    | <b>1,498</b>    | Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ                 | 101             | 389             | -               | -               |
| Thu nhập lãi                       | 180             | 221             | 310             | 348             | Các khoản khác                             | 235             | (748)           | (422)           | (320)           |
| Chi phí tài chính                  | (156)           | (314)           | (325)           | (430)           | <b>LCTT từ đầu tư</b>                      | <b>(1,599)</b>  | <b>(2,020)</b>  | <b>(2,802)</b>  | <b>(2,501)</b>  |
| Thu nhập ròng khác                 | 42              | 288             | 288             | 323             | Thu từ PH CP, nhận góp VCSH                | 239             | -               | -               | -               |
| TN từ các Cty LK & LD              | 25              | 28              | 28              | 31              | Tiền vay ròng nhận được                    | 726             | 399             | 1,643           | 1,244           |
| <b>LN trước thuế</b>               | <b>1,040</b>    | <b>1,457</b>    | <b>1,648</b>    | <b>1,770</b>    | Dòng tiền từ HĐTC khác                     | -               | -               | -               | -               |
| Thuế TNDN                          | (206)           | (301)           | (330)           | (354)           | Cổ tức, LN đã trả cho CSH                  | (383)           | (40)            | (227)           | (97)            |
| Lợi nhuận sau thuế                 | 835             | 1,156           | 1,318           | 1,416           | <b>LCTT từ hoạt động TC</b>                | <b>583</b>      | <b>359</b>      | <b>1,417</b>    | <b>1,147</b>    |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | (175)           | (299)           | (264)           | (283)           | Tiền & tương đương tiền đầu kì             | 1,473           | 1,283           | 1,794           | 2,224           |
| <b>Lợi nhuận ròng</b>              | <b>660</b>      | <b>857</b>      | <b>1,055</b>    | <b>1,133</b>    | LC tiền thuần trong năm                    | (188)           | 511             | 430             | 835             |
| Chi trả cổ tức                     | (383)           | (40)            | (227)           | (97)            | <b>Tiền &amp; tương đương tiền cuối kì</b> | <b>1,283</b>    | <b>1,794</b>    | <b>2,224</b>    | <b>3,059</b>    |
| Lợi nhuận giữ lại                  | 277             | 817             | 828             | 1,036           |  |                 |                 |                 |                 |
| <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> | <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> |
| Tiền và tương đương tiền           | 1,283           | 1,794           | 2,224           | 3,059           | Tăng trưởng doanh thu thuần                | 1%              | 21%             | 0%              | 12%             |
| Đầu tư ngắn hạn                    | 1,790           | 2,707           | 3,442           | 3,864           | Tăng trưởng EBITDA                         | 9%              | 29%             | -17%            | 13%             |
| Phải thu khách hàng                | 1,193           | 982             | 1,100           | 1,235           | Tăng trưởng LN từ HĐKD                     | 11%             | 30%             | 9%              | 11%             |
| Hàng tồn kho                       | 142             | 179             | 155             | 174             | Tăng trưởng LN trước thuế                  | 0%              | 40%             | 13%             | 7%              |
| Các tài sản ngắn hạn khác          | 442             | 624             | 616             | 714             | Tăng trưởng LN ròng                        | -1%             | 30%             | 23%             | 7%              |
| Tổng tài sản ngắn hạn              | 4,850           | 6,286           | 7,537           | 9,046           | Tăng trưởng EPS                            | -1%             | 30%             | 23%             | 7%              |
| Tài sản cố định                    | 6,975           | 7,260           | 8,961           | 10,351          | Biên LN gộp                                | 16.6%           | 18.3%           | 19.1%           | 19.0%           |
| Tài sản vô hình                    | 1               | 0               | 1               | 0               | Biên EBITDA                                | 28.3%           | 31.7%           | 28.6%           | 28.6%           |
| Xây dựng cơ bản dở dang            | 2               | 22              | -               | -               | Biên LN ròng                               | 8.8%            | 9.5%            | 11.6%           | 11.1%           |
| Đầu tư vào công ty con             | -               | -               | -               | -               | ROAE                                       | 13.1%           | 15.3%           | 16.1%           | 14.6%           |
| Đầu tư vào công ty LD, LK          | 148             | 153             | 181             | 212             | ROAA                                       | 5.6%            | 6.4%            | 6.7%            | 6.1%            |
| Các khoản đầu tư dài hạn khác      | 46              | 46              | 46              | 46              | ROIC                                       | 6.5%            | 7.3%            | 7.2%            | 6.6%            |
| Tài sản dài hạn khác               | 472             | 484             | 317             | 336             | Vòng quay tài sản                          | 63.3%           | 67.7%           | 57.9%           | 54.9%           |
| Tổng tài sản dài hạn               | 7,643           | 7,965           | 9,505           | 10,944          | Cổ tức chi trả/LN ròng                     | 58.0%           | 4.7%            | 21.5%           | 8.6%            |
| <b>Tổng tài sản</b>                | <b>12,493</b>   | <b>14,252</b>   | <b>17,042</b>   | <b>19,990</b>   | Tổng nợ vay/VCSH                           | 46.6%           | 46.1%           | 57.3%           | 61.5%           |
| Vay & nợ ngắn hạn                  | 778             | 1,099           | 960             | 770             | Nợ vay ròng/VCSH                           | 28.2%           | 23.7%           | 33.4%           | 32.9%           |
| Phải trả người bán                 | 677             | 812             | 720             | 814             | Nợ vay ròng/Tổng tài sản                   | 15.7%           | 13.3%           | 18.3%           | 17.6%           |
| Phải trả ngắn hạn khác             | 995             | 1,144           | 1,139           | 1,279           | Khả năng thanh toán lãi vay                | 6.7             | 5.8             | 5.2             | 4.3             |
| Tổng nợ ngắn hạn                   | 2,450           | 3,055           | 2,819           | 2,864           | Số ngày phải thu                           | 58              | 40              | 44              | 44              |
| Vay & nợ dài hạn                   | 2,468           | 2,591           | 4,374           | 5,808           | Số ngày nắm giữ hàng tồn kho               | 8               | 9               | 8               | 8               |
| Các khoản phải trả khác            | 612             | 591             | 531             | 626             | Số ngày phải trả tiền bán                  | 40              | 40              | 36              | 36              |
| Tổng nợ dài hạn                    | 3,080           | 3,182           | 4,906           | 6,434           | Khả năng thanh toán ngắn hạn               | 2.0             | 2.1             | 2.7             | 3.2             |
| <b>Tổng nợ</b>                     | <b>5,530</b>    | <b>6,238</b>    | <b>7,725</b>    | <b>9,297</b>    | Khả năng thanh toán nhanh                  | 1.9             | 2.0             | 2.6             | 3.1             |
| Vốn điều lệ                        | 3,237           | 3,237           | 3,237           | 3,237           | Khả năng thanh toán tiền mặt               | 1.3             | 1.5             | 2.0             | 2.4             |
| Thặng dư vốn cổ phần               | -               | -               | -               | -               | <b>Định giá</b>                            |                 |                 |                 |                 |
| Cổ phiếu quỹ                       | -               | -               | -               | -               | EPS (đồng/cp)                              | 2,038           | 2,649           | 3,259           | 3,501           |
| LN giữ lại                         | 944             | 1,489           | 2,228           | 3,242           | BVPS (đồng/cp)                             | 16,051          | 18,546          | 21,919          | 25,995          |
| Các quỹ thuộc VCSH                 | 1,015           | 1,176           | 1,529           | 1,835           | P/E (lần)                                  | 12.2            | 9.4             | 7.6             | 7.1             |
| Chênh lệch tỷ giá                  | -               | -               | -               | -               | P/B (lần)                                  | 1.6             | 1.3             | 1.1             | 1.0             |
| Vốn chủ sở hữu                     | 5,195           | 6,002           | 7,094           | 8,413           |  |                 |                 |                 |                 |
| Lợi ích cổ đông thiểu số           | 1,768           | 2,012           | 2,223           | 2,279           |  |                 |                 |                 |                 |
| Tổng vốn chủ sở hữu                | 6,963           | 8,014           | 9,317           | 10,693          |  |                 |                 |                 |                 |
| <b>Tổng nợ và VCSH</b>             | <b>12,493</b>   | <b>14,252</b>   | <b>17,042</b>   | <b>19,990</b>   |  |                 |                 |                 |                 |

Nguồn: BCTC công ty, MBS Research dự phóng và tổng hợp

## 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)

## KHỐI NGHIÊN CỨU CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB

**Giám đốc Khối Nghiên cứu**  
Trần Thị Khánh Hiền

**Trưởng phòng**  
Nguyễn Tiến Dũng

**Vĩ mô & Chiến lược thị trường**  
Lê Minh Anh  
Lê Ngọc Hưng

**Ngân hàng – Dịch vụ Tài chính**  
Đinh Công Luyến  
Đỗ Lan Phương

**Bất động sản**  
Nguyễn Minh Đức  
Lê Hải Thành

**Công nghiệp – Năng lượng**  
Nguyễn Hà Đức Tùng  
Phạm Thị Thanh Huyền

**Dịch vụ - Tiêu dùng**  
Nguyễn Quỳnh Ly