

PVT – TRUNG LẬP

THÔNG TIN CỔ PHIẾU
(ngày 21/12/2023)

Sàn giao dịch	HOSE
Thị giá (đồng)	26.450
KLGD TB 10 ngày	4.501.300
Vốn hoá (tỷ đồng)	8.382
Số lượng CPLH	323.651.228

CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH

Nguyễn Thị Thu Hằng
ntthang-hcm@vcbs.com.vn

Hệ thống báo cáo phân tích của VCBS
www.vcbs.com.vn/vn/Services/AnalysisResearch

VCBS Bloomberg Page:
<VCBS><go>

ĐIỂM NHẤN ĐẦU TƯ

Kết quả kinh doanh: Lũy kế 9T.2023, PVT ghi nhận DTT đạt 6.709 tỷ đồng (+1,5% yoy) và LNST CT mẹ đạt 743 tỷ đồng (+18,6% yoy). Nhờ vào: (1) mảng vận tải biển phục hồi tích cực, tăng trưởng 15,9% trên mức nền cao của năm ngoái; (2) biên gộp tích cực, lũy kế 9T.23 đạt 19,9% cao nhất kể từ 2009 đến nay nhờ vào biên gộp của mảng vận tải tăng 3,4 điểm phần trăm.

Triển vọng 2024: Chúng tôi kỳ vọng PVT duy trì triển vọng tăng trưởng tích cực với động lực từ hoạt động mở rộng quy mô đội tàu cũng như phát triển thị trường quốc tế trong các năm tới. Triển vọng ngành vận tải dầu vẫn tích cực nhờ vào nguồn cung tàu hạn chế trong khi khoảng cách di chuyển dài hơn thúc đẩy thị trường. Giá cước cho thuê tàu định hạn tiếp tục neo ở mức cao trong 2024.

Rủi ro: (1) Kinh tế phục hồi chậm khiến nhu cầu vận tải dầu giảm, ảnh hưởng tiêu cực đến giá cước tàu chở dầu cũng như giá cho thuê định hạn (2) kế hoạch đầu tư mở rộng đội tàu mới bị chậm so với kế hoạch do giá tàu tiếp tục neo ở mức cao

Đánh giá. Với qui mô đội tàu tăng đáng kể cũng như mức trẻ hóa đội tàu cải thiện gần đây chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ có khả năng mở rộng ra thị trường quốc tế. Chúng tôi kỳ vọng DT của PVT đạt mức tăng trưởng CAGR 10,4% (2023-2027) và LNST CT mẹ đạt CAGR 4,1% tương ứng.

Cho 2023-2024 VCBS dự phóng DTT đạt lần lượt là 9.641 tỷ đồng (+6,6% yoy) và 10.513 tỷ đồng (9,0% yoy), LNST CT mẹ 2023-2024 đạt 950 tỷ đồng (+10,8% yoy) và 809 tỷ đồng (-14,9% yoy). Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu PVT với mức định giá hợp lý là **28.800 đồng/cổ phiếu** (upside 8,9%).

Chỉ tiêu tài chính	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
DTT (tỷ đồng)	7,383	7,460	9,047	9,649	10,530
+/- yoy (%)	-4.8%	1.1%	21.3%	6.7%	9.1%
LNST CT mẹ (tỷ đồng)	669	660	857	950	809
+/- yoy (%)	-2.9%	-1.5%	29.9%	10.8%	-14.9%
VCSH (tỷ đồng)	4,886	5,195	6,002	6,470	6,868
Nợ/TTS (%)	43.4%	44.3%	43.8%	46.8%	50.6%
TS LN gộp (%)	15.1%	16.6%	18.3%	17.8%	17.7%
TS LN ròng (%)	9.1%	8.8%	9.5%	9.8%	7.7%
ROA – TTM (%)	6.0%	5.3%	6.0%	17.7%	4.3%
ROE – TTM (%)	13.7%	12.7%	14.3%	14.7%	11.8%
EPS - TTM (đồng)	1,946	1,933	2,500	2,619	2,229

CẬP NHẬT KQKD 6T.2022

Q3.2023: tích cực với DT & LN tăng trưởng svck, cụ thể DTT tăng nhẹ 5,3% yoy đạt 2.551 tỷ đồng, LNST CT mẹ tăng 14,5% yoy đạt 249 tỷ đồng. DTT tăng chủ yếu đến từ DT vận tải, tăng 8,6% yoy và đóng góp 77% tổng DT, 2 mảng còn lại đều giảm mạnh svck, kho nổi giảm 23,8% yoy và thương mại giảm 38,9% yoy, tương ứng đạt 154 tỷ và 160 tỷ.

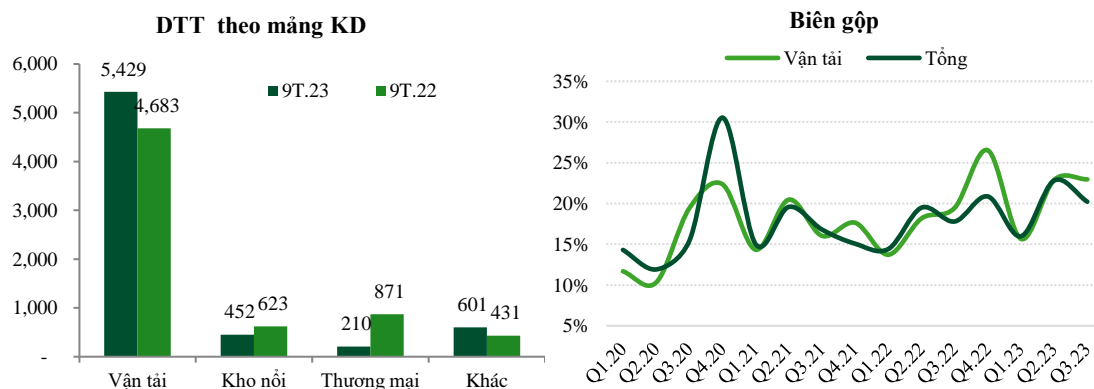
Biên gộp tiếp tục cải thiện và duy trì ở mức cao svck đạt 20,2% (Q2.22: 17,8%).

Chi phí BH&QLDN giảm svck, chiếm tỷ trọng 3,7%/DTT (Q3.22: 4,4%).

	DTT					Biên LNG		
	Q3.23	Q3.22	YoY	Q2.23	QoQ	Q3.23	Q3.22	Q2.23
Vận tải	1,961	1,807	8.6%	1,801	8.9%	23.0%	19.5%	22.9%
Kho nổi	154	202	-23.8%	150	2.7%	36.2%	27.3%	33.2%
Thương mại	160	262	-38.9%	26	506.8%	2.1%	1.2%	8.3%
Khác	276	60	358.5%	121	128.7%	2.3%	8.2%	12.0%
Tổng	2,551	2,330	9.4%	2,098	21.6%	20.2%	17.8%	22.8%

Lũy kế 9T.2023: PVT ghi nhận DTT đạt 6.709 tỷ đồng, tăng nhẹ 1,5% yoy, LNST CT mẹ đạt 743 tỷ đồng, tăng mạnh 18,6% yoy. Nhờ vào: (1) mảng vận tải biến phục hồi tích cực, tăng trưởng 15,9% trên mức nền cao của năm ngoái; (2) biên gộp tích cực lũy kế 9T.23 đạt 19,9% cao nhất kể từ 2009 đến nay nhờ vào biên gộp của mảng vận tải tăng 3,4 điểm phần trăm.

Lũy kế 9T DTT mảng vận tải tăng trưởng 15,9% yoy đạt 5.429 tỷ đồng, mảng kho nổi và thương mại giảm mạnh 27,5% và 75,9% yoy. Biên gộp vận tải tương ứng mức cùng kỳ năm ngoái đạt 20,2% (9T.22: 20,7%).



Nguồn: PVT, VCBS tổng hợp

TRIỂN VỌNG NGÀNH

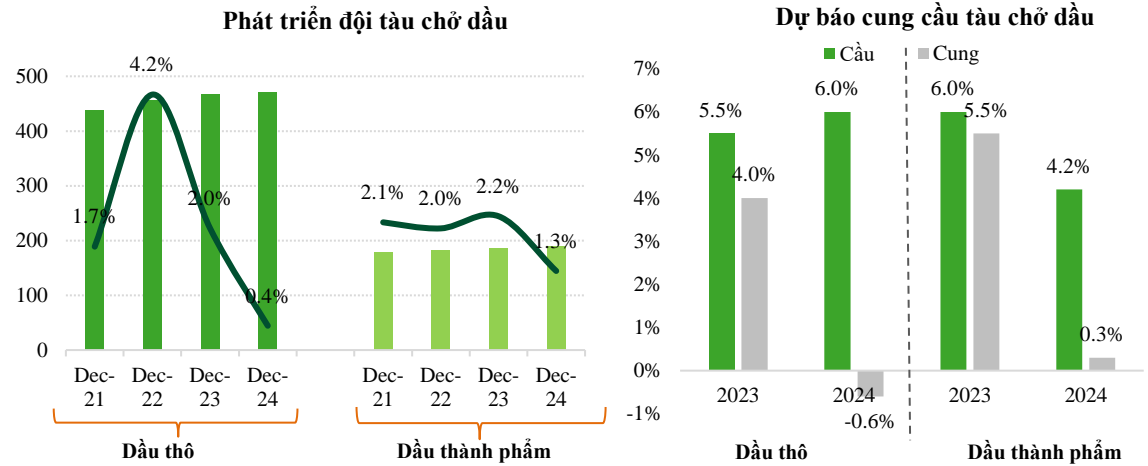
Thị trường vận tải dầu: 2024 kỳ vọng tích cực nhờ nguồn cung hạn chế, khoảng cách vận chuyển dài hơn thúc đẩy thị trường

Cung-cầu thị trường vận tải dầu:

Câu: Chủ yếu là do tăng nhu cầu của Trung Quốc, dự kiến sẽ đạt mức cao kỷ lục mới trong cả 2023 & 2024, 101,2 triệu thùng trong 2023 và 102,8 triệu thùng trong 2024. Nguồn cung dầu chủ yếu đến từ Châu Mỹ trong khi đó công suất lọc dầu tăng lên lại chủ yếu từ Châu Á, dẫn đến khoảng cách vận chuyển dài hơn cho cả dầu thô và dầu thành phẩm.

Cung: Do lượng đơn đặt hàng tàu mới ít nên việc giao tàu mới không đáng kể. (1) Đội tàu chở dầu thô được dự báo tăng trưởng 0,4% trong 2024 (2% trong 2023); (2) đội tàu chở dầu thành phẩm ước tính tăng 1,4% trong 2024, lượng đặt trong 2023 tăng nhưng đến 2025 mới giao tàu.

Cân bằng cung/cầu: nguồn cung hạn chế trong khi tiêu thụ kỳ vọng tăng cao và khoảng cách vận chuyển xa hơn sẽ thúc đẩy thị trường tàu chở dầu trong 2024.



Nguồn: Clarksons, BIMCO

Giá cước dầu thô bắt đầu phục hồi trong tháng 10 khi các đợt bão tri dày đặc vào mùa thu kết thúc. Mức tăng mạnh nhất ở các hạng tàu nhỏ. Giá cước Suezmax tăng mạnh kỳ hạn 5 tháng theo tuyến bờ Vịnh Mỹ đến Châu Âu (+98% MoM), giá Aframax cũng tăng đáng kể, cước quanh Địa Trung Hải tăng 74% MoM. Ngược lại, giá VLCC tăng vừa phải.

Trong khi đó, giá cước dầu thành phẩm có chuyển động trái chiều. Phía Đông Suez nhìn chung không thay đổi so với tháng trước, trong khi phía Tây Suez cước giảm 19% MoM, do tỷ suất lợi nhuận suy yếu ở lưu vực Đại Tây Dương do tồn kho các sản phẩm chính ở mức cao.

TRIỂN VỌNG DOANH NGHIỆP

Triển vọng dài hạn từ trẻ hóa đội tàu

Theo kế hoạch đến 2025 PVT sẽ đầu tư thêm 46 tàu từ 2023-2025 tổng vốn đầu tư là 953 triệu USD. (tăng năng lực vận tải tăng gấp đôi từ 1,3 triệu DWT lên 2,5 triệu DWT)

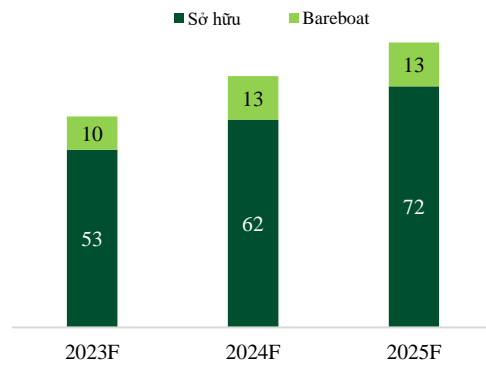
	Hiện tại	Tải trọng (DWT)	Kế hoạch đầu tư tàu mới			Tổng tàu tăng thêm	Tổng vốn đầu tư (triệu USD)	Tổng tàu tại 2025
			2023	2024	2025			
Tàu dầu thô	3	312,752	1	1	1	3	94	6
Tàu dầu/hóa chất	22	499,075	13	5	4	22	382	37
Tàu LPG/VLGC	17	164,476	6	1	3	10	330	24
Tàu hàng rời	8	318,708	4	5	2	11	147	17
FSO/FPSO	2	275,133	-	-	-	-	-	1
Tổng		1,570,144					953	85

Nguồn: PVT, VCBS tổng hợp

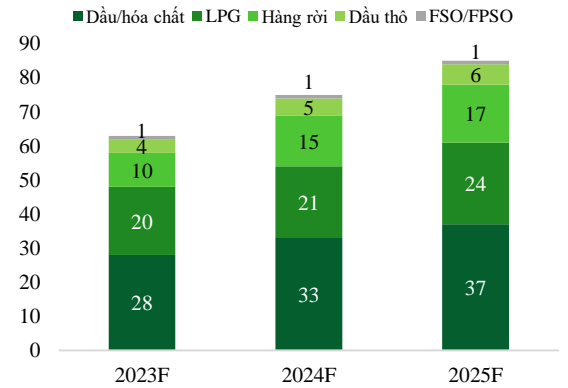
Hiện tại đội tàu PVT có 51 tàu, trong đó có 9 tàu mua theo hình thức thuê tàu trần (BBHP-bareboat hire purchase). Trong 9T.2023 PVT đã mua 5 tàu và thuê 5 tàu theo BBHP và thanh lý 2 tàu gồm Apollo (Q2) và PVT Dragon (Q3). Hình thức thuê mua tàu trần là dạng thuê mua trả góp, giúp PVT linh hoạt và giảm chi phí lãi vay khi lãi suất đang ở mức cao, PVT chỉ trả trước 10-20% giá trị tàu (PVT chủ yếu ký HĐ bareboat với Nhật nên có lãi suất vay dù có tăng nhưng vẫn tốt hơn giai đoạn trước).

Về kế hoạch thanh lý tàu: trong 2024 chưa có kế hoạch thanh lý, 2025 dự định thanh lý 1 tàu.

Kế hoạch tăng đội tàu theo hình thức mua



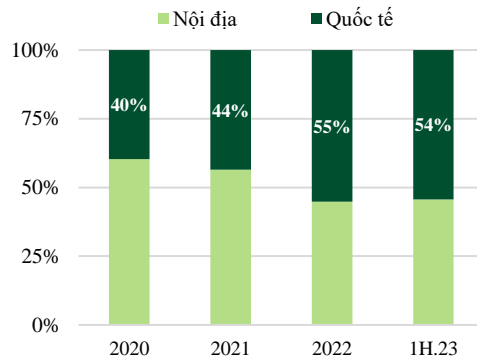
Kế hoạch tăng đội tàu theo chủng loại tàu



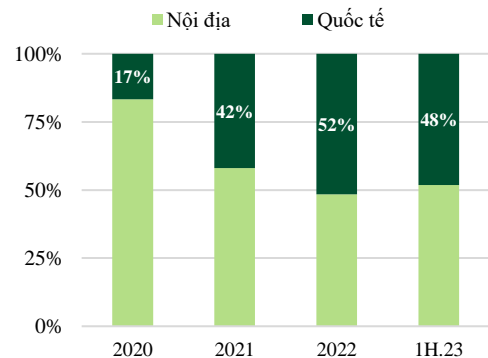
Nguồn: PVT, VCBS tổng hợp

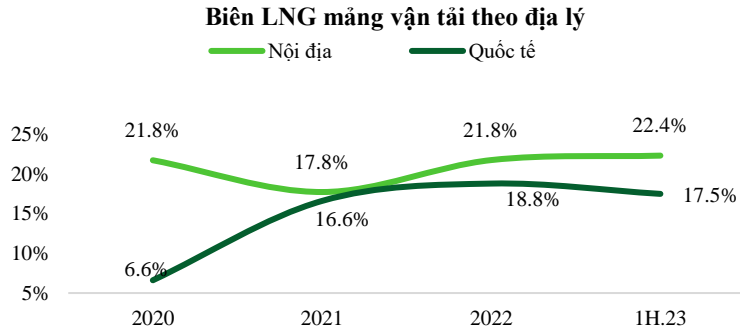
Trong cơ cấu DTT và LNG của PVT cũng có sự chuyển biến tích cực từ thị trường quốc tế. Sau khi định hướng và chuyển hướng tăng tỷ trọng tại tuyến quốc tế thì lợi nhuận cũng chuyển biến tích cực. Dù tỷ trọng tại quốc tế tăng dần từ 40% (2020) đến 54% (1H.23) nhưng biên gộp tăng tích cực từ mức 6,6% (2020) lên 17,5% (1H.23).

Tỷ trọng DTT mảng vận tải



Tỷ trọng LNG mảng vận tải





Nguồn: PVT, VCBS tổng hợp

Mở rộng thị trường quốc tế

Việc mở rộng và trẻ hóa đội tàu mục đích nhằm chủ yếu mở rộng ra thị trường vận tải quốc tế. Nhu cầu vận tải quốc tế vẫn rộng lớn và với kinh nghiệm và chất lượng đội tàu cũng như thuyền viên tăng lên PVT từng bước tham gia chuỗi vận chuyển cung ứng toàn cầu.

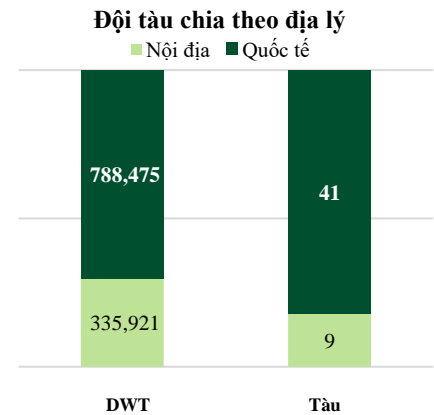
Mục tiêu đến 2025 của PVT tỷ trọng thị trường quốc tế ít nhất 70% trong cơ cấu DT.

Trong 50 tàu hiện tại phục vụ mảng vận tải có đến 41 tàu chạy tuyến quốc tế, tỷ trọng tải trọng tàu chạy quốc tế chiếm đến 70% tổng tải trọng có thể vận chuyển của PVT. Các tàu chạy thị trường quốc tế đều theo hình thức cho thuê định hạn (time charter). Tàu chạy tuyến nội địa của PVT đều theo hình thức giao ngay (spot) rất biến động và cực kỳ nhạy cảm với biến động của cung cầu.

Hình thức cho thuê định hạn (TC) thường phản ánh xu hướng dài hạn hơn, ổn định hơn và có độ trễ so với giao ngay, nhưng trong dài hạn sẽ hội tụ. Các hợp đồng cho thuê định hạn của PVT có độ dài 6-12 tháng là chủ yếu.

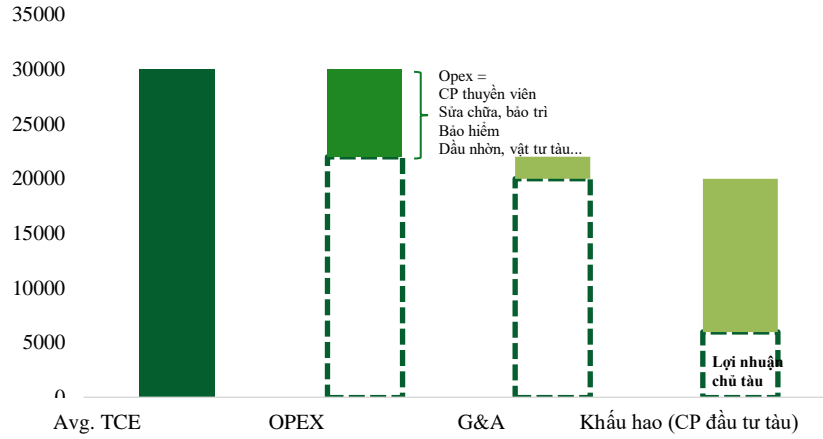
PVT từng bước mở rộng tuyến quốc tế và hướng đến thị trường cao cấp có giá cước tốt hơn so với việc đi thị trường ngách như trước đây. PVT có thể cạnh tranh bằng lợi thế là chi phí vận hành chiếm khoảng 80-85% bình quân của thị trường.

Đội tàu PVT		Tải trọng (DWT)	Số lượng tàu
Nội địa	Dầu thô	207,287	2
	Dầu/hóa chất	0	0
	LPG	14,198	5
	Hàng rời	9,918	1
Quốc tế	Dầu thô	105,465	1
	Dầu/hóa chất	499,075	22
	LPG	150,278	12
	Hàng rời	308,790	7



Khác với hình thức chạy tuyến nội địa, PVT hầu như chạy theo giá spot và có bị ảnh hưởng bởi giá nhiên liệu đầu vào, còn đối với chạy theo giá time charter trên tuyến quốc tế, hình thức cho thuê định hạn bên thuê tàu sẽ chịu phí nhiên liệu.

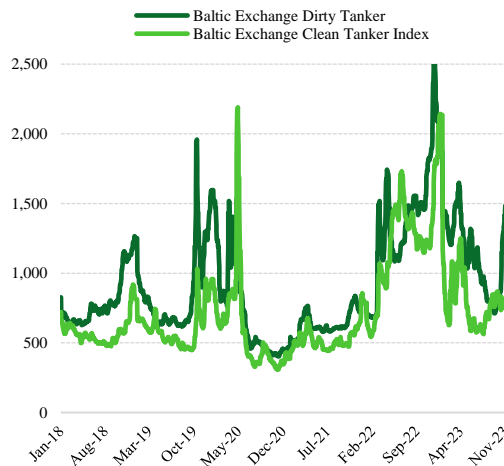
Cơ cấu chi phí của hình thức Time Charter



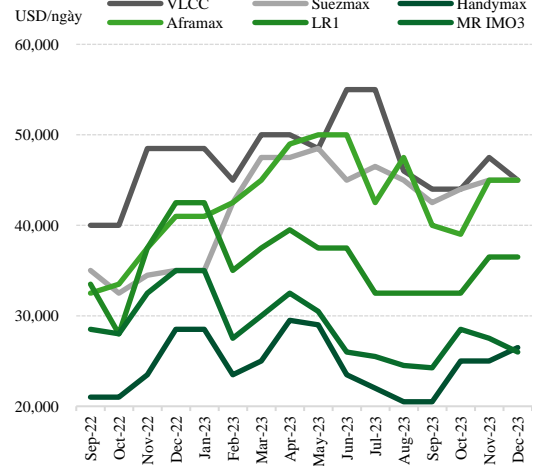
Triển vọng thị trường nội địa: NMLD Dung Quất mở rộng công suất lọc dầu thêm 15% (từ mức 148 nghìn thùng/ngày lên 171 nghìn thùng/ngày), sản phẩm đầu ra là xăng (RON 92, 95) tăng 21% công suất (từ gần 66 nghìn thùng/ngày lên 79,7 nghìn thùng/ngày). Dầu thô đầu vào dự kiến đa dạng có thể nhập khẩu từ Trung Đông ngoài nguồn nội địa. Dự kiến nâng cấp mở rộng hoàn thành vào Q1.2028. Chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tăng sản lượng vận chuyển dầu thành phẩm sau khi Dung Quất tăng công suất.

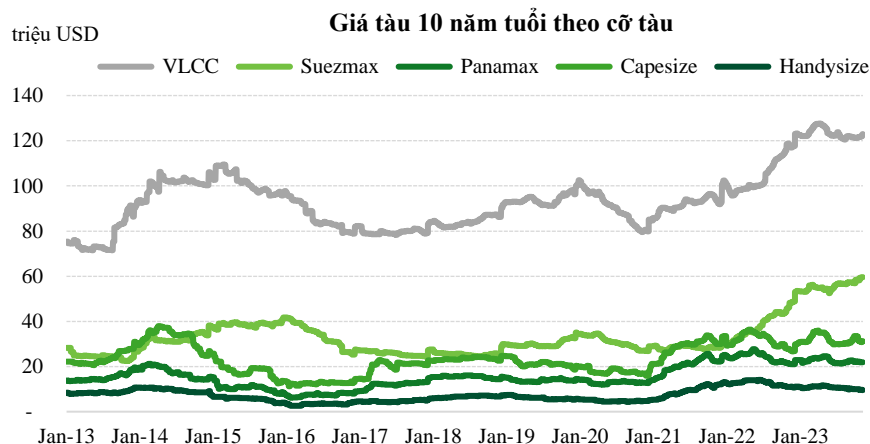
Tại thị trường nội địa, thị trường nội địa ổn định và PVT khó tăng sản lượng nên việc mở rộng ra thị trường quốc tế giúp PVT tăng trưởng tốt về DT cũng như LN khi nhu cầu của mảng vận tải dầu/hóa chất vẫn dự báo tích cực. Với việc chiến tranh và bất ổn địa chính trị giữa các quốc gia giúp giá cước vận tải dầu/hóa chất vẫn neo cao.

Chỉ số giá vận chuyển dầu thô và dầu thành phẩm



Giá cước thuê tàu định hạn thời hạn 1 năm





Nguồn: Bloomberg, VCBS tổng hợp

DỰ PHÓNG VÀ ĐỊNH GIÁ

Phương pháp chiết khấu dòng tiền

Cơ sở giả định:

Trong 2023, chúng tôi cho rằng PVT có kết quả tích cực với tăng trưởng DT và LN 6,6% yoy và 10,8% do cả thị trường nội địa và quốc tế với biên gộp tích cực đạt 18,0% nhờ giá cước vận tải nội địa và cước cho thuê định hạn ở mức giá cao. Biên gộp tại nội địa đạt 21,0% và quốc tế đạt 18,0%.

Cho 2024, chúng tôi giả định biên gộp trên thị trường quốc tế có điều chỉnh giảm so với 2023 đạt 17,8% biên nội địa giữ nguyên mức 21% do giá cho thuê định hạn sẽ giảm dần trong dài hạn. Chúng tôi giả định 2024 PVT sẽ tăng mạnh đầu tư tàu sv 2023 do vậy chi phí lãi vay và khấu hao cũng sẽ tăng. Giả định 2024 PVT đạt lợi nhuận 120 tỷ từ thanh lý tàu. Vì vậy LN/ST CT mẹ 2023-2024 đạt 950 (+10,8% yoy) tỷ và 809 tỷ đồng (-14,9% yoy).

EPS forward 2023-2024 tương ứng đạt 2.619 đồng/cp và 2.229 đồng/cp.

Chiết khấu theo FCFF:	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EBITAT (NOPAT)	1,183	1,254	1,292	1,349	1,526
Khấu hao	874	1,088	1,285	1,347	1,332
Thay đổi vốn lưu động	72	39	54	63	63
Đầu tư tài sản cố định	(3,933)	(5,320)	(3,278)	(503)	(503)
FCFF	(1,934)	(3,150)	(694)	2,417	2,593
Giá trị hiện tại của FCFF	(1,919)	(2,721)	(522)	1,582	1,477
Giá trị vốn cổ phần	8,670				
SLCPLH (triệu cp)	302				
Giá trị mỗi cp (VND)	28,800				

Chi phí sử dụng vốn

Beta	1.60
Rf	2.5%
Equity Risk Premium	9.6%
Cost of equity	17.8%
Cost of debt before tax	8.5%
Thuế TNDN	20.0%
Tỷ lệ tăng trưởng dài hạn (g)	2.0%
WACC	14.9%

KHUYẾN NGHỊ ĐẦU TƯ

PVT có nền tảng cơ bản và chất lượng quản lý tốt. PVT đang giao dịch với P/E dự phóng 2023 và 2024 lần lượt là 10.08x và 11,8x lần, khá cao so với P/E bình quân của PVT trong 5 năm gần đây.

Trung hạn: Chúng tôi cho rằng trong 2 năm tới triển vọng thị trường tàu vận tải dầu/hóa chất vẫn tích cực do nhu cầu vận chuyển dầu tiếp tục giữ mức cao (cả về sản lượng và quãng đường dài hơn) do những bất ổn về địa chính trị vẫn còn. Với chiến lược mở rộng và trẻ hóa đội tàu cũng như mở rộng ra thị trường quốc tế của PVT do đó khả năng tăng trưởng lợi nhuận phụ thuộc nhiều vào biến động của thị trường cho thuê tàu định hạn. Trong dài hạn thì chúng tôi cho rằng mức giá tàu chở dầu/hóa chất sẽ trở về mức bình thường, tăng trưởng sẽ dựa vào tăng trưởng sản lượng.

Theo đó, chúng tôi khuyến nghị **TRUNG LẬP** đối với cổ phiếu PVT với mức định giá hợp lý là **28.800 đồng/cổ phiếu (upside 8.9%)**.

ĐIỀU KHOẢN SỬ DỤNG

Báo cáo này và/hoặc bất kỳ nhận định, thông tin nào trong báo cáo này không phải là các lời chào mua hay bán bất kỳ một sản phẩm tài chính, chứng khoán nào được phân tích trong báo cáo và cũng không là sản phẩm tư vấn đầu tư hay ý kiến tư vấn đầu tư nào của VCBS hay các đơn vị/thành viên liên quan đến VCBS. Do đó, nhà đầu tư chỉ nên coi báo cáo này là một nguồn tham khảo. VCBS không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước những kết quả ngoài ý muốn khi quý khách sử dụng các thông tin trên để kinh doanh chứng khoán.

Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo phân tích đều đã được thu thập, đánh giá với mức cân trọng tối đa có thể. Tuy nhiên, do các nguyên nhân chủ quan và khách quan từ các nguồn thông tin công bố, VCBS không đảm bảo về tính xác thực của các thông tin được đề cập trong báo cáo phân tích cũng như không có nghĩa vụ phải cập nhật những thông tin trong báo cáo sau thời điểm báo cáo này được phát hành.

Báo cáo này thuộc bản quyền của VCBS. Mọi hành động sao chép một phần hoặc toàn bộ nội dung báo cáo và/hoặc xuất bản mà không có sự cho phép bằng văn bản của VCBS đều bị nghiêm cấm.

THÔNG TIN LIÊN HỆ

Mọi thông tin liên quan đến báo cáo trên, xin quý khách vui lòng liên hệ:

Trần Minh Hoàng

Giám đốc

Phân tích và Nghiên cứu

tmhoang@vcbs.com.vn

Mạc Đình Tuấn

Trưởng phòng

Phân tích Doanh nghiệp

mdtuan@vcbs.com.vn

Nguyễn Thị Thu Hằng

Chuyên viên phân tích

cao cấp

ntthang-hcm@vcbs.com.vn