

**NỐI TIẾP ĐÀ TĂNG TRƯỞNG**

18/03/2024

KHUYẾN NGHỊ	MUA
Giá hợp lý	34,850
Giá hiện tại	29,000
Tiềm năng tăng/giảm	20.2%

**THÔNG TIN CỔ PHIẾU**

CP đang lưu hành (triệu)	323.7
Free float (triệu)	161.8
Vốn hóa (tỷ VND)	9,337.3
KL GDTB 3 tháng (cổ phiếu)	3,718,773
Sở hữu nước ngoài (%)	13.2%
Ngày niêm yết đầu tiên	10/12/2007

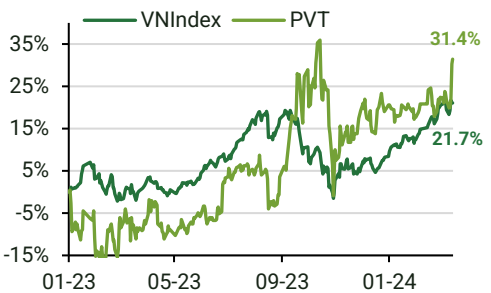
**CƠ CẤU CỔ ĐÔNG**

PVN	51.00%
Vietnam Holding Ltd.	4.96%
PVcomBank	4.95%
VanEck Vietnam ETF	4.52%
Khác	34.57%

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH**

TTM EPS (VND)	3,004
BVPS (VND)	21,043
Tổng nợ/VCSH (%)	0.94
ROA (%)	6.13%
ROE (%)	6.41%
P/E	9.69x
P/B	1.38x
Tỷ suất cổ tức (%)	0%

**BIẾN ĐỘNG GIÁ CỔ PHIẾU**



**SƠ LƯỢC VỀ CÔNG TY**

PVT hoạt động trong lĩnh vực cung cấp dịch vụ tàu vận tải dầu khí, hóa chất và các loại hàng hóa khác, cho thuê và quản lý kho nổi, và các dịch vụ hỗ trợ khác. PVT đã phát triển đội tàu vận chuyển có quy mô 51 chiếc với tổng trọng tải hơn 1.4 triệu DWT. Ngày 10/12/2007, PVT chính thức giao dịch trên Sở Giao dịch Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HOSE).

**CHUYÊN VIÊN PHÂN TÍCH**

Nguyễn Cửu Minh Danh – Chuyên viên  
danhnguyen@phs.vn

Nguyễn Nam Sơn – Trưởng nhóm phân tích  
sonnguyennam@phs.vn

- 2023 – năm kỉ lục trong việc tăng quy mô đội tàu (+12 tàu – mua mới 7 tàu và thuê 5 tàu). Qua đó, PVT đã tăng sở hữu năng lực vận tải dài hạn +35.3% yoy.
- PVT kịp thời gia tăng công suất trong bối cảnh nguồn cung tàu được dự báo vẫn chưa đáp ứng đủ trong năm 2024.
- Gia tăng căng thẳng địa chính trị trên toàn thế giới (đặc biệt trong năm bầu cử) được kì vọng giúp giá cước vận tải neo ở mức cao.

**Luận điểm đầu tư:**

**(1) Kì vọng tăng trưởng mạnh doanh thu mảng vận tải do tăng công suất:**

Trong giai đoạn 2022 – 2023, PVT đã tích cực mua thêm 10 tàu (9 tàu chở dầu/ hóa chất và 1 tàu LPG, với tổng tải trọng lần lượt là 254k DWT và 55k DWT), qua đó cũng góp phần đánh dấu năm 2023 là năm kỉ lục mua tàu mới.

Cụ thể, PVT đã mua mới 7 tàu trong 2023 (chủ yếu 2H23), qua đó giúp tăng năng lực vận tải dài hạn của các phân khúc chủ lực Dầu/ hóa chất, LPG và Hàng rời lên thêm lần lượt ~ 62%, 57% và 48% so với cuối năm 2022.

**(2) Nguồn cung tàu mới vẫn chưa đáp ứng kịp nhu cầu trong 2024:**

Theo BIMCO, hiệp hội vận tải tàu biển quốc tế lớn nhất thế giới (đại diện cho 62% tổng năng lực vận tải biển), nhu cầu vận tải tàu chở dầu thô được dự báo sẽ tăng 7.0% và 2.5% năm 2024 – 2025 trong khi nguồn cung chỉ có khả năng tăng nhẹ lần lượt 0.6% và 1.1% tương ứng.

Về mảng tàu chở sản phẩm hóa dầu, tình hình cầu vượt cung sẽ được giải quyết phần nào vào năm 2025 khi có thêm nguồn cung tàu mới.

**(3) Gia tăng căng thẳng địa chính trị chưa có dấu hiệu giảm nhiệt:**

Xung đột giữa Nga & Ukraine đã cơ bản thay đổi hoàn toàn dòng chảy năng lượng toàn thế giới – qua đó, dòng chảy năng lượng sẽ phải được vận chuyển xa hơn và qua nhiều trung gian hơn. Bên cạnh đó, các sự kiện gần đây ở biển Đỏ và việc Nato bỏ ngỏ khả năng đưa quân vào Ukraine sẽ là những yếu tố giữ giá cước vận tải biển duy trì ở mức hiện nay.

**Định giá & Khuyến nghị:** chúng tôi dự phóng doanh thu và lợi nhuận sau thuế 2024 của PVT lần lượt đạt 11,627 tỷ (+21.7% yoy) và 1,413 tỷ (15.7% yoy) (tương đương EPS 2024F 3,358 đồng).

Về định giá, chúng tôi sử dụng kết hợp 03 phương pháp DCF, EV/EBITDA và PE để ước tính giá trị hợp lý của PVT là **34,850 đồng/cổ phiếu**. Do đó, chúng tôi đưa ra khuyến nghị là **MUA** với tiềm năng tăng giá **20.2%**.

**Rủi ro:** (1) Rủi ro về suy thoái kinh tế (rủi ro chu kỳ); (2) kế hoạch mở rộng đội tàu không như dự phóng; (3) thay đổi thời gian vận hành khai thác trong năm.

Tổng quan dự phóng	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Doanh thu (tỷ đồng)	7,460	9,047	9,556	11,627	11,994
Lợi nhuận gộp (tỷ đồng)	1,238	1,655	1,838	2,359	2,344
LNST (tỷ đồng)	835	1,156	1,222	1,413	1,393
Biên lợi nhuận gộp	16.6%	18.3%	19.2%	20.3%	19.6%
EPS (đồng)	1,933	2,500	3,005	3,358	3,367
Giá trị sổ sách (đồng)	21,515	24,761	27,902	31,268	34,571
Cổ tức tiền mặt (đồng)		300			

## NỘI DUNG

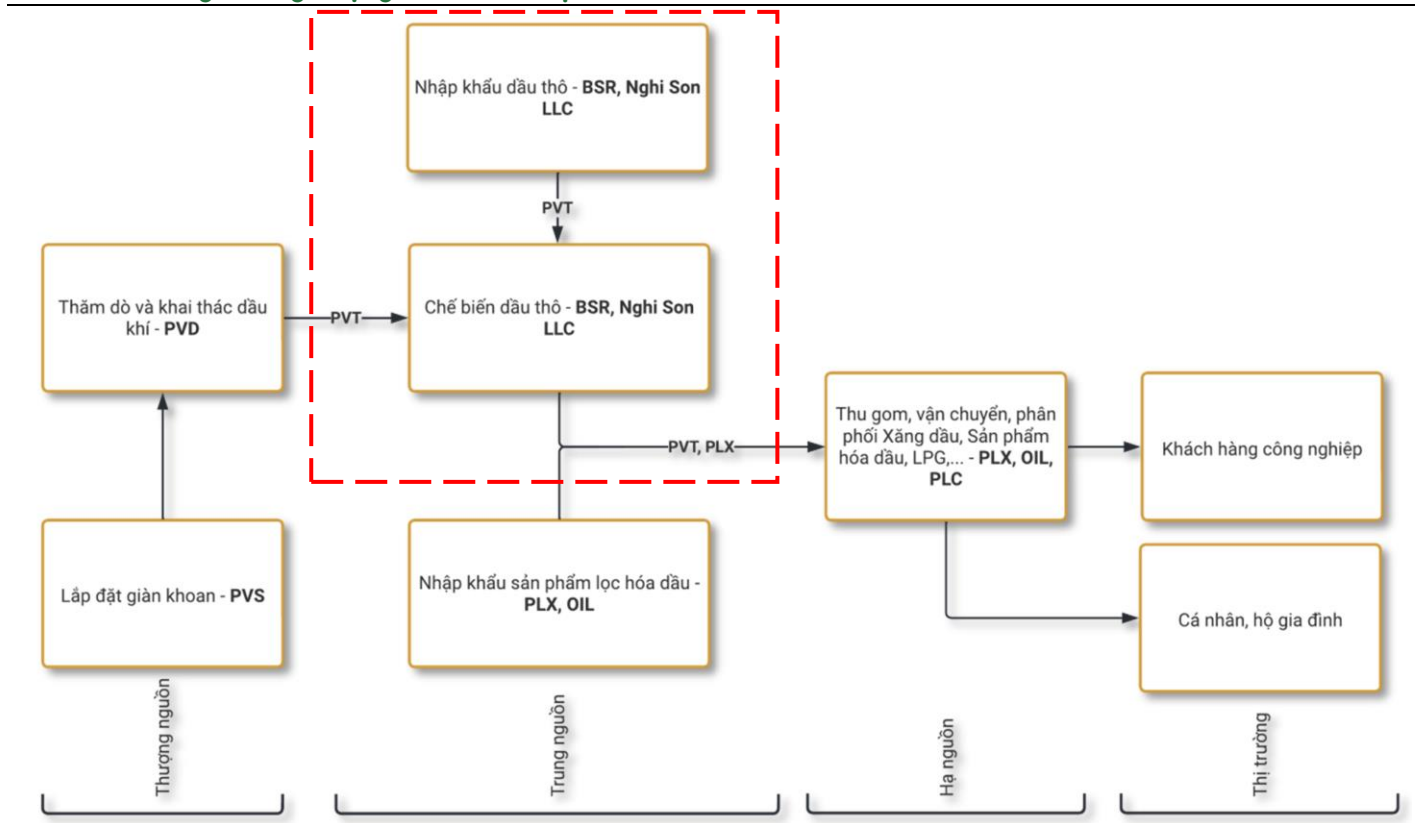
<b>TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP</b> .....	<b>3</b>
Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp .....	4
Cơ cấu sở hữu .....	4
Quá trình tăng vốn .....	5
Tổng quan về mô hình kinh doanh .....	5
Chi tiết về các phân khúc kinh doanh chính .....	6
<b>TỔNG HỢP PHÂN TÍCH &amp; DỰ PHÓNG</b> .....	<b>7</b>
Doanh thu & triển vọng tăng trưởng .....	7
Biên lợi nhuận gộp (LNG) & triển vọng .....	11
Tổng hợp giá cước vận tải .....	14
Tổng hợp dự phóng .....	16
Dự phóng đầu tư mới .....	16
Tổng hợp dự phóng doanh thu .....	17
Tổng hợp dự phóng biên lợi nhuận gộp .....	18
<b>TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ</b> .....	<b>18</b>
Phương pháp chiết khấu dòng tiền .....	19
Phương pháp EV/EBITDA & PE .....	21
Tổng hợp định giá .....	21
<b>BÁO CÁO TÀI CHÍNH</b> .....	<b>22</b>

## TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

Tổng công ty Cổ phần Vận tải Dầu khí (“PVTrans”, “PVT” – HSX), là đơn vị thành viên của Tập đoàn Dầu khí Quốc Gia Việt Nam (PVN), được thành lập vào năm 2002 với với nhiệm vụ chính là cung cấp các dịch vụ vận tải dầu khí, đặc biệt là vận tải dầu thô.

Vì là đơn vị thành viên của PVN, PVT cũng được nhận nhiều sự hỗ trợ từ Tập đoàn cũng như các đơn vị thành viên khác như Công ty Lọc hóa Dầu Bình Sơn (BSR), PV Oil (OIL), VSP, PVEP, PVGas (GAS).

**Hình 1: PVT trong chuỗi giá trị ngành dầu khí Việt Nam**

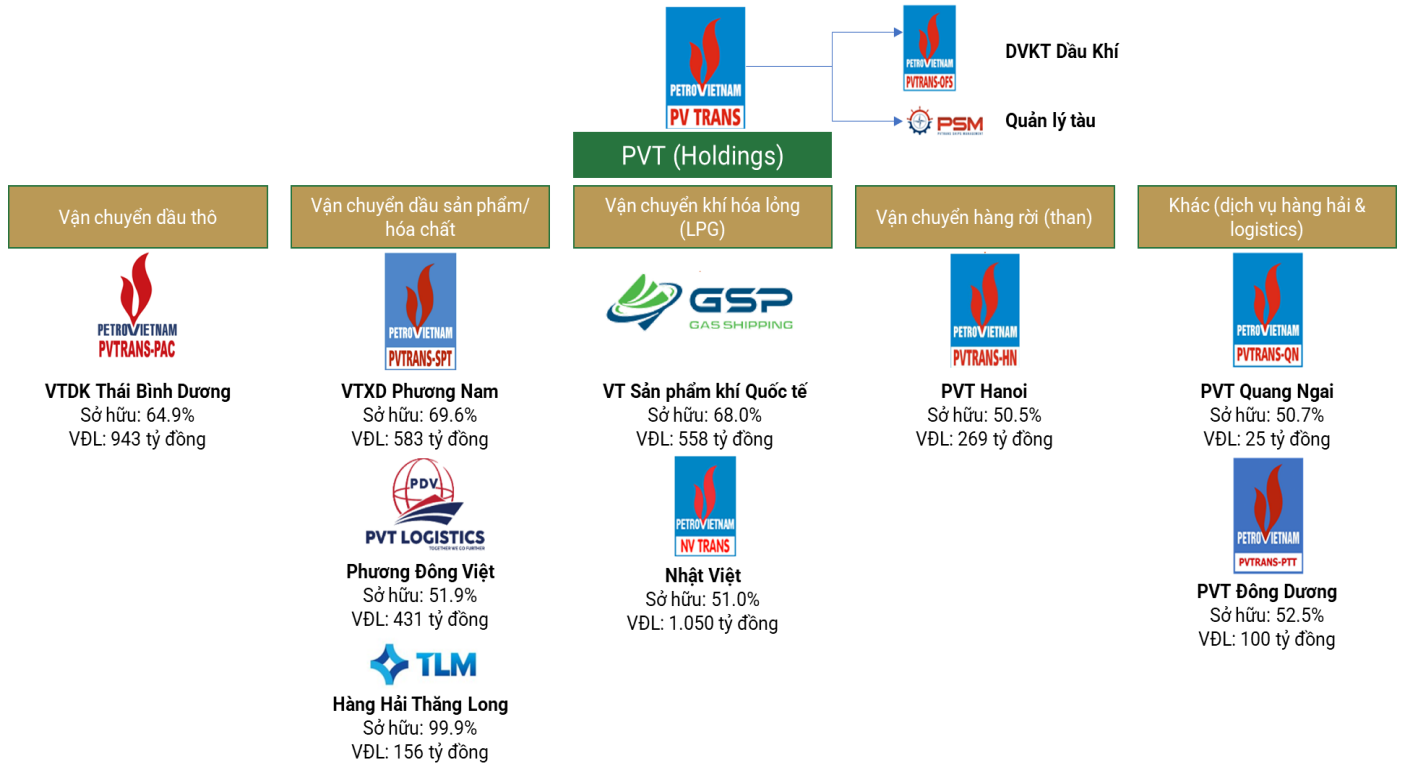


Nguồn: PHS tổng hợp

Trải qua hơn 22 năm xây dựng và phát triển, **PVTrans đã trở thành đơn vị vận tải hàng lỏng lớn nhất Việt Nam** và cũng là một trong những đơn vị hàng đầu về vận tải biển có uy tín cả trong nước và quốc tế. PVT hiện đang có 9 đơn vị thành viên, 2 chi nhánh, hơn 2,400 cán bộ công nhân viên và sở hữu đội tàu 51 chiếc với tổng công suất vận tải 1.4 triệu DWT.

## Cơ cấu tổ chức doanh nghiệp

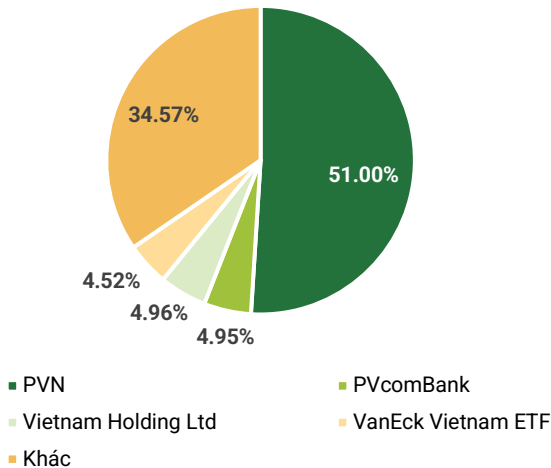
Hình 2: Cơ cấu tổ chức của PVT



Nguồn: PHS tổng hợp

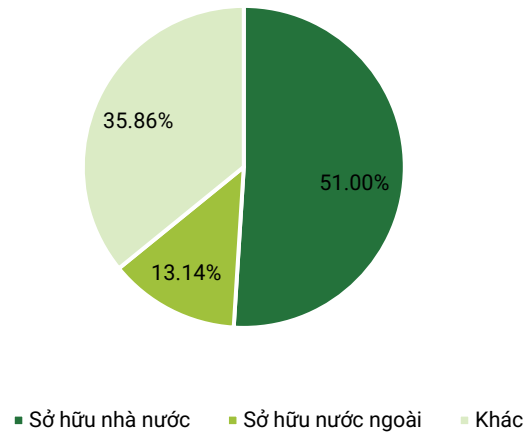
## Cơ cấu sở hữu

Hình 3: Cơ cấu sở hữu (theo cổ đông)



Nguồn: PVT, Fiinpro

Hình 4: Cơ cấu sở hữu (theo loại nhà đầu tư)

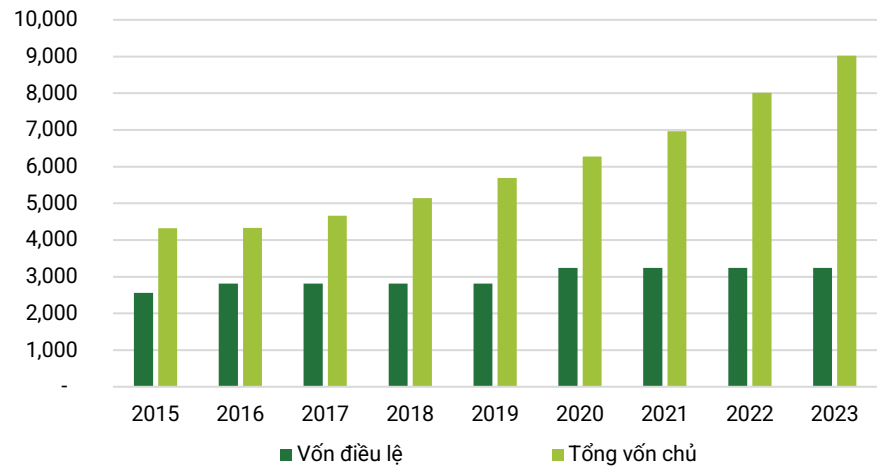


Nguồn: PVT, Fiinpro

Hiện nay, cổ đông lớn nhất của PVTrans vẫn là Tập đoàn Dầu khí Quốc Gia Việt Nam với 51% cổ phần. Bên cạnh đó, PVT còn có khoảng hơn 20% vốn cổ phần được các tổ chức, quỹ đầu tư trong và ngoài nước nắm giữ dài hạn. **Đây cũng là một điểm sáng, thể hiện sự tin tưởng của thị trường tài chính dành cho PVT, khi PVT là một trong số ít doanh nghiệp niêm yết nói chung và trong ngành Dầu khí nói riêng duy trì được tỉ suất ROE > 10% liên tục trong 8 năm qua (2016 – 2023).**

## Quá trình tăng vốn

Hình 5: Quá trình tăng vốn CSH và vốn điều lệ (2015 – 2023, tỷ đồng)



Nguồn: BCTC PVT, PHS tổng hợp

## Tổng quan về mô hình kinh doanh

Hiện nay PVT đang kinh doanh ở 3 mảng chính:

1. Vận tải
2. Quản lý vận kho nổi (FSO/FPSO)
3. Thương mại (LPG) & khác (Dịch vụ kĩ thuật dầu khí, hàng hải & logistic)

Trong đó mảng Vận tải chiếm tỉ trọng lớn nhất và trong cả cơ cấu Doanh thu và Lợi nhuận. **Ước tính trong năm 2023, mảng Vận tải đã đóng góp 80.2% Doanh thu và 84.8% lợi nhuận gộp cho PVT.**

Cụ thể hơn, mảng Vận tải của PVT bao gồm 04 phân khúc chính:

1. Vận tải dầu thô
2. Vận tải dầu/ hóa chất
3. Vận tải khí hóa lỏng
4. Vận tải hàng rời: Than

Hiện tại, phân khúc Vận tải dầu/ hóa chất và LPG đang chiếm tỉ trọng lớn nhất, đóng góp lần lượt 27% và 28% cơ cấu doanh thu của PVT trong 2023.

Hình 6: Chi tiết đội tàu của PVT và tổng trọng tải theo các phân khúc chính

Phân khúc	Trọng tải (DWT)	Số lượng (tàu)		Độ tuổi trung bình (năm)
		Sở hữu	Thuê lại	
<b>Tổng công suất mảng vận tải</b>	<b>1,295,011</b>	<b>42</b>	<b>9</b>	<b>19.05</b>
Tàu chở dầu thô	312,752	3	-	14
Tàu chở thành phẩm/hóa chất	499,075	19	3	15
Tàu chở LPG	164,476	14	3	21
Tàu chở hàng rời/than	318,708	5	3	13
<b>FSO/FPSO</b>	<b>104,518</b>	<b>1</b>	<b>-</b>	<b>8</b>

Nguồn: PVT, PHS tổng hợp

Tính tới cuối 2023, PVT hiện đang vận hành đội tàu tổng cộng 51 chiếc – trong đó, **PVT sở hữu trực tiếp 42 tàu và thuê lại 9 tàu với tổng năng lực vận tải là 1.4 triệu DWT.**


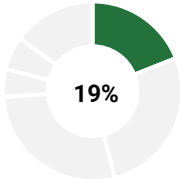

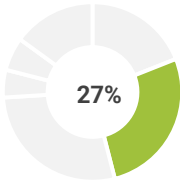
**Điều đặc biệt là hơn 90% số lượng tàu của PVT đang được khai thác ở các tuyến quốc tế.** Bên cạnh các thị trường truyền thống như Đông Nam Á, Châu Á – Thái Bình Dương và Trung Đông, đội tàu của PVT đã và đang tiếp cận các thị trường cao hơn như Châu Âu và Bắc Mỹ. Hiện nay, PVT đã hiện diện tại nhiều nước trên thế giới như Malaysia, Ấn Độ, Singapore, Hàn Quốc, Indonesia, Nhật và Úc.

**Bên cạnh đó, PVT cũng sở một đội ngũ bảo trì bảo dưỡng riêng, góp phần hạn chế việc lệ thuộc vào các dịch vụ thuê ngoài, cũng như giúp nâng cao tiêu chuẩn đội tàu và tiết giảm chi phí vận hành.**

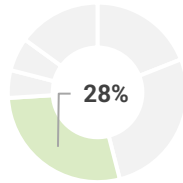
Theo PVT, công ty trong những năm vừa qua luôn chú trọng việc nâng cấp thường xuyên hệ thống quản lý HSE theo các tiêu chuẩn ISO, ISM Code, TMSA và Sire/CDI. Điều này cho phép đội tàu của PVT đáp ứng được các yêu cầu nghiêm ngặt của các cảng, các công ty dầu lớn trên thế giới và đủ điều kiện để hợp tác trong việc gia nhập đội tàu vận tải dầu thô. Đây cũng là một lợi thế cạnh tranh của PVT khi đang đáp ứng vượt các tiêu chuẩn ở thị trường truyền thống.

## Chi tiết về các phân khúc kinh doanh chính

Hình 7: Chi tiết các phân khúc chính của PVT

Phân khúc	Đóng góp doanh thu 2023	Chi tiết hoạt động kinh doanh
<p><b>Vận tải dầu thô</b></p> 	 <p>19%</p>	<p><b>Nhà vận chuyển hàng lỏng lớn nhất Việt Nam với 100% thị phần vận tải dầu thô ở thị trường nội địa</b> – là đơn vị vận tải dầu thô (đầu vào) cho Nhà máy Lọc dầu (NMLD) Dung Quất (BSR) ~6.5 triệu tấn/năm. Trong tương lai gần, nếu NMLD Nghi Sơn (công suất ~10 triệu tấn/ năm) hoạt động liên tục trở lại, PVT sẽ có thêm khối lượng vận chuyển ~2.5 triệu tấn/ năm.</p> <p>Trong năm 2023, PVT đã vận chuyển tổng cộng hơn 6.5 triệu tấn dầu thô cho BSR. Tuyến đường vận chuyển đa số là ở tuyến Đông Nam Á.</p> <p>PVT đang khai thác 2/3 tàu cho tuyến nội địa và 1 tàu còn lại cho tuyến quốc tế (thông qua công con PVT Pacific).</p> <p>PVT đang sở hữu 03 tàu Aframax size</p>
<p><b>Vận tải dầu/hóa chất</b></p> 	 <p>27%</p>	<p><b>PVT chiếm ~30% thị phần vận chuyển đầu sản phẩm ở Việt Nam</b></p> <p>Vận chuyển xăng dầu cho PVOil và các đầu mối khác từ NMLD Dung Quất và NMLD Nghi Sơn với tổng sản lượng khoảng 2.0 triệu tấn/năm.</p> <p>Ở thị trường quốc tế, PVT tham gia vận chuyển trên các tuyến Vịnh Ba Tư/ Ấn Độ, Trung Đông, Châu Âu, Bắc Mỹ và Đông Nam Á. Trong đó, các tuyến tại Châu Úc, châu Âu, Bắc Mỹ, PVT vận chuyển theo hình thức cho thuê định hạn (T/C).</p> <p>PVT đang sở hữu 10 tàu size Handy, 9 tàu size Small</p>

### Vận tải khí hóa lỏng (LPG)



**Vận chuyển LPG khoảng 1-2 triệu tấn mỗi năm – Duy trì lợi thế độc quyền cũng như nắm trong tay 100% thị phần nội địa.**

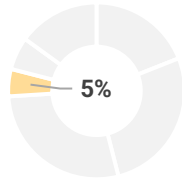
Ở mảng này, PVT vận chuyển 2 nhóm sản phẩm chính là: 1) khí LPG được sản xuất bởi NMLD Dung Quất và Nghi Sơn đến các nhà phân phối nội địa, 2) khí LPG được nhập khẩu từ khu vực Châu Á Thái Bình Dương như Trung Quốc & Ấn độ và 3) là vận chuyển khí LPG ở các tuyến quốc tế ở khu vực Châu Á và Trung Đông.

Khách hàng lớn gồm: PVGas, BSR, GPP Cà Mau.

PVT hiện có khoảng 5 tàu phục vụ cho nhu cầu trong nước, còn lại 12 tàu phục vụ cho các tuyến quốc tế.,

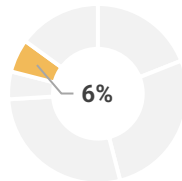
PVT đang sở hữu 2 tàu Aframax size, còn lại 12 tàu trọng tải < 5k DWT.

### Vận tải hàng rời



Tham gia vận chuyển than từ các nước Đông Nam Á cho các Nhà máy nhiệt điện trong nước (Vũng Áng 1) với **sản lượng hơn 500 nghìn tấn/năm**. Bên cạnh đó, PVT cũng có tham gia vận chuyển các mặt hàng rời khác như quặng sắt..

### FSO/FPSO



Dịch vụ cho thuê FSO PVN Đại Hùng Queen tại mỏ Đại Hùng với tỷ lệ thời gian hoạt động/tổng thời gian trong năm là 100%.

Quản lý vận hành các tàu FPSO tại mỏ Sao Vàng – Đại Nguyện.

*Nguồn: PVT, PHS tổng hợp*

Về hình thức cho thuê tàu, nhờ vào quy mô đội tàu lớn, tương đối đa dạng về chủng loại và kích cỡ, PVT có khả năng đáp ứng nhiều loại hình cho thuê tàu như spot freight (theo giá cước vận tải giao ngay), Contract of affreightments (COAs, hợp đồng vận chuyển nhiều chuyến), Bareboat (cho thuê tàu trần) và time charters (thuê định hạn).

Với mục tiêu tăng tính ổn định và hạn chế phần nào sự ảnh hưởng từ những thay đổi địa chính trị trên thế giới, PVT ưu tiên hơn hình thức cho thuê định hạn với các thời hạn 6 tháng (3+3) – 1 năm (6+6) cho các hợp đồng của mình.

## TỔNG HỢP PHÂN TÍCH & DỰ PHÓNG

### Doanh thu & triển vọng tăng trưởng

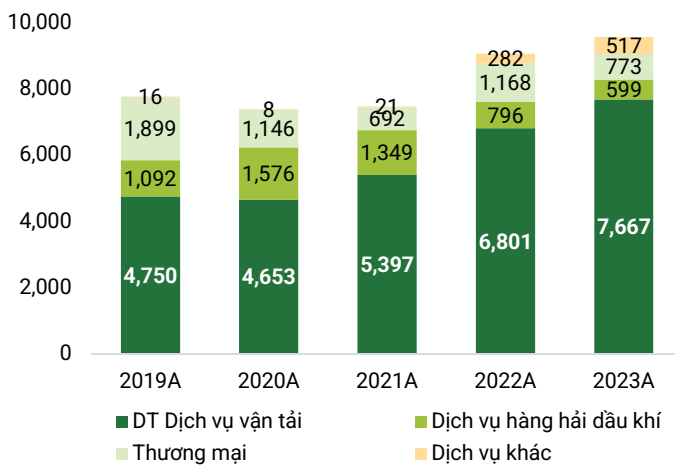
**Trong 2 năm vừa qua (2022 – 2023), PVT đã ghi nhận giai đoạn phát triển vượt bậc cả về quy mô đội tàu/ năng lực vận tải lẫn kết quả kinh doanh – từ một đội tàu bao gồm 36 chiếc (với tổng trọng tải 1.05 triệu DWT) đầu**

năm 2022 trở thành đội tàu 51 chiếc (với tổng trọng tải 1.4 triệu DWT) cuối năm 2023.

Tính riêng 2023, PVT đã tăng công suất đội tàu sở hữu tương đương +35.3% so với cuối 2022.

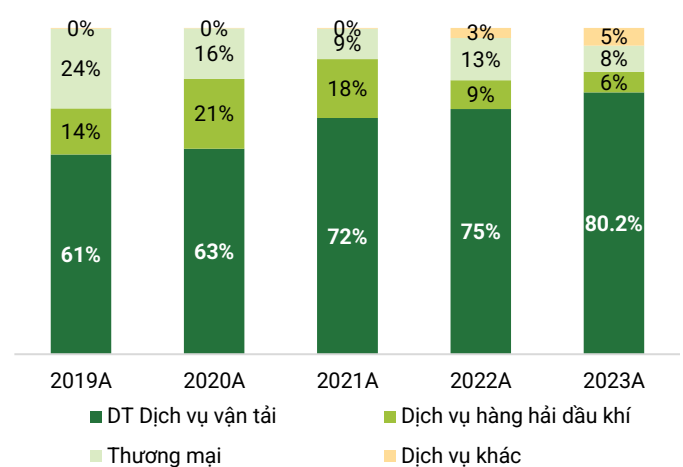
**Việc gia tăng quy mô đội tàu cũng như giá cước vận tải tăng và duy trì ở mức cao trong suốt giai đoạn 2022 – 2023 đã giúp PVT ghi nhận kỉ lục doanh thu 9,556 tỷ đồng (+5.6% YoY) và LNST cho cổ đông công ty mẹ 972,4 tỷ đồng (+13.4% YoY) – đây là mức cao nhất của PVT kể từ khi niêm yết lên sàn chứng khoán năm 2005.**

**Hình 8: Doanh thu theo mảng kinh doanh (Tỷ VND)**



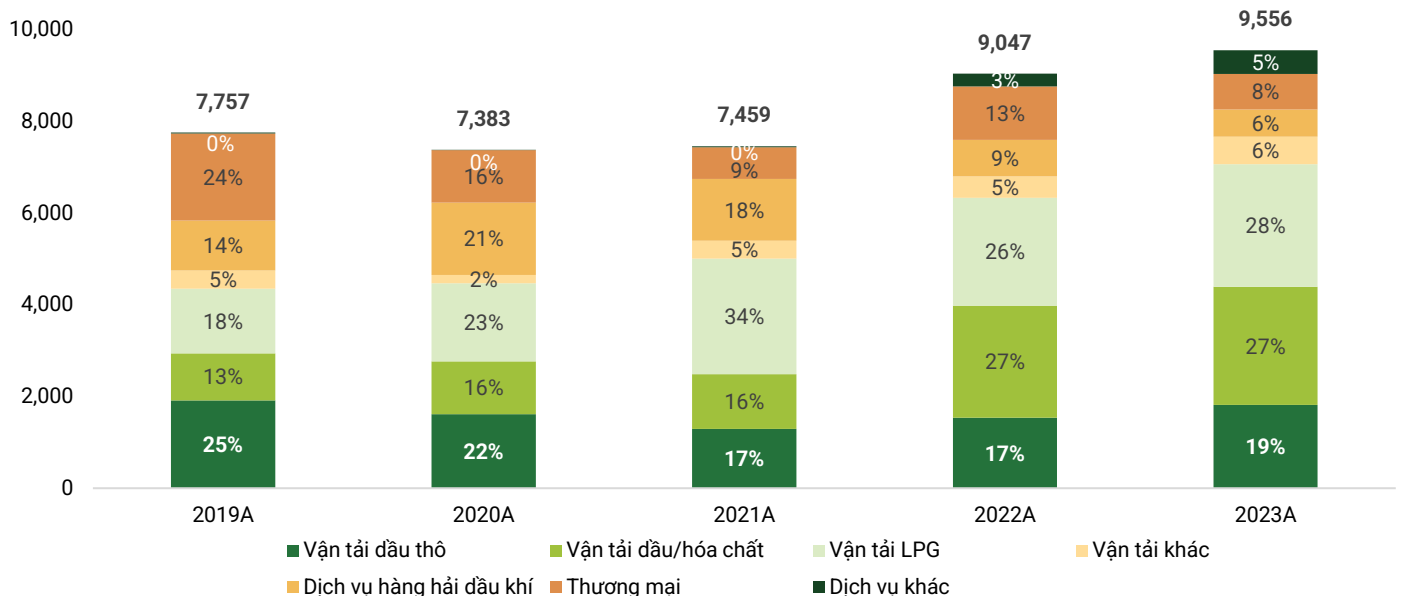
Nguồn: PVT, PHS tổng hợp

**Hình 9: Cơ cấu doanh thu theo mảng kinh doanh lớn**



Nguồn: PVT, PHS tổng hợp

**Hình 10: Đóng góp doanh thu theo phân khúc chính (Tỷ VND)**



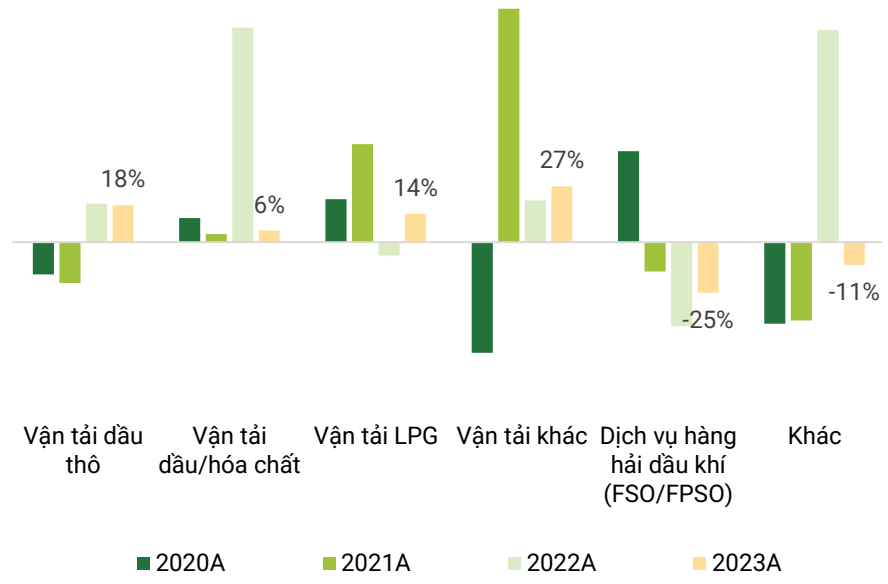
Nguồn: PVT, PHS tổng hợp

Việc tăng trưởng lớn ở mảng vận tải đã giúp xóa nhòa sự sụt giảm của mảng Dịch vụ hàng hải dầu khí (FSO/ FPSO) và khác. Theo PVT, trong 2023, PVT đã dừng cung cấp dịch vụ FPSO cho mỏ Chim Sáo dẫn đến việc sụt giảm



doanh thu của mảng này. **Tuy nhiên, định hướng cho tương lai, PVT vẫn ưu tiên phát triển chính ở mảng vận tải và giảm tỉ trọng dần các mảng còn lại.**

**Hình 11: Tăng trưởng doanh thu qua các năm theo phân khúc**



Nguồn: BCTC PVT, PHS tổng hợp

Theo đánh giá của chúng tôi, cuộc xung đột Nga - Ukraine năm 2022 đã làm thay đổi dòng chảy năng lượng toàn cầu một cách toàn diện và lâu dài. Trong nhiều thập kỷ trước cuộc xung đột, Nga và phần lớn châu Âu có mối quan hệ ràng buộc và cộng sinh trong vấn đề năng lượng. Nga cần thị trường tiêu thụ bền vững, ổn định để xuất khẩu dầu khí; còn châu Âu sẽ được lợi từ nguồn năng lượng được cung cấp trực tiếp qua các đường ống dẫn, giúp giảm sự phụ thuộc vào nguồn cung từ Trung Đông, vốn là một khu vực sản xuất không ổn định với nguồn cung chỉ được vận chuyển bằng tàu biển (trong 2021, theo EIA, thị trường Châu Âu đã chiếm 49% và 74% tổng lượng xăng dầu và khí đốt Nga xuất khẩu).

Vì vậy, khi EU và các nước phương tây áp dụng lệnh cấm nhập khẩu dầu thô và các sản phẩm dầu mỏ vận tải qua đường biển từ Nga (cấm tuyệt đối từ cuối 2022), dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu đã cơ bản thay đổi hoàn toàn. Cụ thể, EU đã tăng nhập khẩu từ Mỹ và Trung Đông qua đường biển trong khi Nga đổi hướng xuất dầu thô qua Ấn Độ & Trung Quốc và tái xuất thành phẩm (để tránh né nguồn gốc) cũng thông qua đường biển.

Việc thay đổi như trên, đã làm **tăng nhu cầu đối với cả tàu chở hàng lỏng nói chung và xăng dầu nói riêng – gián tiếp mở ra cơ hội kinh doanh cho PVT.**

**Trong bối cảnh có nhiều thuận lợi như trên, PVT đã tích cực mua thêm 10 tàu (9 tàu chở dầu/ hóa chất và 1 tàu LPG, với tổng tải trọng lần lượt là 254 DWT và 55 DWT) trong 2 năm vừa qua, qua đó cũng góp phần đánh dấu năm 2023 kỉ lục của PVT trong việc mua tàu mới.**

Chỉ tính riêng trong 2023, PVT đã tiếp nhận thêm 7 tàu (PVT Jupiter, Pacific Era, PVT Clara, Global Liberty, PVT Pearl, PVT Avira và PVT Solana) và thuê

mới 5 tàu (MT Iris, Nord Hakata, NV Minerva, NV Athena và Morning Kate) bên cạnh việc thanh lý 2 tàu PVT Apollo Pacific và PVT Dragon.

**Việc mua mới 7 tàu trong 2023, đã giúp PVT tăng năng lực vận tải dài hạn của các phân khúc Dầu/ hóa chất, LPG và Hàng rời lên thêm lần lượt ~ 60%, 57% và 48% so với cuối năm 2022.**

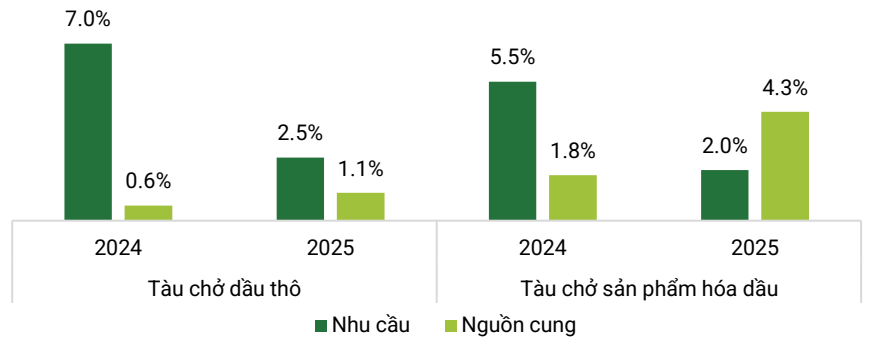
**Hình 12: Danh sách các tàu mua mới trong 2022-2023**

Dầu/ hóa chất	Tải trọng (DWT)	Thời gian nhận tàu
PVT Estella	13,102	Tháng 03/2022
PVT Elena	13,052	Tháng 06/2022
Aquarius	19,928	Tháng 07/2022
PVT Sunrise	19,850	Tháng 02/2022
PVT Jupiter	20,832	Tháng 05/2022
Pacific Era	50,057	Tháng 06/2023
PVT Clara	20,831	Tháng 07/2023
PVT Solana	50,346	Tháng 10/2023
PVT Avira	45,902	Tháng 10/2023
<b>Khí LPG</b>		
Global Liberty	54,975	Tháng 07/2023
<b>Hàng rời</b>		
Bulk Oriana	56,000	Tháng 06/2022
Epic 09	9,918	Tháng 09/2023
PVT Pearl	57,334	Tháng 10/2023

Nguồn: PVT, PHS tổng hợp

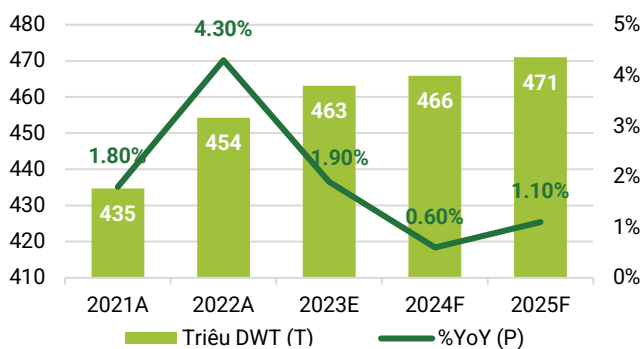
**Theo chúng tôi đánh giá, PVT đã kịp thời tăng công suất vận tải trong bối cảnh nhu cầu vận tải ở phân khúc dầu thành phẩm/ hóa chất tăng mạnh.**

**Hình 13: Dự báo tăng trưởng cung cầu tàu vận tải 2024 – 2025**



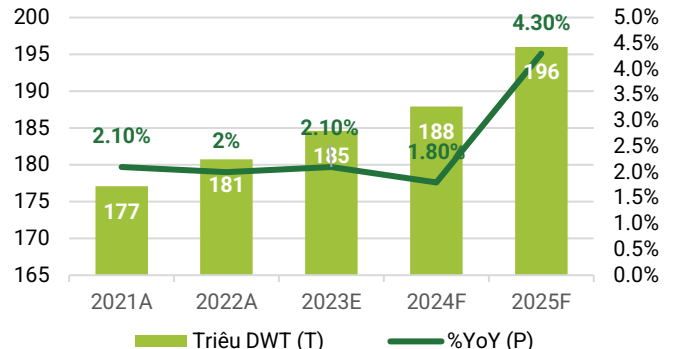
Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

**Hình 14: Dự báo cung cầu tàu chở dầu thô 2024-25**



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

**Hình 15: Dự báo cung cầu tàu dầu thành phẩm 2024-25**



Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

Theo BIMCO, về phân khúc tàu chở dầu thô, loại tàu Suezmax (120-180k DWT) sẽ là phân khúc tăng trưởng mạnh nhất trong giai đoạn 2024F – 2025F (+4.2%, chiếm 50% tổng lượng cung tàu chở dầu thô giai đoạn này). Tiếp đến sẽ là phân khúc Aframax với mức tăng 2.8%. Tuy nhiên, PVT hiện chỉ có 1 tàu chở dầu thô (Aframax size) đang khai thác quốc tế, vì vậy chúng tôi đánh giá sẽ ít có biến động đến kết quả kinh doanh của PVT ở phân khúc vận tải dầu thô quốc tế.

Về phân khúc tàu chở dầu thành phẩm (dầu/ hóa chất), mức tăng cung tàu được dự báo sẽ tăng mạnh hơn phân khúc tàu chở dầu thô trong 2024 (+1.8% yoy) và 2025 (+4.3% yoy) do nhu cầu thuê tăng đột biến. Trong năm 2023, theo BIMCO, tổng khối lượng hợp đồng vận tải dầu thành phẩm/ hóa chất đạt 17,3 triệu DWT – cao nhất 10 năm. **Điều này cũng đã góp phần đẩy số lượng đơn đặt hàng mua tàu dầu thành phẩm/ hóa chất mới tăng 12.9% so với năm 2022.**

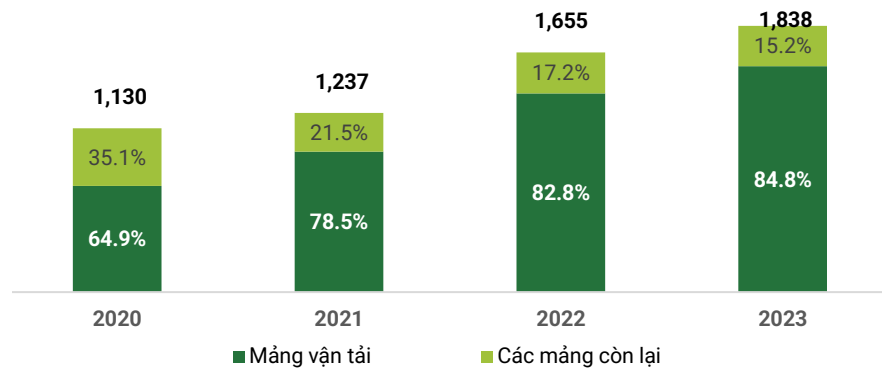
Nhu cầu tăng đột biến cũng góp phần giảm tốc độ thải loại tàu cũ. Theo thống kê của BIMCO, tỷ lệ thải loại tàu cũ phân khúc chở dầu thành phẩm/ hóa chất năm 2023 rớt xuống mức thấp kỷ lục khi chỉ có tổng cộng 300k DWT trọng tải tàu bị loại biên.

**Chúng tôi nhận định trong bối cảnh giá nguồn cung tàu mới chưa đáp ứng và nhu cầu về năng lượng và tàu vận tải vẫn trên đà hồi phục theo nền kinh tế thế giới, giá cước vận tải biển nói chung sẽ tiếp tục duy trì ở mức năm 2023 trong 2024 trước khi giảm nhẹ lại vào cuối 2025, khi cung tàu mới được đưa ra thị trường.**

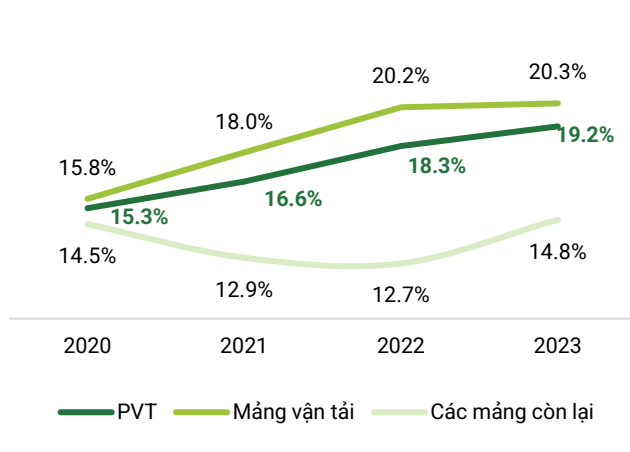
**Vì vậy, chúng tôi kì vọng doanh thu 2024 của PVT sẽ ghi nhận tăng trưởng dương vì: 1) triển vọng giá cước ổn định, 2) nhu cầu vận tải vẫn được duy trì ở mức cao và 3) PVT đưa vào vận hành cả năm 7 tàu mua mới trong 2023.**

### **Biên lợi nhuận gộp (LNG) & triển vọng**

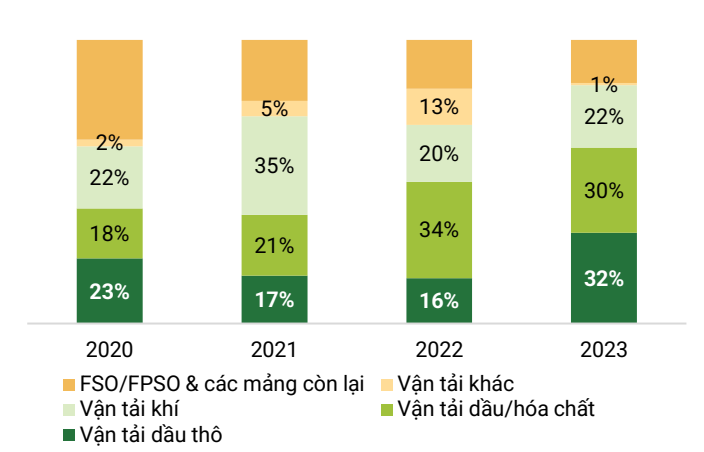
Biên lợi nhuận gộp theo năm của PVT tiếp tục được cải thiện trong 2023 – đạt 19.2% so với mức 18.3% 2022 – chủ yếu nhờ **04 yếu tố: 1)** tỉ trọng doanh thu của mảng vận tải tăng mạnh (do tăng công suất), **2)** biên lợi nhuận gộp mảng Vận tải dầu thô (trong nước) tăng mạnh, **3)** giá cước tàu vận tải quốc tế vẫn giữ ở mức cao trong thời gian dài và **4)** chiến lược trả hóa đội tàu giúp giảm chi phí vận hành (giảm tiêu hao nhiên liệu, chi phí sửa chữa tàu).

**Hình 16: Đóng góp của mảng vận tải trong lợi nhuận gộp PVT**


Nguồn: BIMCO, PHS tổng hợp

**Hình 17: Biên lợi nhuận gộp PVT và các mảng**


Nguồn: PVT, PHS tổng hợp

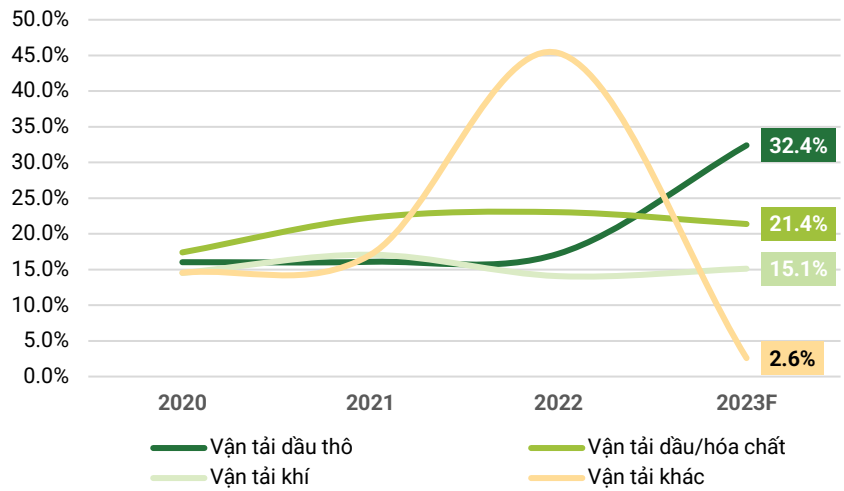
**Hình 18: Đóng góp vào lợi nhuận gộp của mảng vận tải**


Nguồn: PVT, PHS ước tính

Ở phần này, chúng tôi sẽ tập trung nhận định và dự phóng cho 3 mảng đóng góp lớn nhất vào LNG của PVT trong 2023 (> 84%) là: 1) vận tải dầu thô, 2) vận tải dầu thành phẩm/ hóa chất và 3) là vận tải khí (LPG).

Trong 2023, biên lợi nhuận gộp mảng vận tải dầu thô là điểm sáng lớn nhất trong cơ cấu biên lợi nhuận. Theo PVT, nếu như trước đây giá cước nội địa của mảng vận tải dầu thô hay được giữ ở mức ổn định, thì trong 2023 đã được điều chỉnh tăng cao hơn để phù hợp với diễn biến sôi động của thị trường quốc tế. Qua đó, biên LNG của mảng vận tải dầu thô trong 2023 đã tăng mạnh lên mức khoảng 32.4%, cao hơn mức 20.3% của năm 2022.

Vì 1) tình hình địa chính trị Trung Đông vẫn còn nhiều bất ổn, 2) cuộc xung đột giữa Nga và Ukraine có khả năng lan rộng hơn, 3) nguồn cung tàu chở dầu được dự báo không tăng mạnh, chúng tôi vẫn kì vọng giá dầu cũng như giá cước vận tải vẫn sẽ được neo ở mức năm 2023 cho cả năm 2024 và 2025. Qua đó, chúng tôi kì vọng biên lợi nhuận gộp của mảng vận tải dầu thô của PVT vẫn giữ ở mức 30.2% - 32.7% cho giai đoạn 2024 - 2026.

**Hình 19: Tăng trưởng biên LNG qua các năm theo phân khúc vận tải**


Nguồn: BCTC PVT, PHS tổng hợp

Về mảng vận tải dầu thành phẩm/ hóa chất, biên lợi nhuận giảm nhẹ so với 2022 (21.4% so với 23.0% cùng kỳ, PHS ước tính) nhưng vẫn duy trì ở mức cao vì căng thẳng gia tăng ở Biển Đỏ. Trong gian đoạn dự phóng sắp tới, cùng với nguồn cung tàu dự kiến sẽ tăng mạnh trong 2025, chúng tôi dự phóng biên lợi nhuận của mảng này sẽ có sự suy giảm nhẹ từ mức 21.4% hiện nay về quanh mức 18.7% (mức trung bình giai đoạn 2020 – 2021).

**Tuy biên LNG mảng dầu thành phẩm/ hóa chất được dự phóng giảm nhẹ, chúng tôi vẫn dự báo lợi nhuận đóng góp vào tổng LNG PVT sẽ tăng mạnh do đội tàu mua và thuê mới trong nửa cuối 2023 sẽ được vận hành toàn thời gian cho năm 2024.**

**Về mảng vận tải LPG, Với vị thế dẫn đầu thị trường vận chuyển LPG ở Việt Nam, PVT là đơn vị hưởng lợi nhiều nhất từ sự bùng nổ nhu cầu sử dụng khí LPG của thị trường nội địa trong thời gian qua.**

**Bên cạnh đó, việc giá cước vận tải quốc tế giữ ổn định ở mức tốt đã giúp cải thiện nhẹ biên lợi nhuận của mảng này.**

Theo dữ liệu từ Tổng cục Hải quan, tính chung trong 12 tháng năm 2023, Việt Nam đã chi hơn 1.55 tỷ USD để nhập khẩu trên 2.5 triệu tấn khí LPG từ các thị trường, tăng 27.9% về lượng và tăng 1.1% về trị giá so với cùng kỳ năm 2022 trong bối cảnh giá nhập khẩu trung bình trong 12 tháng đầu năm đạt 618.6 USD/tấn, giảm gần 21% so với cùng kỳ năm trước.

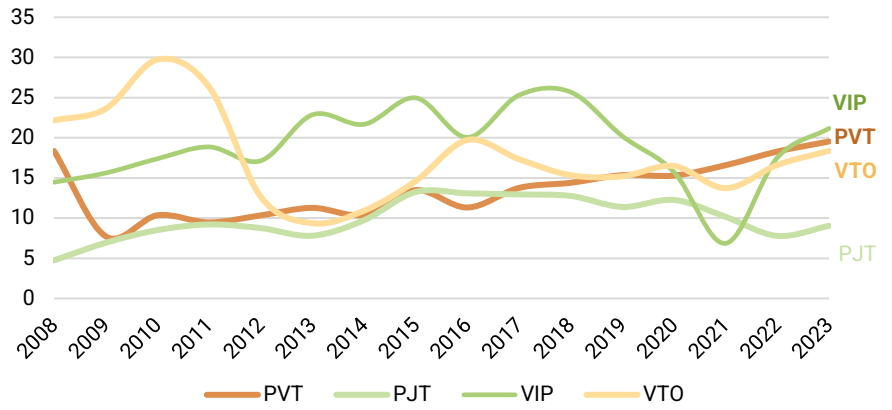
Đặc biệt, nếu chỉ tính riêng trong 9 tháng năm 2023, nhập khẩu LPG của Việt Nam đã bằng 97.5% tổng lượng nhập của cả năm 2022. Việt Nam chủ yếu nhập khẩu khí LPG từ các thị trường Arab Saudi, Kuwait, Hàn Quốc...

Tuy nhiên theo đánh giá của chúng tôi, do: **1)** độ tuổi trung bình của đội tàu vận tải khí LPG hiện nay đã cao, **2)** và giá cước vận chuyển LPG cho phân khúc tàu Small & Handy size (10 – 20k DWT) cũng khó có khả năng tăng mạnh (do cung cầu hiện nay đã cân bằng và sự cố kênh đào Panama cũng đã được giải quyết), vì vậy dự địa để tiếp tục cải thiện biên LNG của mảng này sẽ không cao trong 2024 – 2026. Chúng tôi cũng dự báo PVT cũng sẽ

có khả năng phải mua thêm tàu ở phân khúc này để giúp trẻ hóa đội tàu, duy trì biên lợi nhuận và đáp ứng được yêu cầu của các đối tác.

**Chiến lược liên tục trẻ hóa đội tàu cũng chính là điểm đem lại sự khác biệt và ổn định cho PVT so với các đối thủ cùng ngành.**

**Hình 20: Biên lợi nhuận gộp (%) của PVT và các đối thủ (2008 – 2023)**

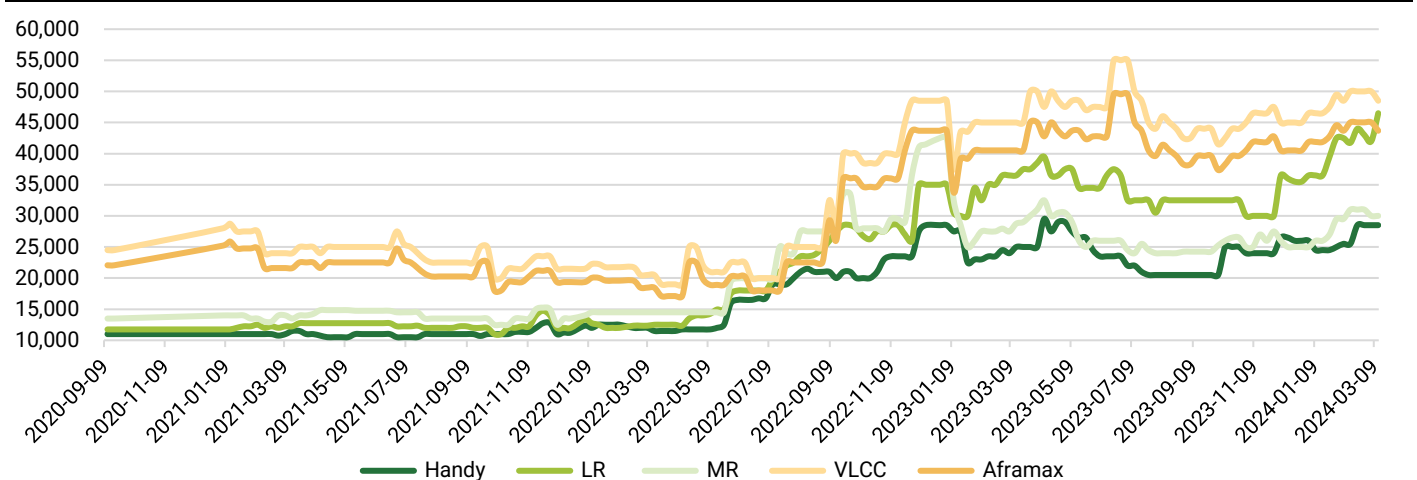


Nguồn: BCTC các công ty, PHS tổng hợp

So với các đối thủ, biên LNG của PVT trong giai đoạn từ sau 2011 đã luôn thể hiện sự ổn định và tịnh tiến – khác với sự biến động mạnh và mang tính khó dự báo của các đối thủ cùng ngành. Để làm được việc này, bên cạnh năng lực kinh doanh và quản trị, chúng tôi cũng đánh giá cao tính cẩn trọng của ban lãnh đạo PVT khi luôn chủ động đặt mức kế hoạch kinh doanh thấp và điều chỉnh mức khấu hao của đội tàu theo chiều hướng an toàn, nhằm tạo dự phòng cho tương lai. Bên cạnh đó, như đã trình bày ở trên, PVT luôn ưu tiên hình thức cho thuê định hạn với các thời hạn 6 tháng (3+3) – 1 năm (6+6) đối với các hợp đồng của mình với mục đích tăng tính ổn định và hạn chế phần nào sự ảnh hưởng từ những thay đổi địa chính trị trên thế giới.

## Tổng hợp giá cước vận tải

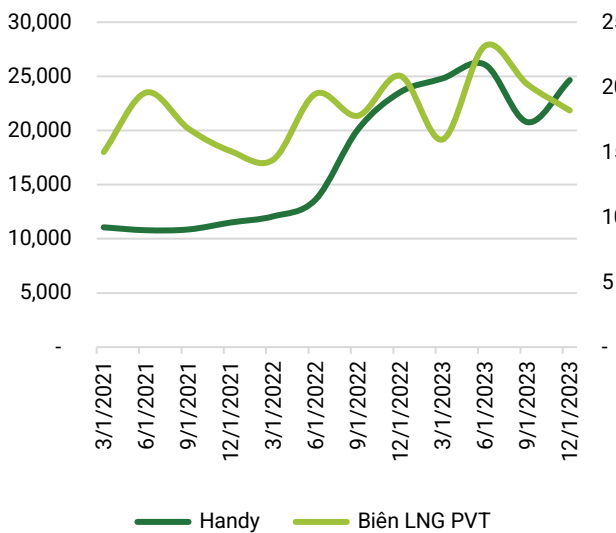
**Hình 21: Tổng hợp giá cước (USD) thuê định hạn (Time Charter) 1 năm (2020 – 2024)**



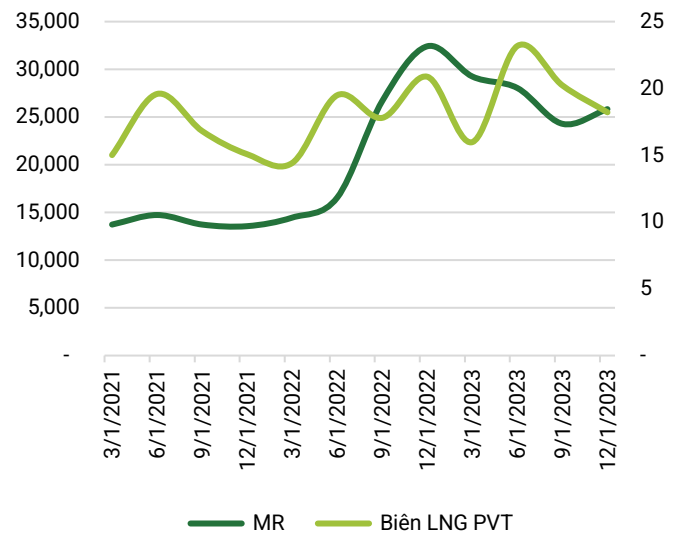
Nguồn: Alibra, PHS tổng hợp

**Hình 22: Biến động giá dầu (brent) 2020 – 2024**

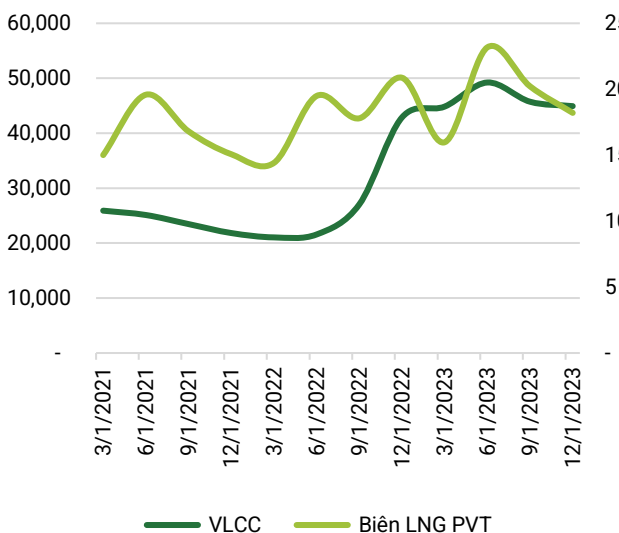

Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 23: Tương quan giá cước Handy (USD) 1Y-TC vs. Biên LNG quý (%) của PVT trong 2021-2023**


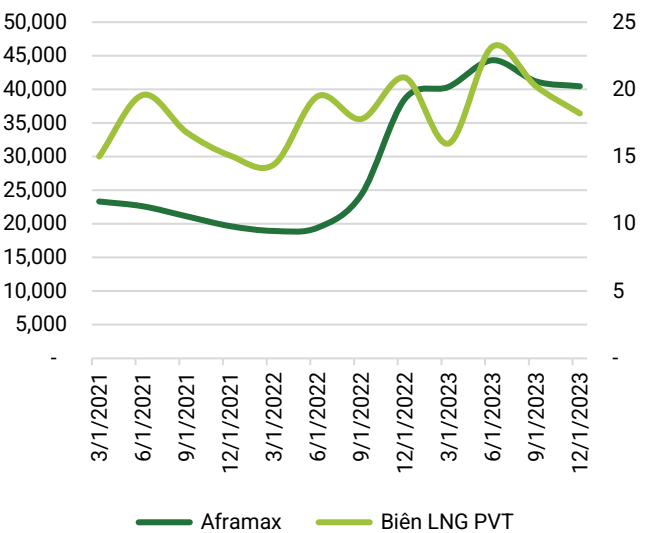
Nguồn: Alibra, PHS tổng hợp

**Hình 24: Tương quan giá cước MR (USD) 1Y-TC vs. Biên LNG quý (%) của PVT trong 2021-2023**


Nguồn: Alibra, PHS tổng hợp

**Hình 25: Tương quan giá cước VLCC (USD) 1Y-TC vs. Biên LNG quý (%) của PVT trong 2021-2023**


Nguồn: Alibra, PHS tổng hợp

**Hình 26: Tương quan giá cước Aframax (USD) 1Y-TC vs. Biên LNG quý (%) của PVT trong 2021-2023**


Nguồn: Alibra, PHS tổng hợp

## Tổng hợp dự phóng

### Dự phóng đầu tư mới

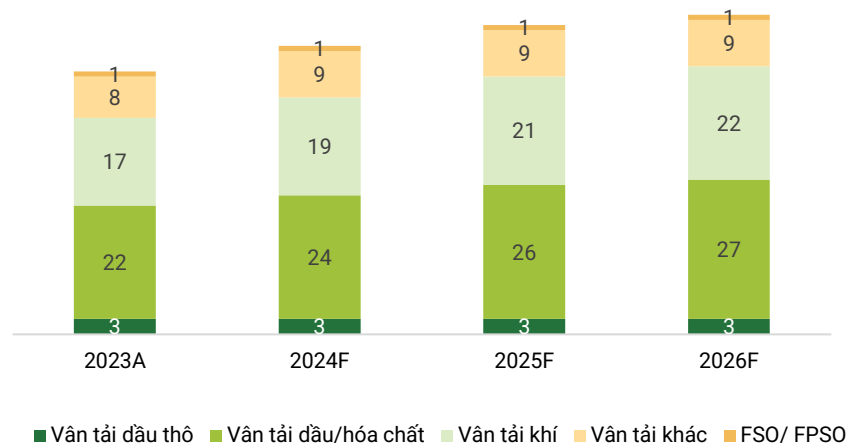
Theo như thông tin đại chúng, đại diện PVT có đề ra mục tiêu tham vọng, nhằm đến mở rộng sâu vào thị trường vận tải quốc tế bằng kế hoạch đầu tư đội tàu lên tới tổng cộng 82 chiếc vào 2024-2025, tương đương tổng giá trị đầu tư ước tính 819.4 triệu USD.

Tuy nhiên, trong bối cảnh **1)** giá bán tàu cũ vẫn đang khá cao do nhu cầu 2023 đã tăng mạnh (như đã trình bày ở trên), **2)** nguồn cung tàu hàng dầu thành phẩm/ hóa chất sẽ tăng mạnh vào năm 2025, **3)** tính cách cẩn trọng của ban lãnh đạo và **4)** khả năng tài chính hiện tại của PVT, chúng tôi tin rằng công ty sẽ cân nhắc về các quyết định đầu tư lớn trong giai đoạn sắp tới – nhằm đảm bảo tính hiệu quả của dự án cũng như duy trì sự ổn định của doanh nghiệp.

Vì vậy, trong dự phóng lần này, chúng tôi xây dựng kế hoạch đầu tư mới của PVT ở mức vừa phải (như hình 27). Tổng mức đầu tư chúng tôi kì vọng sẽ rơi vào khoảng 1,500 tỷ cho 2 năm 2024 – 2025 (tương đương tăng 100k DWT công suất cho mỗi năm) và khoảng 500 tỷ cho năm 2026 (tương đương tăng ~35k – 50k DWT công suất). Chúng tôi cũng dự phóng PVT sẽ thanh lý mỗi năm 1 tàu chở khí LPG trong giai đoạn 2024 – 2026 do tuổi thọ trung bình của đội tàu phân khúc này theo như chúng tôi ước tính là khá cao (~24 tuổi).

Chúng tôi cũng giả định 70% vốn đầu tư mua tàu mới sẽ đến từ vốn vay.

**Hình 27: Dự phóng quy mô đội tàu 2023 – 2026**



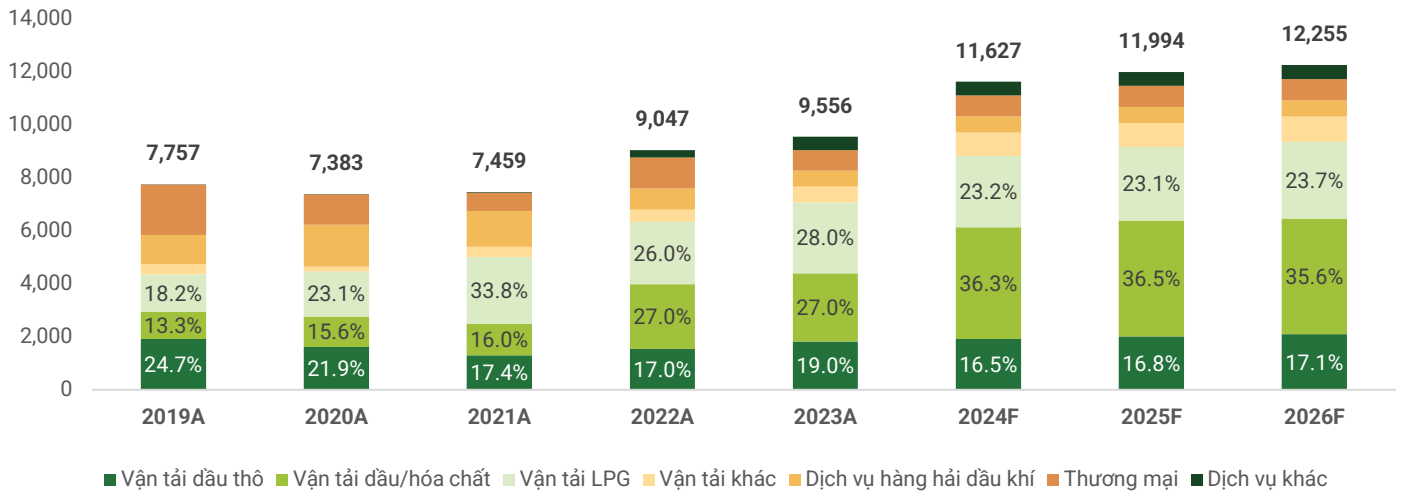
Nguồn: PVT, PHS dự phóng

Trong tương lai, nếu PVT có mua thêm tàu mới (vượt ngoài dự phóng công suất hiện tại của chúng tôi), chúng tôi sẽ cập nhật lại dự phóng trong các báo cáo tiếp theo.



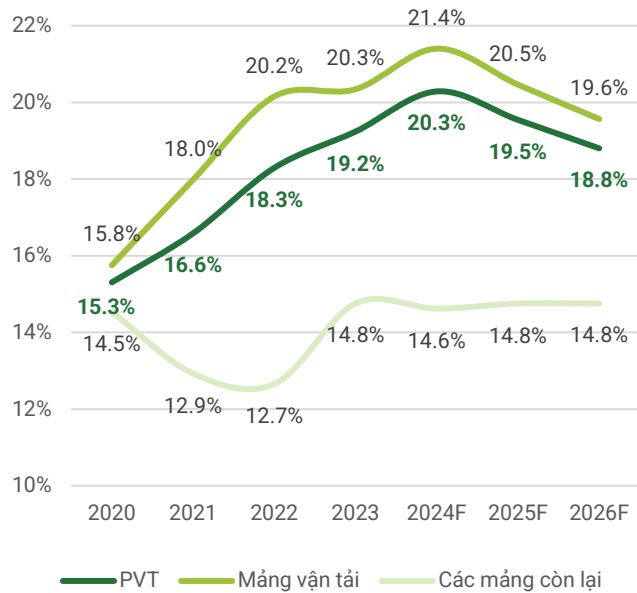
## Tổng hợp dự phóng doanh thu

ĐVT: tỷ đồng	2023	2024F	%yoy	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,556</b>	<b>11,627</b>	<b>21.7%</b>	Mảng vận tải sẽ là động lực tăng trưởng chính. Tăng trưởng chủ yếu đến từ tăng công suất vận tải trong cuối 2023. Kỳ vọng đạt 21.7% yoy.
Vận tải dầu thô	1,816	1,914	5.4%	
Vận tải dầu/hóa chất	2,580	4,218	63.5%	Vận tải dầu thô tăng nhẹ chủ yếu do kì vọng giá cước vẫn tăng. Tuy nhiên khối lượng vận tải có thể giảm do NMLD Dung Quất sẽ có ~48 ngày bảo trì và NMLD Nghi Sơn vẫn chưa được vận hành tối đa công suất
Vận tải LPG	2,676	2,693	0.6%	Doanh thu vận tải sản phẩm dầu thành phẩm và hàng rời (than) tăng trưởng mạnh do công suất tăng mạnh và nhu cầu vận chuyển dầu thành phẩm vẫn rất cao.
Hàng rời (than)	596	889	49.3%	
FSO/ FPSO	599	605	1.0%	Mảng FSO/ FPSO duy trì hợp đồng cũ do chưa có thông tin các hợp đồng O&M có thể ký kết
Khác	1,290	1,308	1.4%	Mảng khác được kì vọng không có nhiều thay đổi
<b>Giá vốn hàng bán</b>	<b>7,717</b>	<b>9,268</b>	<b>+20.1%</b>	Biên LNG của PVT cải thiện nhẹ do: 1) kì vọng giá cước vận tải dầu thô tăng nhẹ, 2) nhu cầu tăng mạnh ở mảng dầu thành phẩm/ hóa chất giúp tăng tỉ lệ khai thác của đội tàu, 3) đóng góp LN từ đội tàu mới mua
Chi phí BH & QLDN	423	528	+24.8%	Chi phí bán hàng và chi phí quản lý doanh nghiệp tăng nhẹ chủ yếu theo doanh thu và tăng quy mô đội tàu
Lãi lỗ tài chính	(95.3)	(190.3)	+99.7%	Chi phí lãi vay tăng do tăng nợ vay và trả lãi cả năm so với 2023.
Lợi nhuận khác	229	126	-45.0%	Giảm do không có kế hoạch chi tiết về lợi nhuận bán tàu trong năm 2024.
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,549</b>	<b>1,767</b>	<b>+14.1%</b>	
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,222</b>	<b>1,414</b>	<b>+15.7%</b>	

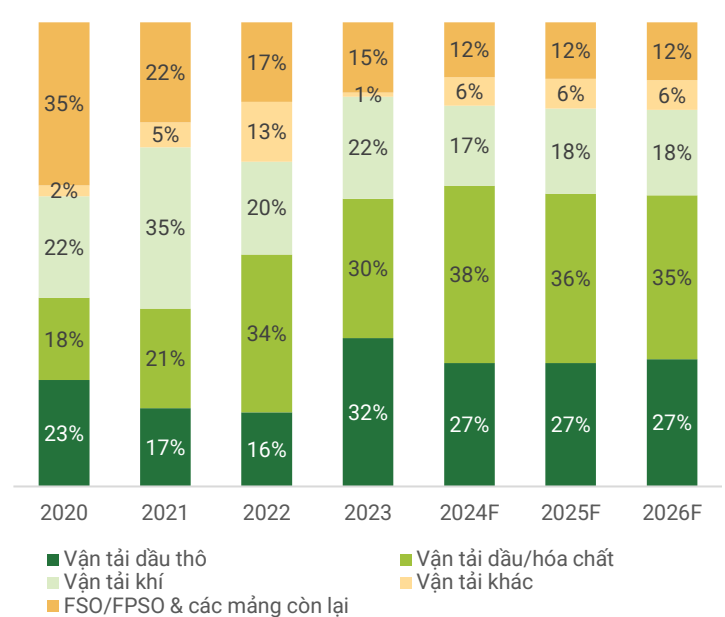
**Hình 28: Tổng hợp dự phóng doanh thu và đóng góp từng phân khúc**


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

### Tổng hợp dự phóng biên lợi nhuận gộp

**Hình 29: Tổng hợp dự phóng biên lợi nhuận gộp**


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

**Hình 30: Tổng hợp dự phóng cơ cấu LNG**


Nguồn: PHS tổng hợp và dự phóng

## TỔNG HỢP ĐỊNH GIÁ

Chúng tôi kết hợp 03 phương pháp gồm phương pháp chiết khấu dòng tiền (FCFF), EV/EBITDA và PE để đưa ra khuyến nghị MUA cho PVT với mức giá mục tiêu là 34,850 đồng/cổ phiếu, tương đương với tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng 20.2% so với giá đóng cửa 28,850 VND/cổ phiếu ngày 15/03/2024.

## Phương pháp chiết khấu dòng tiền

### Tổng hợp dự phóng kết quả kinh doanh giai đoạn 2024 – 2028

Kết quả kinh doanh	2023A	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9,556</b>	<b>11,627</b>	<b>11,994</b>	<b>12,255</b>	<b>12,231</b>	<b>12,639</b>
Giá vốn hàng bán	(7,717)	(9,268)	(9,650)	(9,951)	(9,920)	(10,257)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,838</b>	<b>2,359</b>	<b>2,344</b>	<b>2,304</b>	<b>2,311</b>	<b>2,382</b>
Chi phí bán hàng	(13)	(16)	(17)	(17)	(17)	(18)
Chi phí QLDN	(410)	(511)	(528)	(539)	(538)	(556)
<b>Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)</b>	<b>1,415</b>	<b>1,831</b>	<b>1,800</b>	<b>1,748</b>	<b>1,755</b>	<b>1,809</b>
Lợi nhuận tài chính	371	239	280	340	383	460
Chi phí tài chính	(466)	(429)	(465)	(411)	(314)	(261)
Lãi/lỗ từ CT liên doanh/ liên kết	26	26	27	27	27	27
Lãi/lỗ khác	202	100	100	100	100	100
<b>Lợi nhuận trước thuế</b>	<b>1,549</b>	<b>1,767</b>	<b>1,741</b>	<b>1,803</b>	<b>1,951</b>	<b>2,135</b>
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>1,222</b>	<b>1,414</b>	<b>1,393</b>	<b>1,442</b>	<b>1,561</b>	<b>1,708</b>
<b>LNST của cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>972</b>	<b>1,087</b>	<b>1,090</b>	<b>1,119</b>	<b>1,216</b>	<b>1,328</b>

### WACC & Chi phí vốn chủ (CAPM)

<b>WACC</b>	<b>12.53%</b>
Tỉ lệ nợ (%)	35.00%
Chi phí vốn vay	12.00%
<b>Chi phí vốn chủ (CAPM)</b>	<b>14.10%</b>
<i>Risk free rate</i>	4.50%
<i>Beta</i>	1.20
<i>Country Risk premium</i>	8.00%

Giả định mức tăng trưởng vĩnh viễn sau 2028: 1%

**Tổng hợp dòng tiền FCFE**

Dòng tiền FCFE (tỷ đồng)	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028
LNST cho cổ đông công ty mẹ	1087	1090	1119	1216	1328
Giảm: doanh thu tài chính	-239	-280	-340	-383	-460
Tăng: khấu hao	1,504	1,654	1,704	1,619	1,538
Giảm: Capex	-1,500	-1,500	-500	0	0
(tăng) / giảm vốn lưu động	81	-7	15	-27	28
Tăng: chi phí lãi vay*(1-tax)	343	372	329	251	209
<b>Tổng</b>	<b>1,276</b>	<b>1,330</b>	<b>2,328</b>	<b>2,676</b>	<b>2,641</b>
Giảm: do chiết khấu về thời điểm 17/03/24	269				
<b>Dòng tiền FCFE</b>	<b>1,007</b>	<b>1,330</b>	<b>2,328</b>	<b>2,676</b>	<b>2,641</b>
<b>Giá trị hiện tại của FCFE</b>	<b>917</b>	<b>1077</b>	<b>1675</b>	<b>1711</b>	<b>1501</b>

**Tổng hợp định giá**

Tổng giá trị hiện tại của FCFE	6,882
Terminal Value	23,148
Giá trị hiện tại của Terminal Value	13,155
<b>Giá trị doanh nghiệp</b>	<b>20,037</b>
+ Tiền mặt	4,466
- Nợ	5,928
- Lợi ích cổ đông thiểu số (dự phóng x2 số cuối 2024)	5,093
<b>Giá trị vốn cổ phần</b>	<b>13,482</b>
Tổng số cổ phiếu (triệu cổ)	323.65
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu (VND)</b>	<b>41,660</b>
Chiết khấu rủi ro chu kỳ (*)	15%
<b>Giá trị mỗi cổ phiếu cuối cùng (VND)</b>	<b>35,411</b>
Giá hiện tại	29,000
Upside	22.1%

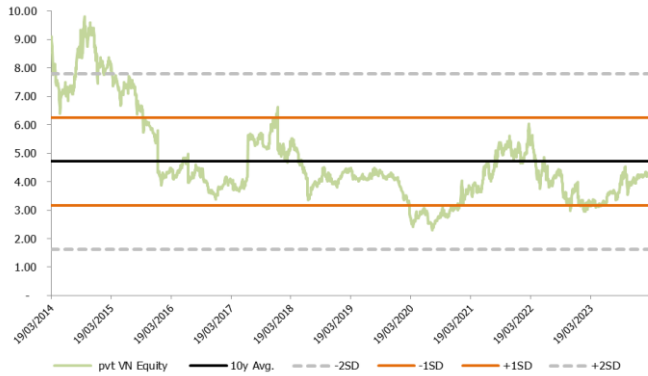
(\*): chúng tôi áp dụng mức chiết khấu 5% do PVT hoạt động trong lĩnh vực mang tính chu kỳ tuy doanh nghiệp vận hành ổn định, bên cạnh đó chúng tôi cũng chiết khấu thêm 10% do thiếu cơ sở để dự báo chính xác về việc phát triển đội tàu, kế hoạch mua bán tàu cũ cũng như lịch sửa chữa bảo trì (gây ảnh hưởng tới công suất khai thác).

**Phân tích độ nhạy**

		Giá trị nội tại mỗi cổ phần (VND)					
		Tăng trưởng dài hạn					
		35,411	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
WACC	10.5%	42,696	44,948	47,430	50,193	53,278	
	11.5%	37,060	38,862	40,843	43,019	45,424	
	12.5%	32,334	33,805	35,411	37,154	39,066	
	13.5%	28,322	29,538	30,847	32,275	33,822	
	14.5%	24,863	25,883	26,979	28,152	29,427	

## Phương pháp EV/EBITDA & PE

**Hình 31: Thống kê giao dịch theo định giá EV/EBITDA của PVT trong 10 năm qua (2014 – 2024)**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

**Hình 32: Thống kê giao dịch theo định giá PE của PVT trong 10 năm qua (2014 – 2024)**



Nguồn: Bloomberg, PHS tổng hợp

Hiện nay PVT đang giao dịch tại mức định giá EV/EBITDA là 4.52x và PE là 9.71x. Theo như thống kê trong 10 năm qua (2014 – 2024), mức trung bình định giá EV/EBITDA và PE của PVT lần lượt là 4.71x và 9.37x.

Với kì vọng PVT sẽ ghi nhận tăng trưởng doanh thu và lợi nhuận 2024 như các phân tích ở trên, chúng tôi đánh giá, trước mắt, PVT sẽ hướng tới việc giao dịch tại mức trung bình EV/EBITDA và PE 10 năm.

Vì vậy, mức định giá PVT theo phương pháp EV/EBITDA và PE của chúng tôi sẽ như sau:

Phương pháp EV/EBITDA	Giá trị	Phương pháp P/E	Giá trị
EBITDA 2024F	3,335	EPS 2024F	3,358
EV/EBITDA mục tiêu	4.7x	P/E hiện tại	9.7x
<b>Giá trị Doanh nghiệp (EV)</b>	<b>15,709</b>	P/E mục tiêu	9.4x
- Nợ	5,928		
+Tiền	4,466		
- MI	2,546		
<b>Giá trị vốn chủ sở hữu</b>	<b>11,701</b>		
<b>Giá mục tiêu</b>	<b>36,152</b>	<b>Giá mục tiêu</b>	<b>31,468</b>

### Tổng hợp định giá

Phương pháp	Giá trị (VND/CP)	Tỷ trọng	Đóng góp (VND/CP)
FCFF	35,411	50%	17,706
EV/EBITDA	36,152	30%	10,846
PE	31,468	20%	6,294
<b>Giá mục tiêu</b>		<b>100%</b>	<b>34,850</b>
SLCP lưu hành (triệu)			323.7
Giá thị trường (18/03/2024)			29,000
<b>Tỷ suất lợi nhuận kỳ vọng</b>			<b>20.2%</b>

## BÁO CÁO TÀI CHÍNH

Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tài Sản Ngắn Hạn</b>	<b>4,850</b>	<b>6,286</b>	<b>6,297</b>	<b>7,144</b>	<b>8,246</b>	<b>9,653</b>
Tiền và tương đương tiền	1,283	1,794	979	1,606	2,623	3,993
Đầu tư tài chính ngắn hạn	1,790	2,707	3,486	3,486	3,486	3,486
Phải thu ngắn hạn	1,193	982	944	996	1,046	1,089
Hàng tồn kho	142	179	233	254	264	273
Tài sản ngắn hạn khác	442	624	655	802	826	812
<b>Tài Sản Dài Hạn</b>	<b>7,643</b>	<b>7,965</b>	<b>11,192</b>	<b>10,976</b>	<b>10,926</b>	<b>9,669</b>
Tài sản cố định	6,976	7,260	10,088	10,084	9,929	8,725
Chi phí xây dựng dở dang	2	22	5	0	0	0
Đầu tư tài chính dài hạn	194	199	201	201	201	201
Tài sản dài hạn khác	472	484	899	692	795	743
Lợi thế thương mại	0	0	0	0	0	0
<b>Tổng cộng tài sản</b>	<b>12,493</b>	<b>14,252</b>	<b>17,490</b>	<b>18,121</b>	<b>19,171</b>	<b>19,322</b>
<b>Tổng nợ phải trả</b>	<b>5,530</b>	<b>6,238</b>	<b>8,460</b>	<b>8,000</b>	<b>7,981</b>	<b>7,014</b>
<b>Nợ ngắn hạn</b>	<b>2,450</b>	<b>3,055</b>	<b>3,392</b>	<b>3,557</b>	<b>3,740</b>	<b>3,780</b>
Phải trả khách hàng	677	812	794	1,016	1,058	1,090
Khách hàng trả tiền trước	28	25	52	38	45	42
Chi phí phải trả	177	230	137	137	137	137
Quỹ khen thưởng phúc lợi	126	124	140	169	176	181
Thuế và các khoản phải nộp NN	62	97	88	59	59	58
Vay ngắn hạn	778	1,099	1,388	1,252	1,357	1,344
Phải trả khác	602	668	792	886	909	927
<b>Nợ dài hạn</b>	<b>3,080</b>	<b>3,182</b>	<b>5,067</b>	<b>4,443</b>	<b>4,241</b>	<b>3,234</b>
Vay dài hạn	2,468	2,591	4,540	4,443	4,241	3,234
Khác	612	591	527	0	0	0
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6,963</b>	<b>8,014</b>	<b>9,030</b>	<b>10,120</b>	<b>11,190</b>	<b>12,309</b>
Vốn góp	3,237	3,237	3,237	3,237	3,237	3,237
Thặng dư vốn cổ phần	0	0	0	0	0	0
Vốn khác	0	100	230	230	230	230
Các quỹ	1,015	1,176	1,507	1,507	1,507	1,507
Lợi nhuận giữ lại	944	1,489	1,837	2,600	3,366	4,162
Khác	0	0	0	0	0	0
Lợi ích cổ đông thiểu số	1,768	2,012	2,220	2,546	2,849	3,173
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>12,493</b>	<b>14,252</b>	<b>17,490</b>	<b>18,121</b>	<b>19,171</b>	<b>19,322</b>

(Nguồn: PHS dự phóng)

Kết quả kinh doanh (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>7,460</b>	<b>9,047</b>	<b>9,556</b>	<b>11,627</b>	<b>11,994</b>	<b>12,255</b>
Giá vốn hàng bán	(6,222)	(7,392)	(7,717)	(9,268)	(9,650)	(9,951)
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1,238</b>	<b>1,655</b>	<b>1,838</b>	<b>2,359</b>	<b>2,344</b>	<b>2,304</b>
Chi phí bán hàng	(10)	(13)	(13)	(16)	(17)	(17)
Chi phí QLDN	(277)	(408)	(410)	(511)	(528)	(539)
Lợi nhuận từ HĐKD (EBIT)	950	1,235	1,415	1,831	1,800	1,748
Lợi nhuận tài chính	180	221	371	239	280	340
Chi phí tài chính	(156)	(314)	(466)	(429)	(465)	(411)
Lãi/lỗ từ CT liên doanh/ liên kết	25	28	26	26	27	27
Lãi/lỗ khác	42	288	202	100	100	100
Lợi nhuận trước thuế	1,040	1,457	1,549	1,767	1,741	1,803
<b>Lợi nhuận sau thuế</b>	<b>835</b>	<b>1,156</b>	<b>1,222</b>	<b>1,414</b>	<b>1,393</b>	<b>1,442</b>
<b>LNST của cổ đông Công ty mẹ</b>	<b>660</b>	<b>857</b>	<b>972</b>	<b>1,087</b>	<b>1,090</b>	<b>1,119</b>

Lưu chuyển tiền tệ (tỷ đồng)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐKD	829	2,172	1,699	2,672	2,738	2,839
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐĐT	(1,599)	(2,020)	(4,600)	(1,288)	(1,604)	(448)
Lưu chuyển tiền thuần từ HĐTC	583	359	2,082	(757)	(118)	(1,020)
Lưu chuyển tiền thuần trong kỳ	(188)	511	(818)	627	1,017	1,371
Tiền & tương đương tiền đầu kỳ	1,473	1,283	1,794	979	1,606	2,623
Tiền & tương đương tiền cuối kỳ	1,285	1,794	975	1,606	2,623	3,993

Một số chỉ số tài chính quan trọng	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Tăng trưởng</b>						
Doanh thu	1.05%	21.27%	5.62%	21.67%	3.16%	2.17%
Lợi nhuận sau thuế	0.49%	38.51%	5.68%	12.15%	11.61%	11.77%
Tổng tài sản	12.66%	14.08%	22.72%	3.60%	5.79%	0.79%
Tổng vốn chủ sở hữu	10.90%	15.09%	12.68%	12.07%	10.56%	9.99%
<b>Khả năng sinh lời</b>						
Tỷ suất lãi gộp	16.59%	18.29%	19.24%	20.29%	19.55%	18.80%
Tỷ suất EBIT	12.73%	13.64%	14.81%	15.75%	15.01%	14.26%
Tỷ suất EBITDA	25.20%	26.86%	28.98%	28.69%	28.80%	28.17%
Tỷ suất lãi ròng	11.19%	12.78%	12.78%	12.15%	11.61%	11.77%
ROA	7.08%	8.64%	7.70%	7.94%	7.47%	7.49%
ROE	12.60%	15.43%	14.33%	14.76%	13.07%	12.27%
<b>Khả năng thanh toán</b>						
Tỷ suất thanh toán hiện thời	1.98	2.06	1.86	2.01	2.20	2.55
Tỷ suất thanh toán nhanh	1.92	2.00	1.79	1.94	2.13	2.48
<b>Cấu trúc tài chính</b>						
Tổng nợ/Tổng tài sản	0.26	0.26	0.34	0.31	0.29	0.24
Tổng nợ/Vốn chủ sở hữu	0.47	0.46	0.66	0.56	0.50	0.37
Vay ngắn hạn/VCSH	0.11	0.14	0.15	0.12	0.12	0.11
Vay dài hạn/VCSH	0.35	0.32	0.50	0.44	0.38	0.26

(Nguồn: PHS dự phóng)

## Đảm bảo phân tích

Báo cáo được thực hiện bởi **Nguyễn Nam Sơn, Trưởng nhóm phân tích** và **Nguyễn Cửu Minh Danh, Chuyên viên phân tích** – Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng. Mỗi nhân viên phụ trách về phân tích, chiến lược hay nghiên cứu chịu trách nhiệm cho sự chuẩn bị và nội dung của tất cả các phần có trong bản báo cáo nghiên cứu này đảm bảo rằng, tất cả các ý kiến của những người phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đều phản ánh trung thực và chính xác ý kiến cá nhân của họ về những vấn đề trong bản báo cáo. Mỗi nhân viên phân tích, chiến lược hay nghiên cứu đảm bảo rằng họ không được hưởng bất cứ khoản chi trả nào trong quá khứ, hiện tại cũng như tương lai liên quan đến các khuyến cáo hay ý kiến thể hiện trong bản báo cáo này.

## Định nghĩa xếp loại

Mua = cao hơn thị trường nội địa trên 10%

Giữ = bằng thị trường nội địa với tỉ lệ từ +10%~ -10%

Bán = thấp hơn thị trường nội địa dưới 10%.

Không đánh giá = cổ phiếu không được xếp loại trong Phú Hưng hoặc chưa niêm yết.

Biểu hiện được xác định bằng tổng thu hồi trong 12 tháng (gồm cả cổ tức).

## Miễn trừ trách nhiệm

Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng không chịu trách nhiệm về sự hoàn chỉnh hay tính chính xác của báo cáo. Đây không phải là bản chào hàng hay sự nài khẩn mua của bất cứ cổ phiếu nào. Chứng khoán Phú Hưng và các chi nhánh và văn phòng và nhân viên của mình có thể có hoặc không có vị trí liên quan đến các cổ phiếu được nhắc tới ở đây. Chứng khoán Phú Hưng (hoặc chi nhánh) đôi khi có thể có đầu tư hoặc các dịch vụ khác hay thu hút đầu tư hoặc các hoạt động kinh doanh khác cho bất kỳ công ty nào được nhắc đến trong báo cáo này. Tất cả các ý kiến và dự đoán có trong báo cáo này được tạo thành từ các đánh giá của Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng vào ngày này và có thể thay đổi không cần báo trước.

### © Công ty Cổ phần Chứng khoán Phú Hưng

Tầng 21, Phú Mỹ Hưng Tower,  
8 Hoàng Văn Thái, Phường Tân Phú, Quận 7, Tp.HCM

**Điện thoại:** (84-28) 5 413 5479

**Customer Service:** 1900 25 23 58

**E-mail:** info@phs.vn / support@phs.vn

**Fax:** (84-28) 5 413 5472

**Call Center:** (84-28) 5 413 5488

**Web:** www.phs.vn

### PGD Phú Mỹ Hưng

Tòa nhà CR2-08,  
107 Tôn Dật Tiên, Phường Tân Phú, Quận 7,  
Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 5 413 5478

**Fax:** (+84-28) 5 413 5473

### Chi nhánh Quận 1

Phòng 1003A, Tầng 10, Tòa nhà Ruby  
81-83-83B-85 Hàm Nghi,  
Phường Nguyễn Thái Bình, Quận 1, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 535 6060

**Fax:** (+84-28) 3 535 2912

### Chi nhánh Quận 3

Tầng 4 và 5, D&D Tower,  
458 Nguyễn Thị Minh Khai, Phường 2, Quận  
3, Tp.HCM

**Điện thoại:** (+84-28) 3 820 8068

**Fax:** (+84-28) 3 820 8206

### Chi nhánh Tân Bình

Tòa nhà Park Legend,  
251 Hoàng Văn Thụ, Phường 2, Quận Tân  
Bình, Tp.HCM.

**Điện thoại:** (+84-28) 3 813 2401

**Fax:** (+84-28) 3 813 2415

### Chi nhánh Thanh Xuân

Tầng 5, Tòa nhà UDIC Complex,  
N04 Hoàng Đạo Thúy, Phường Trung Hòa,  
Quận Cầu Giấy, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 6 250 9999

**Fax:** (+84-24) 6 250 6666

### Chi nhánh Hà Nội

Tầng 5, Tòa nhà Vinafor,  
Số 127 Lò Đúc, Phường Đồng Mác, Quận  
Hai Bà Trưng, Hà Nội

**Phone:** (+84-24) 3 933 4566

**Fax:** (+84-24) 3 933 4820

### Chi nhánh Hải Phòng

Tầng 2, Tòa nhà Eliteco,  
18 Trần Hưng Đạo, Quận Hồng Bàng, Hải  
Phòng

**Phone:** (+84-22) 384 1810

**Fax:** (+84-22) 384 1801