

**Tổng CTCP Vận tải dầu khí - PVT**

**Trung lập**

**Định giá đã vào vùng hợp lý**

Giá mục tiêu (12T)

Công nghiệp | CẬP NHẬT

VND28.500

Consensus\*: Mua:7 Giữ:1 Bán:0

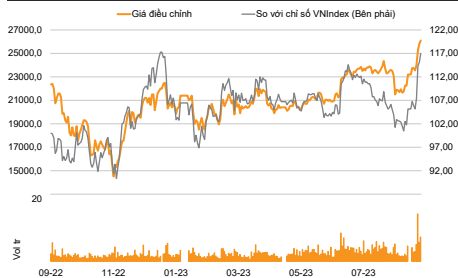
Giá mục tiêu / Consensus: 8,6%

**Thay đổi trọng yếu trong báo cáo**

➢ Nâng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 8,1%/1,8%/1,4%

Khuyến nghị cũ	Khả quan
Giá mục tiêu cũ	VND26.300
Giá thị trường	VND26.100
Cao nhất 52 tuần (VND)	26.100
Thấp nhất 52 tuần (VND)	14.500
GTGDBQ 3 tháng (tr VND)	89.557
Thị giá vốn (tỷ VND)	8.350
Free float	28%
Tỷ suất cổ tức	0,48%
P/E trượt (x)	8,64
P/B hiện tại (x)	1,41

**Diễn biến giá**



Nguồn: VND RESEARCH

**Cơ cấu sở hữu**

PVN	51,0%
PVCom Bank	5,0%
Khác	44,0%

Nguồn: VND RESEARCH

**Chuyên viên phân tích:**



**Nguyễn Ngọc Hải**

hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn

- Lợi nhuận (LN) ròng 6T23 tăng 36,5% svck lên 491 tỷ đồng nhờ giá cước cho thuê tàu tăng, hoàn thành 56,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.
- PVT đã và đang gạt hái được trái ngọt từ chiến lược trẻ hóa đội tàu trong bối cảnh giá cho thuê tàu chở dầu tăng cao trên toàn cầu.
- Hạ khuyến nghị xuống Trung lập do tiềm năng tăng giá còn hạn chế.

**LN 6T23 tăng tốc nhờ mảng vận tải xăng dầu tăng trưởng mạnh**

Doanh thu (DT) 6T23 giảm nhẹ 2,8% xuống 4.158 tỷ đồng do tác động trái chiều của DT vận tải tăng (+9,3% svck) nhưng DT thương mại & dịch vụ giảm mạnh (-42,4% svck). Tuy nhiên, LN gộp 6T23 tăng 11,7% svck lên 816,7 tỷ đồng nhờ biên LN gộp mảng vận tải xăng dầu tăng 2,7 điểm % nhờ đà tăng giá cước thuê tàu và đóng góp của các tàu mua mới. Ngoài ra, PVT ghi nhận LN ròng khác 103 tỷ đồng (+5,8 lần svck) từ thanh lý tàu chở dầu và thu nhập từ bồi thường trong 6T23. Kết quả, LN ròng 6T23 tăng 36,5% svck lên 491 tỷ đồng, hoàn thành 56,5% dự phóng cả năm của chúng tôi.

**Triển vọng TT vận tải dầu khí dường như sẽ vững chắc trong một vài năm tới**

Chúng tôi nhận thấy xu hướng vững chắc đối với cả phân khúc vận tải dầu thô và nhiên liệu với triển vọng tích cực trong một vài năm tới nhờ: (1) sự dịch chuyển dòng chảy thương mại sang các tuyến hải trình dài hơn sau lệnh cấm nhập khẩu của EU đối với dầu Nga và nhu cầu của Trung Quốc phục hồi sau khi mở cửa trở lại, và (2) tốc độ tăng trưởng đội tàu bị giới hạn do số lượng đơn đặt hàng ở mức thấp trong những năm gần đây, đặc biệt là đối với đội tàu chở nhiên liệu. Hơn nữa, các quy định mới về tiêu chuẩn khí thải dự kiến sẽ có tác động điều chỉnh hơn nữa đối với nguồn cung tàu chở dầu đang hoạt động.

**Triển vọng năm 2023-24: Tận hưởng môi trường giá cước cao**

Sự thay đổi không thể đảo ngược trong dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu sẽ giữ mặt bằng giá cước thuê tàu ở mức cao, tạo nên môi trường kinh doanh thuận lợi cho các DN vận tải dầu khí như PVT. Và với chiến lược tích cực trẻ hóa đội tàu (với tổng vốn đầu tư ~8.000 tỷ đồng trong 5 năm qua) đã mang lại trái ngọt cho PVT tại thời điểm này. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN cốt lõi của PVT (loại trừ LN khác từ việc thanh lý tàu cũ) sẽ tăng trưởng kép 13,5% trong năm 2023-24, được hỗ trợ bởi: (1) môi trường giá cước thuê tàu cao và (2) công suất đội tàu lớn hơn (tăng trưởng kép 12,5% trong năm 2023-24). Đối với KQKD báo cáo, chúng tôi dự báo LN ròng của PVT sẽ tăng trưởng kép với tốc độ thấp hơn là 6,6% trong năm 2023-24 chủ yếu do khoản LN bất thường từ việc thanh lý tàu cũ thấp hơn.

**Hạ khuyến nghị xuống Trung lập với giá mục tiêu cao hơn là 28.500 đồng**

Chúng tôi nâng giá mục tiêu thêm 8,4% lên 28.500 đồng nhờ: (1) tăng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 8,1%/1,8%/1,4% và (2) giảm giả định WACC do điều chỉnh giảm lãi suất phi rủi ro và phần bù rủi ro thị trường. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập vì chúng tôi cho rằng đợt tăng giá cổ phiếu gần đây đã phản ánh các yếu tố tích cực có thể thúc đẩy giá cổ phiếu. Rủi ro tăng giá là giá cước thuê tàu chở dầu cao hơn kỳ vọng và thu nhập bất thường từ việc thanh lý tàu cũ. Rủi ro giảm giá đến từ giá cước thuê tàu thấp hơn kỳ vọng và lãi suất cao hơn kỳ vọng.

Tổng quan tài chính (VND)	12-21A	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần (tỷ)	7.460	9.047	8.832	9.419
Tăng trưởng DT thuần	1,1%	21,3%	(2,4%)	6,6%
Biên lợi nhuận gộp	16,6%	18,3%	19,1%	18,3%
Biên EBITDA	28,3%	31,7%	33,5%	32,2%
LN ròng (tỷ)	660	857	940	974
Tăng trưởng LN ròng	(1,5%)	29,9%	9,6%	3,6%
Tăng trưởng LN cốt lõi	(1,5%)	29,9%	9,6%	3,6%
EPS cơ bản	2.038	2.649	2.904	3.009
EPS điều chỉnh	2.038	2.649	2.904	3.009
BVPS	16.051	18.546	21.070	23.446
ROAE	13,1%	15,3%	14,7%	13,5%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## Định giá đã vào vùng hợp lý

### Hạ khuyến nghị xuống Trung lập do tiềm năng tăng giá còn hạn chế

Chúng tôi nâng giá mục tiêu theo phương pháp DCF thêm 8,4% lên 28.500 đồng nhờ: (1) tăng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 8,1%/1,8%/1,4% và (2) giảm giả định WACC từ 14,6% xuống 13,3% để phản ánh lãi suất phi rủi ro thấp hơn (từ 4% xuống 3%) và phần bù rủi ro thị trường thấp hơn (từ 11% xuống 10%) nhờ CDS Việt Nam cải thiện so với đầu năm. Tuy nhiên, chúng tôi hạ khuyến nghị xuống Trung lập vì chúng tôi cho rằng đợt tăng giá cổ phiếu gần đây (+24,3% trong 3 tháng qua) đã phần nào phản ánh các yếu tố tích cực có thể thúc đẩy giá cổ phiếu.

### Rủi ro tăng giá và rủi ro giảm giá:

- Rủi ro tăng giá là giá cước thuê tàu chở dầu cao hơn kỳ vọng và thu nhập bất thường từ việc thanh lý tàu cũ.
- Rủi ro giảm giá đến từ giá cước thuê tàu thấp hơn kỳ vọng và lãi suất cao hơn kỳ vọng.

**Hình 1: Định giá theo phương pháp DCF**

Phương pháp DCF	
Giá trị hiện tại của dòng tiền tự do (tỷ đồng)	7.981
Giá trị hiện tại năm cuối mô hình (tỷ đồng)	2.452
Giá trị doanh nghiệp (tỷ đồng)	10.433
Cộng: Tiền và tương đương tiền (tỷ đồng)	4.500
Trừ: Nợ (tỷ đồng)	(3.691)
Trừ: Lợi ích cổ đông thiểu số (tỷ đồng)	(2.012)
Giá trị VCSH (tỷ đồng)	9.231
Số lượng cổ phiếu lưu hành (triệu)	324
Giá trị cổ phiếu (đồng)	28.522
<b>Giá mục tiêu (đồng)</b>	<b>28.500</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Hình 2: Định giá DCF – Tóm tắt dự phóng dòng tiền (FCF)**

Tỷ đồng	2023	2024	2025	2026	2030	2035	CAGR 2022-35
<b>Tổng doanh thu</b>	<b>8.832</b>	<b>9.419</b>	<b>9.696</b>	<b>10.064</b>	<b>11.301</b>	<b>12.378</b>	<b>2,4%</b>
% svck	-2,4%	6,6%	2,9%	3,8%	2,5%	1,5%	
GVHB & OPEX	(7.484)	(8.027)	(8.238)	(8.691)	(9.865)	(10.806)	
EBIT	1.348	1.393	1.458	1.373	1.436	1.572	
Biên LN hoạt động KD	15,3%	14,8%	15,0%	13,6%	12,7%	12,7%	
Thuế khã dụng	19,6%	19,6%	19,6%	20,0%	20,0%	20,0%	
EBIT x (1-mức thuế)	1.083	1.119	1.171	1.099	1.148	1.258	
+ Chi phí khấu hao	1.173	1.255	1.262	1.245	1.328	1.125	
% doanh thu	13,3%	13,3%	13,0%	12,4%	11,7%	9,1%	
- Capex	(2.208)	(1.413)	(970)	(805)	(834)	(826)	
% doanh thu	-25,0%	-15,0%	-10,0%	-8,0%	-7,4%	-6,7%	
+ Thay đổi vốn lưu động	106	(44)	(20)	(228)	(149)	(170)	
% doanh thu	1,2%	-0,5%	-0,2%	-2,3%	-1,3%	-1,4%	
Chi phí lãi vay và các hoạt động tài chính khác	171	140	171	101	107	118	
% doanh thu	1,9%	1,5%	1,8%	1,0%	1,0%	1,0%	
Dòng tiền tự do (UFCF)	325	1.057	1.616	1.411	1.601	1.505	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 3: Chi phí VCSH

Chi phí VCSH	
Lãi suất phi rủi ro	3,0%
Beta	1,4
Phần bù rủi ro thị trường	10,0%
<b>Chi phí VCSH</b>	<b>18,7%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 4: WACC và Tăng trưởng dài hạn

WACC và Tăng trưởng dài hạn	
VCSH	70%
Nợ	30%
Chi phí nợ	6,0%
Mức thuế	20,0%
<b>WACC</b>	<b>13,3%</b>
<b>Tăng trưởng dài hạn</b>	<b>1,0%</b>

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

Hình 5: So sánh các doanh nghiệp cùng ngành vận tải Dầu khí

Công ty	Mã CK	Khuyến nghị	Giá hiện tại	Giá mục tiêu	Vốn hóa	P/E (x)			Tăng trưởng EPS 3 năm	P/B (x)			ROE (%)			ROA (%)		
			Nội tệ	Nội tệ		tr.USD	TTM	2023		2024	Hiện tại	2023	2024	TTM	2023	2024	TTM	2023
VIPCO	VIP VN	KKN	12.100	N/A	34	N/A	N/A	N/A		0,7	N/A	N/A	30,8%	N/A	N/A	26,1%	N/A	N/A
VITACO	VTO VN	KKN	9.800	N/A	32	8,8	N/A	N/A		0,7	N/A	N/A	8,2%	N/A	N/A	5,2%	N/A	N/A
MISC Bhd	MISC MK	KKN	7,22	N/A	6.882	12,8	14,0	13,8		0,8	0,8	0,8	6,6%	0,8%	0,8%	3,9%	4,9%	5,1%
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	KKN	6,15	N/A	314	5,3	7,9	6,0		0,4	0,4	0,4	8,6%	0,4%	0,4%	4,8%	2,3%	2,6%
Shipping Corp of India Ltd	SCI IN	KKN	142	N/A	797	7,6	N/A	N/A		1,0	N/A	N/A	13,5%	N/A	N/A	7,8%	N/A	N/A
Great Eastern Shipping Co	GESCO IN	KKN	821	N/A	1.413	N/A	7,3	9,6		1,1	1,0	0,9	28,1%	1,0%	0,9%	17,7%	2,1%	N/A
<i>Trung bình</i>						8,6	9,7	9,8		0,8	0,8	0,7	16,0%	0,8%	0,7%	10,9%	3,1%	3,8%
<b>PVTrans</b>	<b>PVT VN</b>	<b>Trung lập</b>	<b>26.100</b>	<b>28.500</b>	<b>350</b>	<b>8,6</b>	<b>9,0</b>	<b>8,7</b>	<b>6,5%</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,7%</b>	<b>13,5%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>6,0%</b>

Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH (DỮ LIỆU NGÀY 13/09/2023)

## LN 6T23 tăng tốc nhờ mảng vận tải xăng dầu tăng trưởng mạnh

Hình 6: Tổng quan KQKD 6T23

Tỷ đồng	Q2/22	Q2/23	% svck	6T22	6T23	% svck	% sv. dự phóng 2023	Nhận định
<b>Doanh thu</b>	2.256,7	2.115,1	-6,3%	4.278,4	4.158,1	-2,8%	44,3%	Doanh thu 6T23 giảm nhẹ 2,8% svck xuống 4.158 tỷ đồng do tác động trái chiều của DT vận tải cao hơn nhưng DT FSO/FPSO và Thương mại & dịch vụ thấp hơn
Vận tải	1.705,3	1.809,8	6,1%	3.180,2	3.476,2	9,3%		DT vận tải tăng 9,3% svck nhờ: (1) giá cước cho thuê tàu chở dầu cao hơn theo sau đã tăng giá cước vận chuyển dầu thô và nhiên liệu trên toàn cầu và (2) sự đóng góp của các tàu mới đầu tư
FSO/FPSO	225,9	144,0	-36,2%	422,1	292,3	-30,8%		DT FSO/FPSO giảm 30,8% svck do hợp đồng O&M cho FPSO Lewek Emas kết thúc từ cuối năm 2022
Thương mại & Dịch vụ khác	325,5	161,3	-50,5%	676,1	389,6	-42,4%		
<b>LN Gộp</b>	<b>439,8</b>	<b>490,2</b>	<b>11,5%</b>	<b>731,3</b>	<b>816,7</b>	<b>11,7%</b>	<b>48,8%</b>	
Vận tải	340,7	420,9	23,5%	543,1	685,9	26,3%		
FSO/FPSO	63,7	43,9	-31,0%	125,8	95,3	-24,2%		
Thương mại & Dịch vụ khác	35,4	31,1	-12,3%	62,5	35,5	-43,2%		
<b>Biên LN gộp (%)</b>	<b>19,5%</b>	<b>23,2%</b>	<b>3,7 điểm%</b>	<b>17,1%</b>	<b>19,6%</b>	<b>2,5 điểm%</b>		Biên LN gộp 6T23 tăng 2,5 điểm % svck nhờ biên LN gộp mảng vận tải và mảng FSO/FPSO đều tăng
Vận tải	20,0%	23,3%	3,3 điểm%	17,1%	19,7%	2,7 điểm%		Biên LN gộp vận tải 6T23 tăng 2,7 điểm % svck nhờ giá cước thuê tàu tăng và sự đóng góp của các tàu mua mới
FSO/FPSO	28,2%	30,5%	2,3 điểm%	29,8%	32,6%	2,8 điểm%		
Thương mại & Dịch vụ khác	10,9%	19,3%	8,4 điểm%	9,2%	9,1%	-0,1 điểm%		
Chi phí bán hàng	2,4	2,8	15,7%	4,8	6,0	24,2%	44,9%	
Chi phí quản lý DN	108,6	100,9	-7,1%	160,5	157,9	-1,6%	45,2%	
EBIT	328,8	386,5	17,5%	566,0	652,8	15,3%		
LN thuần từ hoạt động tài chính	(31,0)	11,6	-137,3%	(43,5)	20,0	-146,0%		
Lợi nhuận khác	3,9	84,2	2066,4%	18,5	103,3	457,5%		PVT ghi nhận LN ròng khác 103 tỷ đồng (+5,8 lần svck) từ thanh lý tàu chở dầu và thu nhập từ bồi thường trong 6T23
LNTT	314,8	488,7	55,2%	554,1	789,3	42,5%	58,9%	
<b>LN ròng</b>	<b>207,1</b>	<b>309,1</b>	<b>49,3%</b>	<b>359,6</b>	<b>491,0</b>	<b>36,5%</b>	<b>56,5%</b>	Cao hơn so với kỳ vọng

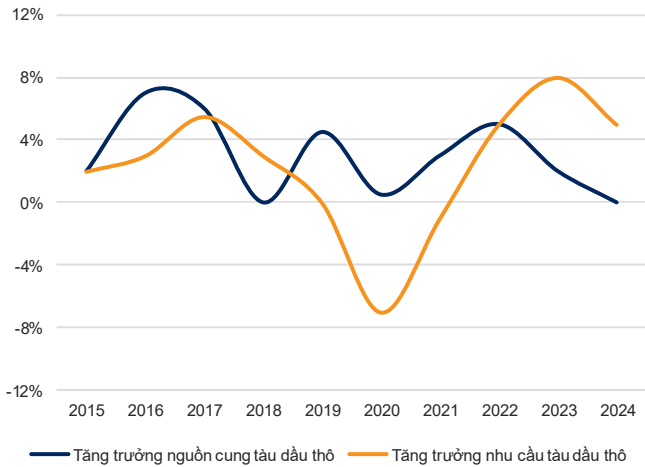
Nguồn: VNDIRECT RESEARCH, BÁO CÁO CÔNG TY

## Triển vọng năm 2023-24: Tận hưởng môi trường giá cước cao

### Triển vọng TT vận tải dầu khí dường như sẽ vững chắc trong vài năm tới

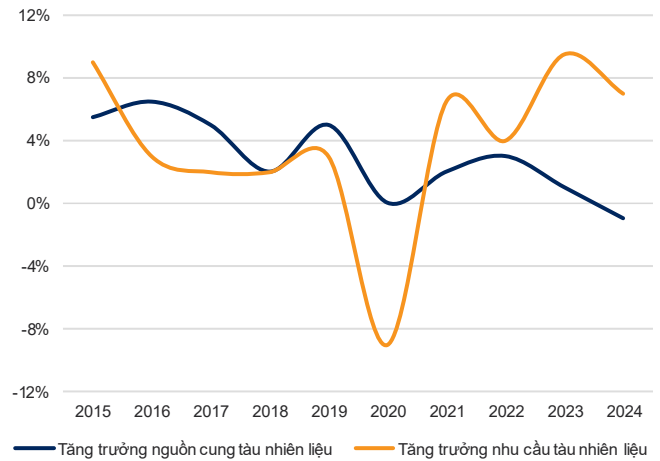
Chúng tôi nhận thấy xu hướng vững chắc đối với cả phân khúc vận tải dầu thô và nhiên liệu với triển vọng tích cực trong một vài năm tới nhờ: (1) sự dịch chuyển dòng chảy thương mại sang các tuyến hải trình dài hơn sau lệnh cấm nhập khẩu của EU đối với dầu Nga và nhu cầu của Trung Quốc phục hồi sau khi mở cửa trở lại, và (2) tốc độ tăng trưởng đội tàu bị giới hạn do số lượng đơn đặt hàng ở mức thấp trong những năm gần đây, đặc biệt là đối với đội tàu chở nhiên liệu. Hơn nữa, các quy định mới về tiêu chuẩn khí thải dự kiến sẽ có tác động điều chỉnh hơn nữa đối với nguồn cung tàu chở dầu đang hoạt động. Nhìn chung, sự thay đổi không thể đảo ngược trong dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu sẽ giữ mặt bằng giá cước thuê tàu ở mức cao, tạo nên môi trường kinh doanh thuận lợi cho các DN vận tải dầu khí như PVT.

**Hình 7: Cân bằng cung-cầu trên thị trường vận tải dầu thô**



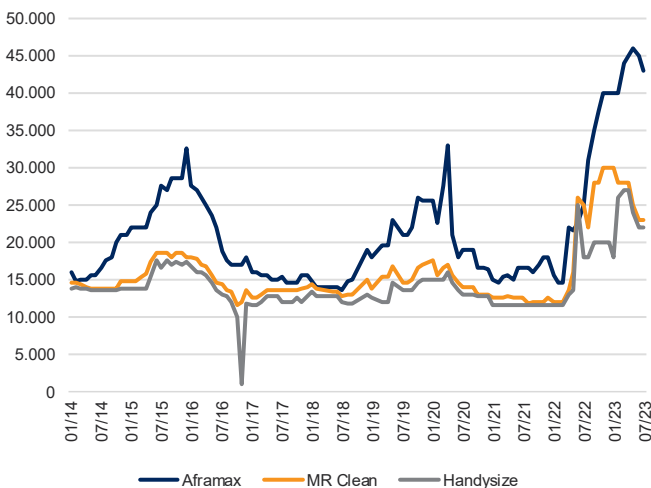
Nguồn: CLARKSONS, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 8: Cân bằng cung-cầu trên thị trường vận tải xăng dầu thành phẩm (nhiên liệu)**



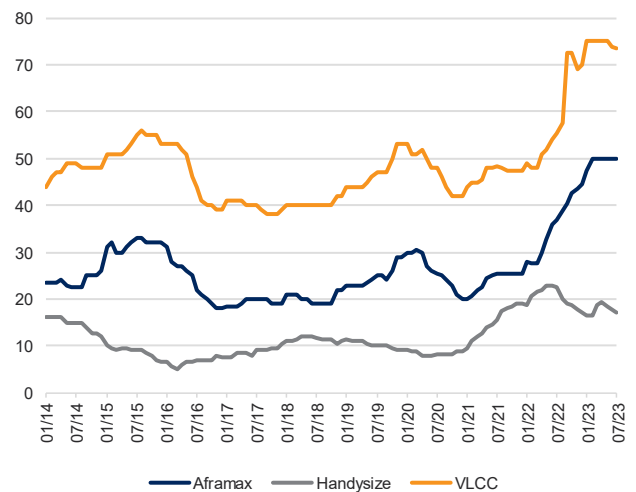
Nguồn: CLARKSONS, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 9: Giá cước thuê tàu định hạn sẽ duy trì ở mức cao do cuộc khủng hoảng Ukraine đã hiệu chỉnh lại dòng chảy thương mại năng lượng toàn cầu (USD/ngày)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**Hình 10: Giá tàu 10 năm tuổi đã tăng mạnh kể từ đầu năm 2022, có thể ảnh hưởng đến tiến độ mở rộng đội tàu của PVT (triệu USD)**



Nguồn: BLOOMBERG, VNDIRECT RESEARCH

**PVT sẽ tận hưởng môi trường giá cước cho thuê tàu cao với công suất đội tàu lớn hơn**

Chiến lược tích cực trẻ hóa đội tàu (với tổng vốn đầu tư ~8.000 tỷ đồng trong 5 năm qua) đã và đang mang lại trái ngọt cho PVT tại thời điểm này. Trong 8 tháng đầu năm 2023, PVT vẫn tiếp tục chiến lược mở rộng đội tàu với việc đầu tư thêm 5 tàu chở nhiên liệu có tổng công suất trên 130.000 DWT (trong đó có 2 tàu được đầu tư theo hình thức thuê mua tàu trần) và 1 tàu VLGC (~55.000 DWT). Hiện nay, PVT đang sở hữu và vận hành đội tàu gồm 45 tàu chở dầu thô, nhiên liệu/hóa chất, tàu chở hàng rời và tàu chở LPG với tổng công suất trên 1,2 triệu DWT. Do giá thuê định kỳ tàu chở dầu toàn cầu vẫn đang neo ở mức cao, PVT sẽ tiếp tục kiếm được mức giá cao hơn khi gia hạn hợp đồng cho thuê tàu, là tín hiệu tích cực đối với triển vọng của doanh nghiệp trong nửa cuối năm 2023 và xa hơn nữa. Nhìn chung, chúng tôi kỳ vọng LN cốt lõi của PVT

(loại trừ LN khác từ việc thanh lý tàu cũ) sẽ tăng trưởng kép 13,5% trong năm 2023-24, được hỗ trợ bởi: (1) môi trường giá cước thuê tàu cao và (2) công suất đội tàu lớn hơn (tăng trưởng kép 12,5% trong năm 2023-24).

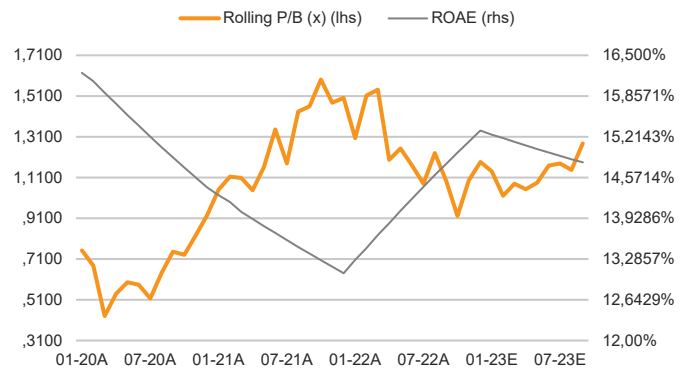
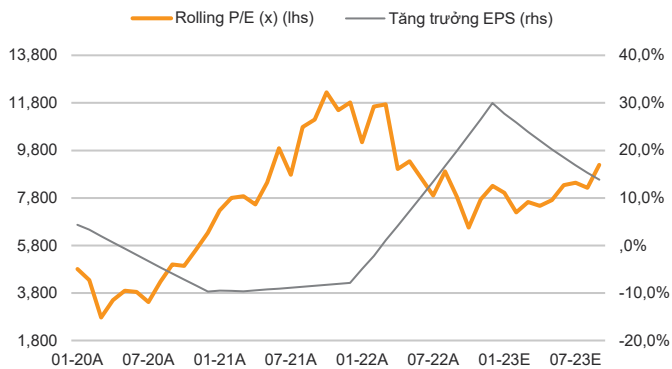
**Chúng tôi nâng dự phóng EPS năm 2023-25 lên 8,1%/1,8%/1,4%**

Hình 11: Thay đổi trong dự phóng KQKD năm 2023-25

Tỷ đồng	2023			2024			2025			Nhận định
	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	Cũ	Mới	%Δ	
<b>DT thuần</b>	<b>9.390</b>	<b>8.832</b>	<b>-5,9%</b>	<b>9.866</b>	<b>9.419</b>	<b>-4,5%</b>	<b>10.275</b>	<b>9.696</b>	<b>-5,6%</b>	
Vận tải	6.787	7.202	6,1%	7.201	7.814	8,5%	7.502	8.084	7,8%	Chúng tôi tăng dự phóng DT vận tải năm 2023-25 thêm 6,1%/8,5%/7,8% để phản ánh mảng vận tải nhiên liệu và LPG tích cực hơn nhờ đóng góp từ các tàu mua mới cũng như giá cước cho thuê tàu cao hơn khi gia hạn hợp đồng
FSO/FPSO	1.160	703	-39,4%	1.187	710	-40,2%	1.216	717	-41,0%	Chúng tôi cắt giảm DT FSO/FPSO để phản ánh việc chấm dứt hợp đồng O&M cho FPSO Lewek Emas từ cuối năm 2022
Thương mại & Dịch vụ	1.443	927	-35,8%	1.478	896	-39,4%	1.557	895	-42,5%	Điều chỉnh phù hợp với KQKD 6T23
<b>LN Gộp</b>	<b>1.675</b>	<b>1.689</b>	<b>0,9%</b>	<b>1.735</b>	<b>1.726</b>	<b>-0,5%</b>	<b>1.802</b>	<b>1.794</b>	<b>-0,4%</b>	
Vận tải	1.350	1.408	4,3%	1.401	1.454	3,8%	1.458	1.529	4,8%	
FSO/FPSO	282	203	-27,8%	288	205	-28,8%	295	207	-29,9%	
Thương mại & Dịch vụ	43	77	80,1%	45	67	47,2%	49	59	19,9%	
<i>Biên LN gộp</i>	<i>17,8%</i>	<i>19,1%</i>	<i>1,3 điểm%</i>	<i>17,6%</i>	<i>18,3%</i>	<i>0,7 điểm%</i>	<i>17,5%</i>	<i>18,5%</i>	<i>1,0 điểm%</i>	Chúng tôi nâng giả định biên LN gộp năm 2023-25 vì giả định giá cước thuê tàu chở nhiên liệu/LPG cao hơn sẽ thúc đẩy hiệu quả kinh doanh vận tải của PVT
Chi phí bán hàng	(13)	(13)	-5,9%	(14)	(13)	-4,5%	(15)	(14)	-5,6%	
Chi phí quản lý DN	(349)	(329)	-5,9%	(335)	(320)	-4,5%	(342)	(323)	-5,6%	
EBIT	1.312	1.348	2,8%	1.386	1.393	0,5%	1.445	1.458	0,9%	
LN thuần từ HĐTC	(45)	42	N/A	13	66	416,0%	50	95	91,7%	Chúng tôi tăng giả định LN tài chính thuần năm 2023-25 để phản ánh thu nhập từ tiền gửi cao hơn dự kiến trong 6T23. Chúng tôi cũng tin rằng thu nhập tài chính của PVT sẽ tốt hơn trong những năm tới khi công ty tích lũy được số dư tiền mặt cao hơn nhờ khả năng sinh lời tốt hơn trong giai đoạn hiện tại
LN khác	45	102	127,9%	47	45	-4,5%	49	46	-5,6%	Chúng tôi nâng giả định LN khác để phản ánh kết quả cao hơn kỳ vọng trong 6T23
LNTT	1.341	1.519	13,3%	1.476	1.533	3,8%	1.576	1.629	3,4%	
<b>LN ròng</b>	<b>869</b>	<b>940</b>	<b>8,1%</b>	<b>957</b>	<b>974</b>	<b>1,8%</b>	<b>1.021</b>	<b>1.035</b>	<b>1,4%</b>	
EPS (đồng)	2.686	2.904	8,1%	2.957	3.009	1,8%	3.155	3.198	1,4%	

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

**Định giá**



**Báo cáo KQ HKKD**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Doanh thu thuần	9.047	8.832	9.419
Giá vốn hàng bán	(7.392)	(7.143)	(7.693)
Chi phí quản lý DN	(408)	(329)	(320)
Chi phí bán hàng	(13)	(13)	(13)
<b>LN hoạt động thuần</b>	<b>1.235</b>	<b>1.348</b>	<b>1.393</b>
EBITDA thuần	2.430	2.521	2.647
<b>Chi phí khấu hao</b>	<b>(1.195)</b>	<b>(1.173)</b>	<b>(1.255)</b>
<b>LN HĐ trước thuế &amp; lãi vay</b>	<b>1.235</b>	<b>1.348</b>	<b>1.393</b>
Thu nhập lãi	221	357	338
Chi phí tài chính	(314)	(315)	(272)
Thu nhập ròng khác	288	102	45
TN từ các Cty LK & LD	28	27	29
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.457</b>	<b>1.519</b>	<b>1.533</b>
Thuế	(301)	(298)	(301)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(299)	(281)	(258)
<b>LN ròng</b>	<b>857</b>	<b>940</b>	<b>974</b>
Thu nhập trên vốn	857	940	974
Cổ tức phổ thông	(40)	(97)	(162)
<b>LN giữ lại</b>	<b>817</b>	<b>843</b>	<b>812</b>

**Bảng cân đối kế toán**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
Tiền và tương đương tiền	1.794	2.392	3.044
Đầu tư ngắn hạn	2.707	2.842	2.984
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.377	1.210	1.290
Hàng tồn kho	179	155	167
Các tài sản ngắn hạn khác	230	224	239
<b>Tổng tài sản ngắn hạn</b>	<b>6.286</b>	<b>6.823</b>	<b>7.724</b>
Tài sản cố định	7.260	8.295	8.454
Tổng đầu tư	334	338	343
Tài sản dài hạn khác	371	334	341
<b>Tổng tài sản</b>	<b>14.252</b>	<b>15.791</b>	<b>16.862</b>
Vay & nợ ngắn hạn	1.099	941	935
Phải trả người bán	812	727	775
Nợ ngắn hạn khác	1.144	1.117	1.191
<b>Tổng nợ ngắn hạn</b>	<b>3.055</b>	<b>2.784</b>	<b>2.901</b>
Vay & nợ dài hạn	2.591	3.360	3.341
Các khoản phải trả khác	591	591	591
Vốn điều lệ và	3.237	3.237	3.237
LN giữ lại	1.489	2.304	3.071
<b>Vốn chủ sở hữu</b>	<b>6.002</b>	<b>6.819</b>	<b>7.588</b>
Lợi ích cổ đông thiểu số	2.012	2.237	2.440
<b>Tổng nợ và vốn chủ sở hữu</b>	<b>14.252</b>	<b>15.791</b>	<b>16.862</b>

**Báo cáo LCTT**

(tỷVND)	12-22A	12-23E	12-24E
<b>LN trước thuế</b>	<b>1.457</b>	<b>1.519</b>	<b>1.533</b>
Khấu hao	1.195	1.173	1.255
Thuế đã nộp	(258)	(298)	(301)
Các khoản điều chỉnh khác	(301)	(237)	(216)
<b>Thay đổi VLD</b>	<b>78</b>	<b>106</b>	<b>(44)</b>
<b>LC tiền thuần HKKD</b>	<b>2.172</b>	<b>2.263</b>	<b>2.226</b>
Đầu tư TSCĐ	(1.661)	(2.208)	(1.413)
Thu từ TL, nhượng bán TSCĐ	389	0	0
Các khoản khác	(748)	31	24
Thay đổi tài sản dài hạn khác			
<b>LC tiền từ HĐĐT</b>	<b>(2.020)</b>	<b>(2.177)</b>	<b>(1.389)</b>
Thu từ PH CP, nhận góp VCSH	0	0	0
Trả vốn góp CSH, mua CP quỹ			
Tiền vay ròng nhận được	399	610	(24)
Dòng tiền từ HĐTC khác			
Cổ tức, LN đã trả cho CSH	(40)	(97)	(162)
<b>LC tiền thuần HĐTC</b>	<b>359</b>	<b>512</b>	<b>(186)</b>
Tiền & tương đương tiền đầu kì	1.283	1.794	2.392
<b>LC tiền thuần trong năm</b>	<b>510</b>	<b>598</b>	<b>652</b>
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1.794	2.392	3.044

**Các chỉ số cơ bản**

	12-22A	12-23E	12-24E
<b>Dupont</b>			
Biên LN ròng	9,5%	10,6%	10,3%
Vòng quay TS	0,68	0,59	0,58
ROAA	6,4%	6,3%	6,0%
Đòn bẩy tài chính	2,39	2,34	2,27
ROAE	15,3%	14,7%	13,5%
<b>Hiệu quả</b>			
Số ngày phải thu	55,5	50,0	50,1
Số ngày nắm giữ HTK	8,9	7,9	8,0
Số ngày phải trả tiền bán	40,1	37,1	36,9
Vòng quay TSCĐ	1,27	1,14	1,12
ROIC	7,3%	7,0%	6,8%
<b>Thanh khoản</b>			
Khả năng thanh toán ngắn hạn	2,1	2,5	2,7
Khả năng thanh toán nhanh	2,0	2,4	2,6
Khả năng thanh toán tiền mặt	1,5	1,9	2,1
Vòng quay tiền	24,3	20,8	21,2
<b>Chỉ số tăng trưởng (yoy)</b>			
Tăng trưởng DT thuần	21,3%	(2,4%)	6,6%
Tăng trưởng LN từ HKKD	30,0%	9,2%	3,3%
Tăng trưởng LN ròng	29,9%	9,6%	3,6%
Tăng trưởng EPS	29,9%	9,6%	3,6%

Nguồn: VNDIRECT RESEARCH

## HỆ THỐNG KHUYẾN NGHỊ CỦA VNDIRECT

### Khuyến nghị cổ phiếu

KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu từ 15% trở lên
TRUNG LẬP	Khả năng sinh lời của cổ phiếu nằm trong khoảng từ -10% đến 15%
KÉM KHẢ QUAN	Khả năng sinh lời của cổ phiếu thấp hơn -10%

Khuyến nghị đầu tư được đưa ra 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.

### Khuyến nghị ngành

TÍCH CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tích cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TRUNG TÍNH	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị trung bình, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền
TIÊU CỰC	Các cổ phiếu trong ngành có khuyến nghị tiêu cực, tính trên cơ sở vốn hóa thị trường gia quyền

## KHUYẾN CÁO

Báo cáo này được viết và phát hành bởi Khối Phân tích - Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT. Thông tin trình bày trong báo cáo dựa trên các nguồn được cho là đáng tin cậy vào thời điểm công bố. Các nguồn tin này bao gồm thông tin trên sàn giao dịch chứng khoán hoặc trên thị trường nơi cổ phiếu được phân tích niêm yết, thông tin trên báo cáo được công bố của công ty, thông tin được công bố rộng rãi khác và các thông tin theo nghiên cứu của chúng tôi. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về độ chính xác hay đầy đủ của những thông tin này.

Quan điểm, dự báo và những ước tính trong báo cáo này chỉ thể hiện ý kiến của tác giả tại thời điểm phát hành. Những quan điểm này không thể hiện quan điểm chung của VNDIRECT và có thể thay đổi mà không cần thông báo trước.

Báo cáo này chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin cho các nhà đầu tư của Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT tham khảo và không mang tính chất mời chào mua hay bán bất kỳ chứng khoán nào được thảo luận trong báo cáo này. Các nhà đầu tư nên có các nhận định độc lập về thông tin trong báo cáo này, xem xét các mục tiêu đầu tư cá nhân, tình hình tài chính và nhu cầu đầu tư của mình, tham khảo ý kiến tư vấn từ các chuyên gia về các vấn đề quy phạm pháp luật, tài chính, thuế và các khía cạnh khác trước khi tham gia vào bất kỳ giao dịch nào với cổ phiếu của (các) công ty được đề cập trong báo cáo này. VNDIRECT không chịu trách nhiệm về bất cứ kết quả nào phát sinh từ việc sử dụng nội dung của báo cáo dưới mọi hình thức. Bản báo cáo này là sản phẩm thuộc sở hữu của VNDIRECT, người sử dụng không được phép sao chép, chuyển giao, sửa đổi, đăng tải lên các phương tiện truyền thông mà không có sự đồng ý bằng văn bản của VNDIRECT.

### Barry Weisblatt – Giám đốc Phân tích

Email: [barry.weisblatt@vndirect.com.vn](mailto:barry.weisblatt@vndirect.com.vn)

### Nguyễn Ngọc Hải – Chuyên viên Phân tích cao cấp

Email: [hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn](mailto:hai.nguyennhoc2@vndirect.com.vn)

### Công ty Cổ phần Chứng khoán VNDIRECT

Số 1 Nguyễn Thượng Hiền – Quận Hai Bà Trưng – Hà Nội

Điện thoại: +84 2439724568

Email: [research@vndirect.com.vn](mailto:research@vndirect.com.vn)

Website: <https://vndirect.com.vn>