

KHUYẾN NGHỊ		MUA	CTCP VẬN TẢI VÀ TIẾP VẬN PHƯƠNG ĐÔNG VIỆT (UPCOM: PDV) – THIÊN THỜI ĐỊA LỢI NHÂN HÒA		
Giá hiện tại:	15,300	Ngày viết báo cáo:	08/11/2024	CƠ CẤU CỔ ĐÔNG LỚN	
Giá mục tiêu trước:	-	Cổ phiếu lưu hành (Triệu)	66	Tổng CTCP Dầu Khí PVTrans	55%
Giá mục tiêu mới:	18,400	Vốn hóa (tỷ VND)	1,011	CTTNHH Tân Long	25%
Tỷ suất cổ tức	5.2%	Thanh khoản BQ 30n (ngàn CP):	62.15K		
Tiềm năng tăng giá	+20%	Sở hữu nước ngoài	0		

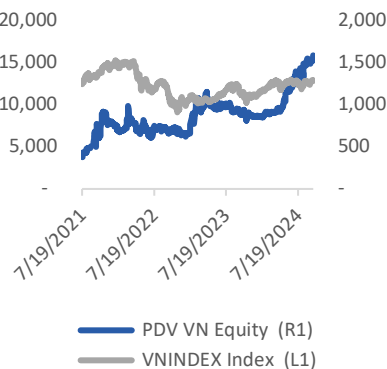
Bộ phận Research:

Trần Nguyên Tường Huy
(Ngành XNK – Cảng – Vận tải biển)
Huytnt@bsc.com.vn

QUAN ĐIỂM ĐỊNH GIÁ

BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu **PDV** với giá mục tiêu 1 năm = 18,400 VNĐ/CP (Upside +20% so với giá đóng cửa ngày 08/11/2024) dựa trên phương pháp định giá PE với giá mục tiêu là 7.36 lần – đây là mức PE +0.5 SD trong giai đoạn 2021-2024, do (1) phản ánh kỳ vọng mở rộng đội tàu hiệu quả trong bối cảnh giá cước thuận lợi, (2) kỳ vọng vào hiệu quả đầu tư tàu trong trung hạn.

Bảng so sánh giá CP và VN- Index



LUẬN ĐIỂM ĐẦU TƯ

1. KQKD giai đoạn 2024-2025 kỳ vọng tăng trưởng tích cực, trong bối cảnh giá cước neo cao:

- Năm 2024E: LNST ước +297%YoY nhờ mảng vận tải dầu TP/hoá chất dẫn dắt tăng trưởng** với (i) giá cước trung bình +14%YoY và (ii) không có lịch tàu lên dock trong năm – duy trì công suất hoạt động trên 90%. Ngoài ra, ghi nhận lợi nhuận 1 lần do [bán tàu Synergy](#) ~154 tỷ VND.
- Năm 2025F: LNST cốt lõi +18%YoY, nhờ tăng trưởng đội tàu hàng rời và tác động các hợp đồng ký mới giá tốt từ cuối năm 2024.** Cụ thể, công suất đội tàu hàng rời tăng +133% tổng trọng tải và 80% tàu đã ký hợp đồng vào cuối 2024 nhằm đảm bảo hoạt động ổn định.

2. Ban lãnh đạo của PDV sở hữu bề dày kinh nghiệm trong vận tải biển và đội ngũ thuyền viên chất lượng.

Bảng so sánh PE CP và VNindex



CẬP NHẬT KQKD Q3/2024: PDV ghi nhận DTT = 321.2 tỷ VNĐ (+4% yoy) và LNST = 166.9 tỷ VNĐ (+811% yoy), do **(1)** giá cước tàu dầu/hoá chất tiếp tục neo trên nền cao từ năm 2023, **(2)** thay đổi tỷ trọng các mảng kinh doanh hỗ trợ biên lợi nhuận, **(3)** ghi nhận khoản thu nhập 154 tỷ từ việc bán tàu Synergy.

PHÂN TÍCH KỊCH BẢN GIÁ CƯỚC LÊN ĐỊNH GIÁ CP: 3 kịch bản giá cước tương đương với EPS fw 2024/2025 = [1,846 ; 2,241 ; 2,691], ứng với giá mục tiêu lần lượt [15,400 ; 18,400 ; 21,700] upside [1% ; +20% ; +42%] so với giá đóng cửa ngày 07/11/2024

Catalyst: Kỳ vọng niêm yết trên sàn HOSE vào năm 2025

RỦI RO:

- Rủi ro từ giá cước đột ngột giảm mạnh, khiến KQKD thấp hơn kỳ vọng
- Hoạt động đầu tư tàu kém hiệu quả hơn dự tính, gây áp lực chi phí hoạt động của doanh nghiệp

	2023A	2024E	2025F	VN-Index
P/E (x)	8.1	4.0	6.6	13.9
P/B (x)	1.8	1.0	0.9	1.8
ROA (%)	5%	13%	12%	7%
ROE (%)	11%	25%	25%	14%

	2022A	2023A	2024E	2025F
Doanh thu thuần	973	1,077	1,454	1,646
Lợi nhuận gộp	222	140	256	322
LNST-CĐTS	125	64	254	154
EPS	4,570	1,987	3,732	2,328

I. CẬP NHẬT KQKD Q3/2024

KQKD (Tỷ đồng)	Q3/2023	Q3/2024	%YoY	9T/2023	9T/2024	%YoY
Doanh thu thuần	309	321	4%	674	1,025	52%
Dịch vụ vận tải	180	273	52%	532	807	52%
Thương mại + khác	129	48	-63%	143	218	52%
Lợi nhuận gộp	45	71	57%	107	194	80%
Dịch vụ vận tải	46	68	49%	105	192	82%
Thương mại + khác	-1	3	-603%	3	2	-16%
Doanh thu tài chính	4	9	132%	19	17	-15%
Chi phí tài chính	-20	-10	-50%	-36	-41	16%
Chi phí lãi vay	-12	-10	-20%	-27	-31	14%
SG&A	-11	-15	35%	-37	-45	23%
LN từ HĐKD	18	55	204%	54	124	128%
Thu nhập khác	5	154	3142%	10	155	1508%
LN trước thuế	23	209	815%	64	279	335%
LN sau thuế	18	167	811%	51	223	335%
LNST-CĐTS	18	167	811%	51	223	335%
Biên LN gộp	14.60%	22.00%	51%	15.94%	18.92%	18.69%
Dịch vụ vận tải	25.30%	24.70%	-2%	19.76%	23.74%	20.16%
Thương mại + khác	-0.50%	6.30%		1.75%	0.97%	-44.54%
Biên LNST sau lợi ích CĐTS	5.90%	52.00%	776%	8%	22%	185.92%

Nguồn: BSC tổng hợp

Kết thúc Q3/2024, PDV ghi nhận DTT = 321.2 tỷ VNĐ (+4% yoy) và LNST = 166.9 tỷ VNĐ (+811% yoy), do **(1)** giá cước tàu dầu/hoá chất neo trên nền cao từ năm 2023, **(2)** thay đổi tỷ trọng các mảng kinh doanh hỗ trợ biên lợi nhuận, **(3)** ghi nhận thu nhập từ bán tàu Synergy.

(1) Doanh thu +4%YoY nhờ HĐ Kinh doanh cốt lõi bù đắp cho doanh thu thương mại suy giảm (-63%YoY)

- **Giá cước vận tải biển tiếp tục duy trì ở mức cao**, tăng từ 14% - 16% yoy đối với tàu hoá chất và 34% - 42% yoy đối với tàu hàng rời. Do đó, các hợp đồng ký mới sẽ chốt tại vùng giá cước trung bình cao hơn cùng kì.
- **Đóng góp từ việc thuê bareboat tàu PVT Pearl từ T10/2023 và kịp thời khai thác tàu hàng rời PVT Topaz** ngay sau khi bán tàu PVT Synergy giúp DT mảng dịch vụ vận tải biển tăng +52% yoy.

(2) Biên lợi nhuận gộp cải thiện từ 14.6% lên 22.0% (tăng +7.4 điểm %) nhờ cơ cấu DT thay đổi rõ rệt. Trong đó, tỷ trọng DT mảng dịch vụ vận tải biển chiếm 82% tổng DT (cao hơn mức 50% trong Q3/2023) với biên hấp dẫn hơn nhờ giá cước thuận lợi và chi phí hoạt động tối ưu.

(3) LNST tăng hơn 8 lần svck do ghi nhận khoản lợi nhuận đột biến 154 tỷ VNĐ từ thương vụ bán tàu Synergy trong bối cảnh giá bán tàu dầu/hoá chất cũ đang ở mức cao. Nếu loại bỏ khoản thu nhập này, LNST cốt lõi đạt 43 tỷ VNĐ (+138% yoy).

Thông tin khác:

- PDV đã hoàn tất tăng vốn lên 660.9 tỷ VNĐ sau khi chào bán thêm 23 triệu cổ phiếu ra công chúng. Ngoài ra, công ty đang chuẩn bị phương án chuyển sàn trong Q4/2024 và sẽ nộp hồ sơ chính thức niêm yết trên Sở Giao dịch Chứng khoán TP.HCM (HOSE).

- Đầu tư thêm 1 tàu hàng rời Handysize và 1 tàu Supramax, dự kiến nhận bàn giao trong Q4/2024.

II. TRIỂN VỌNG VÀ ĐỊNH GIÁ 2024-2025

Chúng tôi xây dựng kỳ vọng KQKD năm 2024-2025 dựa trên hai giả định chính

Giả định 1: Giá cước tàu vận tải được kỳ vọng duy trì ở mức cao trong giai đoạn 2024-2025

2024E			2025F	
	Tàu dầu TP/hoá chất	Tàu hàng rời	Tàu dầu TP/hoá chất	Tàu hàng rời
% Giá cước TC trung bình	+14%	+34%	-5%	-10%
Các tàu dự kiến tái ký hợp đồng	PVT Saturn, PVT Jupiter	PVT Diamond, PVT Pearl, PVT Topaz	PVT Flora, PVT Venus, PVT Neptune	
% Giá cước TB của PDV	+10%	+4%	+4%	-8%
Quan điểm	Triển vọng 2024: Sự mất cân bằng giữa cung-cầu vận tải biển tiếp tục là động lực khiến giá cước tăng cao trong năm 2024 do (1) nút thắt cảng thẳng Biển Đỏ chưa thể tháo gỡ khiến nhu cầu tấn-dậm tăng cao, (2) lượng đơn đặt hàng tàu đóng mới ở mức thấp từ năm 2022 trong khi các tàu mới khó có thể giao được trước năm 2025.		Triển vọng 2025: Mặc dù, bối cảnh tình hình địa chính trị tiếp tục diễn biến phức tạp và nhu cầu vận tải ổn định, nhưng nguồn cung phân khúc tàu dầu TP/hoá chất cỡ nhỏ và tàu hàng rời có dấu hiệu tăng nhẹ ~2% đến 4% yoy (theo BIMCO và Danish Finance Shipping).	

Nguồn: BSC tổng hợp, BIMCO, Danish Shipping & PDV

Giả định 2: Chiến lược mở rộng đội tàu vẫn là động lực tăng trưởng chính trong dài hạn

Trong giai đoạn từ năm 2017 đến nay, PDV liên tục triển khai hoạt động đầu tư và thuê tàu mới, nhằm **(1)** nắm bắt cơ hội khai thác hiệu quả, bất chấp bối cảnh giá cước biến động, nhằm đảm bảo hiệu quả kinh tế (với *CAGR DT 2017-2024 ~7%* nhưng *CAGR lợi nhuận gộp 2017-2024 ~20%*) và **(2)** đầu tư mua/bán tàu với giá cả hợp lý.

Chúng tôi cho rằng cơ sở của thành quả này đến từ:

- Kinh nghiệm dày dặn của ban lãnh đạo (trên 10 năm kinh nghiệm) trong lĩnh vực kinh doanh vận tải biển trong nước và quốc tế
- Sở hữu trung tâm thuyền viên phụ trách đào tạo và cung ứng nhân sự chất lượng và giàu kinh nghiệm
- Tận dụng lợi thế là đơn vị thành viên hàng đầu của PVT, giúp PDV khẳng định uy tín trên thị trường quốc tế thông qua việc tham gia trong Pool Womar, nhằm đảm bảo hiệu suất hoạt động tốt hơn nhiều so với phương thức tự khai thác truyền thống
- Ngoài ra, PDV thận trọng trong chiến lược mua tàu mới nhằm đảm bảo hiệu quả khai thác trong dài hạn (đảm bảo **IRR của dự án không thấp hơn 8.5%**)

Do đó, trong kịch bản cơ sở chúng tôi cho rằng PDV chỉ tiến hành đầu tư 3 tàu mới là [PVT Topaz](#) (đã nhận bàn giao vào ngày 4/9/2024), [PVT Coral](#) & PVT Opal (dự kiến nhận bàn giao cuối Q4/2024).

Lịch sử đội tàu	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
	PVT Saturn		PVT Synergy	PVT Venus	PVT Diamond	PVT Flora	PVT Jupiter	PVT Topaz
Tăng (+)			PVT Neptune				PVT Pearl	PVT Opal
								PVT Coral
Giảm (-)				PV Oil Venus	PV Oil Jupiter			PVT Synergy

Phuong Dong
Viet

Tổng trọng tải	40,164	40,164	66,347	79,496	125,917	128,071	205,903	250,094
----------------	--------	--------	--------	--------	---------	---------	---------	---------

Nguồn: BSC tổng hợp

Dự phóng KQKD 2024-2025

Triển vọng 2024: mảng vận tải dầu TP/hoá chất dẫn dắt tăng trưởng và ghi nhận doanh thu một lần từ bán tàu

9M2024: DTT và LNST lần lượt tăng +52% YoY và +335% YoY nhờ **(1)** giá cước T/C tàu dầu TP/hoá chất và tàu hàng rời lần lượt tăng +14% YoY và +34% YoY, **(2)** đóng góp của 2 tàu mới năm 2023 nâng tổng trọng tải đội tàu +38%YoY, **(3)** chỉ có 2 tàu lên dock bảo dưỡng – so với 5 tàu trong năm ngoái. **(3)** Ngoài ra, ghi nhận khoản thu nhập 1 lần từ việc bán tàu Synergy = 154 tỷ VND.

Chúng tôi duy trì quan điểm tích cực trong Q4.2024 nhờ **(1)** bối cảnh căng thẳng Biển Đỏ chưa có dấu hiệu hạ nhiệt, **(2)** chỉ có 1 tàu dầu hoá chất hết hạn hợp đồng,

Triển vọng 2025: tăng trưởng đội tàu hàng rời và tác động các hợp đồng ký mới giá tốt từ cuối năm 2024 bù đắp cho mức giảm của mảng vận tải dầu TP/hoá chất khi bán tàu Synergy

(1) Mảng vận tải hàng rời được hưởng lợi từ việc chốt giá cước tốt vào cuối năm 2024, bù đắp phần mức suy giảm doanh thu từ bán tàu Synergy. Doanh thu tàu hàng rời tăng trưởng 79% nhờ đóng góp của 3 tàu hàng rời mới đi vào khai thác cuối trong 2H2024, tương ứng +133% tổng trọng tải đội tàu hàng.

(2) Biên lợi nhuận hoạt động +2 điểm % so với cùng kì nhờ nguyên vật liệu đầu vào bao gồm giá dầu giảm và không có tàu lên dock trong 2025 – giảm chi phí OPEX.

Mặt khác, BSC cho rằng rủi ro biến động giá cước sẽ tác động đáng kể đến kỳ vọng KQKD và định giá của PDV, trong bối cảnh tình hình địa chính trị bất ổn. Do đó chúng tôi xây dựng các kịch bản như sau:

	2024E	2025F		
		Tiêu cực	Cơ sở	Lạc quan
Giá cước tàu dầu TP/hoá chất (%YoY) *		-10%	-5%	0%
Giá cước tàu hàng rời (%YoY)*		-20%	-10%	0%

* Giả định giá cước theo diễn biến thị trường, không phải là giá cước đã kí TB trong năm của PDV

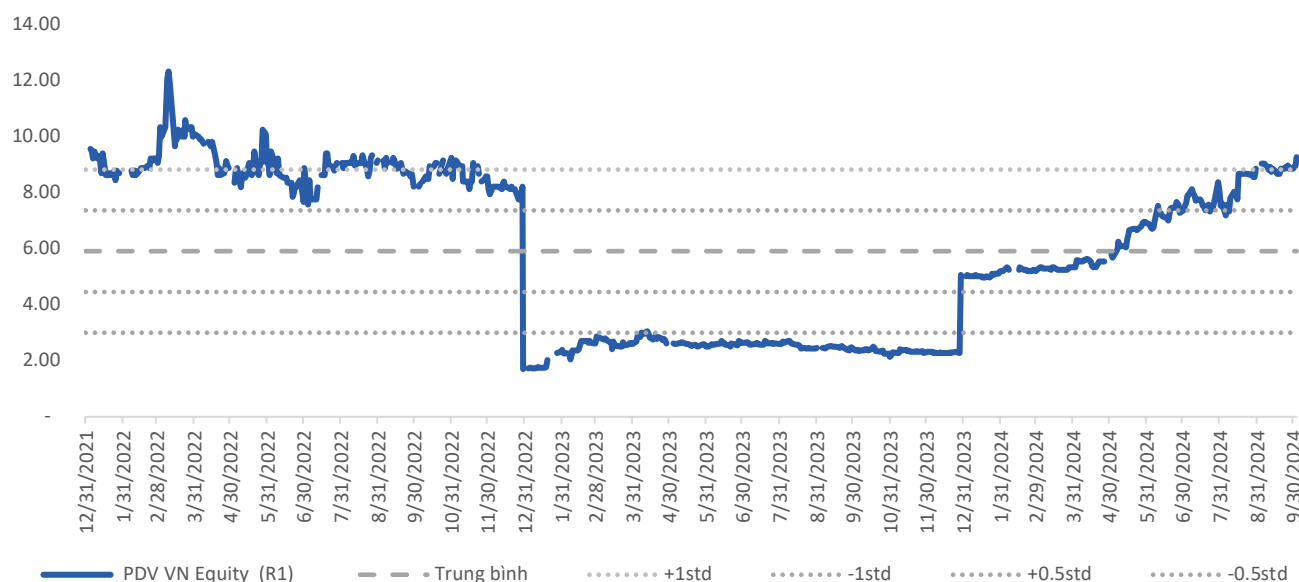
Doanh thu thuần	1,454	1,552	1,646	1,739
Vận tải	1,144	1,241	1,335	1,428
Thương mại + khác	310	311	311	311
Lợi nhuận gộp	256	275	322	368
%Biên LNG	18%	18%	20%	21%
Chi phí QLDN	(58)	(79)	(79)	(79)
Doanh thu tài chính	20	26	26	26
Chi phí tài chính	(54)	(73)	(73)	(73)
Lợi nhuận trước thuế	318	149	195	242
Lợi nhuận sau thuế	254	119	154	194
Lợi nhuận sau thuế cốt lõi	131	119	154	194
%YoY	104%	-9%	18%	48%
%Biên LNST	9%	8%	9%	11%
EPS HĐKD Cốt lõi	1,980	1,801	2,328	2,929
EPS LN 1 lần	1,864			

EPS FW 2024/2025		1,846	2,241	2,691
PE mục tiêu	7.36			
Giá mục tiêu		15,400	18,400	21,700
Giá hiện tại	15,300			
Upside		1%	20%	42%
Khuyến nghị		THEO DÕI	MUA	MUA
Giá hiện tại	15,300			
P/E		8.49	6.57	5.22

Nguồn: BSC tổng hợp

Theo đó, BSC đưa ra khuyến nghị **MUA** cổ phiếu PDV với **giá mục tiêu 1 năm = 18,400 VNĐ/CP** (Upside +20% so với giá đóng cửa ngày 08/11/2024) dựa trên phương pháp định giá PE với giá mục tiêu là 7.36 lần – đây là mức PE +0.5 SD trong giai đoạn 2021-2024, do (1) phản ánh kỳ vọng mở rộng đội tàu hiệu quả trong bối cảnh giá cước thuận lợi, (2) kỳ vọng vào hiệu quả đầu tư tàu trong trung hạn.

Hình 15: Định giá PE lịch sử giai đoạn 2021-2024- PDV



Nguồn: FiinPro, BSC tổng hợp

PHỤ LỤC

KQKD (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	LCTT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F
Doanh thu thuần	973	1,077	1,454	1,646	(Lỗ)/LNTT	158	80	318	192
Giá vốn hàng bán	(751)	(936)	(1,198)	(1,324)	Khấu hao và phân bổ	56	76	20	181
Lợi nhuận gộp	222	140	256	322	Thay đổi vốn lưu động	(86)	(147)	(151)	(23)
Chi phí QLDN	(65)	(53)	(58)	(82)	Điều chỉnh khác	12	28	46	64
Lãi/lỗ HDKD	158	88	198	239	LCTT từ HDKD	140	37	233	414
Doanh thu tài chính	13	23	20	26	Tiền chi mua TSCĐ	(0)	(449)	(1,040)	0
Chi phí tài chính	(28)	(45)	(54)	(73)	Đầu tư khác	(66)	129	154	0
Chi phí lãi vay	(17)	(35)	(46)	(64)	LCTT từ HĐĐT	(66)	(320)	(886)	0
Lợi nhuận từ CTLD/LK	0	0	0	0	Tiền chi trả cổ tức	(19)	(25)	(43)	(66)
Thu nhập khác	14	15	154	0	Tiền từ vay ròng	(62)	237	507	(172)
LN trước thuế	158	80	318	192	Tiền thu khác	0	120	230	0
Thuế thu nhập DN	(32)	(16)	(64)	(39)	LCTT từ HĐTC	(81)	332	694	(238)
LN sau thuế	125	64	254	154	Dòng tiền đầu kỳ	57	50	99	140
LNST-CĐTS	125	64	254	154	Tiền trong kỳ	(7)	49	41	176
EPS (vnd/cp)	4,570	1,987	3,844	2,328	Dòng tiền cuối kỳ	50	99	140	316

CĐKT (Tỷ đồng)	2022	2023	2024	2025F	Chỉ số (%)	2022	2023	2024	2025F
Tiền và tương đương tiền	50	99	140	316	Khả năng thanh toán				
Đầu tư ngắn hạn	196	81	81	81	Hố TT ngắn hạn	1.68	1.32	1.63	2.26
Phải thu ngắn hạn	110	78	94	127	Hố TT nhanh	1.45	0.97	1.20	1.80
Hàng tồn kho	17	23	20	26					
TS ngắn hạn khác	38	70	95	107	Cơ cấu vốn				
TS ngắn hạn	412	352	430	657	Hố Nợ/TTS	1.94	1.83	1.80	2.01
Phải thu dài hạn	0	15	0	0	Hố Nợ/VCSH	1.06	1.21	1.19	0.99
TSCĐ nguyên giá	587	1,035	1,862	1,862					
Khấu hao	(155)	(232)	(252)	(432)	Năng lực hoạt động				
TSĐT nguyên giá	0	0	0	0	Số ngày HTK	7	8	8	8
Khấu hao	(0)	(0)	(0)	(0)	Số ngày phải thu ngắn hạn	47	32	32	32
TS dở dang dài hạn	6	0	0	0					
TS dài hạn khác	72	156	156	156	Tỉ suất lợi nhuận				
TS dài hạn	510	960	1,767	1,586	Lợi nhuận gộp	23%	13%	18%	20%
Tổng TS	921	1,311	2,197	2,168	Lợi nhuận LNST	13%	6%	17%	9%
Nợ phải trả	95	101	98	126	ROE	28%	11%	25%	14%
Vay ngắn hạn	60	83	83	83	ROA	14%	5%	12%	7%
Nợ ngắn hạn khác	90	82	82	82					
Tổng Nợ ngắn hạn	245	266	263	291	Tăng trưởng				
Vay dài hạn	229	450	958	786	Tăng trưởng DTT	18%	11%	35%	13%
Nợ dài hạn khác	0	0	0	0	Tăng trưởng EBIT	288%	-34%	215%	-30%
Tổng Nợ dài hạn	229	450	958	786	Tăng trưởng LNTT	416%	-49%	297%	-39%
Tổng Nợ phải trả	475	717	1,221	1,077	Tăng trưởng EPS	372%	-57%	93%	-39%
Vốn góp	311	431	661	661					
Lãi chưa phân phối	125	66	254	253	Định giá				
Tổng VCSH	447	594	1,029	1,091	P/E	3.3	7.6	4.0	6.6
Tổng nguồn vốn	921	1,311	2,197	2,168	P/B	2.2	1.7	1.0	0.9

KHUYẾN CÁO SỬ DỤNG

Bản báo cáo này của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC), chỉ cung cấp những thông tin chung và phân tích về doanh nghiệp. Báo cáo này không được xây dựng để cung cấp theo yêu cầu của bất kỳ tổ chức hay cá nhân riêng lẻ nào hoặc các quyết định mua bán, nắm giữ chứng khoán. Nhà đầu tư chỉ nên sử dụng các thông tin, phân tích, bình luận của Bản báo cáo như là nguồn tham khảo trước khi đưa ra những quyết định đầu tư cho riêng mình. Mọi thông tin, nhận định và dự báo và quan điểm trong báo cáo này được dựa trên những nguồn dữ liệu đáng tin cậy. Tuy nhiên Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC) không đảm bảo rằng các nguồn thông tin này là hoàn toàn chính xác và không chịu bất kỳ một trách nhiệm nào đối với tính chính xác của những thông tin được đề cập đến trong báo cáo này, cũng như không chịu trách nhiệm về những thiệt hại đối với việc sử dụng toàn bộ hay một phần nội dung của bản báo cáo này. Mọi quan điểm cũng như nhận định được đề cập trong báo cáo này dựa trên sự cân nhắc cẩn trọng, công minh và hợp lý nhất trong hiện tại. Tuy nhiên những quan điểm, nhận định này có thể thay đổi mà không cần báo trước. Bản báo cáo này có bản quyền và là tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV (BSC). Mọi hành vi sao chép, sửa đổi, in ấn mà không có sự đồng ý của BSC đều trái luật. Bất kỳ nội dung nào của tài liệu này cũng không được (i) sao chụp hay nhân bản ở bất kỳ hình thức hay phương thức nào hoặc (ii) được cung cấp nếu không được sự chấp thuận của Công ty Cổ phần Chứng khoán BIDV.

BSC Trụ sở chính

Tầng 8&9 Tòa nhà Thái Holdings
210 Trần Quang Khải, Hoàn Kiếm, Hà Nội
Tel: +84439352722
Fax: +84422200669

BSC Chi nhánh Hồ Chí Minh

Tầng 9 Tòa nhà 146 Nguyễn Công Trứ
Quận 1, Tp. Hồ Chí Minh
Tel: +84838218885
Fax: +84838218510

<https://www.bsc.com.vn>

<https://www.facebook.com/BIDVSecurities>

Bloomberg: RESP BSCV <GO>

