

## Ngành Vận tải

Báo cáo cập nhật

Tháng 02, 2025

Mã giao dịch: PVT

Reuters: PVT.HM

Bloomberg: PVT VN

## Duy trì đà tăng trưởng trong năm 2025

Khuyến nghị **NEUTRAL**

Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **29.200**

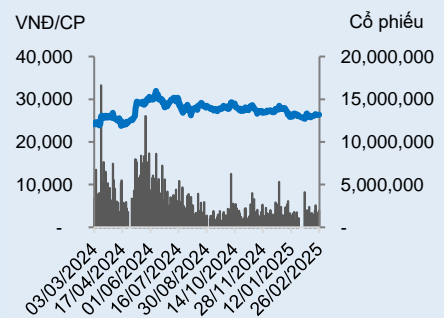
Giá thị trường (26/02/2025) **26.350**

Lợi nhuận kỳ vọng **+10,8%**

### THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	23.696-31.951
Vốn hóa	9.381 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	356.012.638
KLGD bình quân 10 ngày	1.684.836
% sở hữu nước ngoài	12,41%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	300
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	1,1%
Beta	1,13

### BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
PVT	-5,7%	0,0%	-1,7%	-5,7%
VN-Index	2,6%	3,4%	4,9%	2,1%

Chuyên viên phân tích

**Nguyễn Viết Dân**

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

**Cập nhật kết quả kinh doanh năm 2024.** Doanh thu năm 2024 đạt 11.812 tỷ đồng (+24% YoY), LNST-CĐTTS đạt 1.095 tỷ đồng (+12,6% YoY). Tính riêng quý 4, doanh thu PVT đạt 3.348 tỷ đồng (+18,6% YoY), LNST-CĐTTS đạt 210 tỷ (-7,2% YoY), chủ yếu do chi phí SG&A và chi phí tài chính tăng lần lượt là 22,9% và 27,7% YoY. Doanh thu tăng trưởng chủ yếu đến từ việc khai thác 8 tàu mới trong năm 2024 trong bối cảnh giá cước tương đối thuận lợi. Biên lợi nhuận gộp hợp nhất của PVT đạt 20,7% với mảng vận tải ghi nhận mức 23,7% (so với năm 2023 là 20%).

**Năm 2025, Doanh thu và LNST-CĐTTS cốt lõi kỳ vọng đạt 12.844 tỷ đồng (+8,7% YoY) và 1.019 tỷ (+7,1% YoY).** BVSC kỳ vọng doanh thu mảng vận tải nội địa ghi nhận tăng trưởng là 14% YoY, đóng góp chủ yếu từ việc nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động ổn định. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng quốc tế sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2025 với các giả định:

- **Giá cước hạ nhiệt.** Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển tàu chở dầu, cả về tàu dầu thô và dầu sản phẩm, sẽ điều chỉnh giảm lần lượt là 3% và 10% YoY trong năm 2025. Nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu tonne-miles đã hạ nhiệt cũng như nguồn cung tàu cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng giá cước giai đoạn 2025–2028 sẽ duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019-2022, nhờ vào các yếu tố thay đổi mang tính cơ cấu của ngành Vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu.
- **Đóng góp từ việc mở rộng đội tàu.** Năm 2024, PVT đã mở rộng số lượng tàu mới tăng thêm 8 tàu và dự kiến sẽ hoạt động toàn bộ trong năm 2025, giúp cho tổng công suất tăng +30% YoY. Chúng tôi kỳ vọng năm 2025 PVT sẽ đầu tư mới 4 tàu, gồm 3 tàu chở dầu sản phẩm/hóa chất (45.000–55.000 DWT) và 1 tàu hàng rời (25.000–75.000 DWT).

**Định giá và khuyến nghị.** Chúng tôi hạ mức giá mục tiêu xuống mức **29.200 đồng/cp** từ mức 31.800 đồng/cp trong báo cáo chiến lược 2025, chủ yếu do triển vọng giá cước kém thuận lợi trong năm 2025 cũng như LNST của PVT năm 2024 thấp hơn kỳ vọng. PVT vẫn là cổ phiếu tiềm năng nhờ vị thế đầu ngành với số lượng tàu và công suất vận chuyển số một tại Việt Nam, lợi thế cạnh tranh về mặt OPEX trên trường quốc tế và chiến lược trẻ hóa đội tàu cùng với dòng tiền lành mạnh sẽ giúp doanh nghiệp duy trì lợi thế cạnh tranh trong các năm tới. PVT hiện giao dịch ở mức P/E là 9,6x (2025F) so với trung bình 5 năm là 9,6x và P/E mục tiêu của BVSC là 9,0x.

**Rủi ro.** Giá cước thuê tàu thấp hơn dự phóng, chi phí sửa chữa cao hơn dự phóng ảnh hưởng đến biên lợi nhuận gộp.

### Tổng quan kết quả kinh doanh năm 2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023	2024	% yoy	Diễn giải
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.556</b>	<b>11.812</b>	<b>23,6%</b>	
Dịch vụ vận tải	7.667	9.193	19,9%	Tăng trưởng đến từ tất cả các mảng, bao gồm vận tải dầu thô, dầu sản phẩm, LPG và tàu hàng rời do giá cước thuận lợi, cộng với việc đóng góp từ việc khai thác 8 tàu mới trong năm 2024.
Dịch vụ hàng hải dầu khí, thương mại và dịch vụ khác	1.889	2.619	38,7%	Tăng trưởng chủ yếu đến từ hoạt động thương mại.
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>1.838</b>	<b>2.445</b>	<b>33,0%</b>	
Thu nhập tài chính	371	309	-16,7%	Do lãi suất tiền gửi thấp hơn.
Chi phí tài chính	466	576	23,6%	Dư nợ cao hơn đến từ hoạt động vay tài trợ cho việc đầu tư tàu mới.
Thu nhập khác ròng	202	182	-10,0%	Trong quý 3/2024, PVT đã thanh lý 1 tàu dầu sản phẩm (PVT Synergy) thu được 153 tỷ.
<b>LNTT</b>	<b>1.549</b>	<b>1.871</b>	<b>20,8%</b>	
LNST-CĐTS	972	1.095	12,6%	
<b>LNST-CĐTS cốt lõi</b>	<b>828</b>	<b>952</b>	<b>15,0%</b>	
<b>Biên gộp chung</b>	<b>19,2%</b>	<b>20,7%</b>		
Dịch vụ vận tải	20,3%	23,1%		
Dầu thô	35,9%	33,3%		Biên gộp bị ảnh hưởng chủ yếu từ hoạt động khai thác nội địa. Trong quý 2/2024, nhà máy lọc dầu Dung Quất bảo dưỡng gây ảnh hưởng sản lượng vận tải của PVT trong nước.
Dầu sản phẩm/hóa chất	17,1%	22,6%		Biên gộp tăng mạnh nhờ giá cước tăng và duy trì ở mức cao trong năm 2024, với giá cước trung bình tàu MR và LR tăng lần lượt là 3,4% và 4,4% YoY.
LPG	17,5%	22,2%		Giá cước thị trường quốc tế đi ngang, biên gộp cải thiện nhờ (1) số lượng tàu lên đà sửa chữa ít hơn; và (2) không phát sinh chi phí thuê ngoài 1 tàu LPG để khai thác như năm 2023.
Hàng rời	1,0%	11,5%		
FSO/FPSO	14,7%	12,3%		

Nguồn: BVSC, PVT

### Dự phóng kết quả kinh doanh

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	Diễn giải
<b>Doanh thu</b>	<b>11.812</b>	<b>12.844</b>	<b>13.231</b>	
% YoY	23,6%	8,7%	3,0%	
Dịch vụ vận tải	9.193	10.029	10.427	- Năm 2025, BVSC kỳ vọng doanh thu mảng vận tải nội địa và quốc tế đều ghi nhận sự tăng trưởng, lần lượt là 14% và 6,7% YoY. Việc nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động ổn định sẽ giúp doanh thu mảng nội địa tăng trưởng. Đối với mảng quốc tế, BVSC cho rằng giá cước sẽ điều chỉnh giảm so với 2024, tuy nhiên, doanh thu được thúc đẩy từ việc mở rộng đội tàu. - Năm 2026, BVSC ước tính mảng doanh thu nội địa sẽ đi ngang 1% YoY với giả định các nhà máy lọc dầu hoạt động ổn định. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng vận tải quốc tế tăng 5,8% YoY do (1) giá cước điều chỉnh giảm trung bình khoảng 0-5% YoY trong bối cảnh nhu cầu tonne-miles hạ nhiệt cũng như nguồn cung tàu tăng trưởng trở lại; và (2) PVT hạn chế mở rộng đội tàu so với giai đoạn 2023–2025.
% YoY	19,9%	9,1%	4,0%	
Dịch vụ hàng hải dầu khí, thương mại và dịch vụ khác	2.619	2.816	2.805	
% YoY	38,7%	7,5%	-0,4%	
<b>Lợi nhuận gộp</b>	<b>2.445</b>	<b>2.522</b>	<b>2.582</b>	
% YoY	33,0%	3,2%	2,4%	

## Báo cáo cập nhật PVT

Chi phí SG&A	-505	-554	-588	
Doanh thu tài chính	309	184	187	
Chi phí tài chính	-576	-454	-401	
Thu nhập khác ròng	182	5	150	Theo chia sẻ từ PVT, năm 2025, PVT sẽ không có hoạt động thanh lý tàu. Năm 2026, PVT dự định thanh lý 3 tàu.
LNTT	1.871	1.737	1.968	
<b>LNST-CĐTTS</b>	<b>1.095</b>	<b>1.023</b>	<b>1.222</b>	
LNST-CĐTTS đã loại trừ khoản thu nhập từ việc thanh lý tàu	952	1.019	1.104	
<b>Biên lợi nhuận gộp</b>	<b>20,7%</b>	<b>19,6%</b>	<b>19,5%</b>	Biên lợi nhuận gộp điều chỉnh giảm trong năm 2025 và 2026 chủ yếu do (1) giả định giá cước tàu điều chỉnh giảm tương đối và vẫn duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019-2022; và (2) Chi phí khấu hao tăng.

### Dự phóng doanh thu và lợi nhuận gộp của mảng vận tải

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	% YoY
<b>Vận tải dầu thô</b>			
Doanh thu	1.655	1.857	12,2%
Lợi nhuận gộp	552	586	6,3%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>33,3%</i>	<i>31,6%</i>	
<b>Vận tải dầu sản phẩm/hóa chất</b>			
Doanh thu	4.137	4.501	8,8%
Lợi nhuận gộp	933	922	-1,3%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22,6%</i>	<i>20,5%</i>	
<b>Vận tải LPG</b>			
Doanh thu	2.298	2.347	2,1%
Lợi nhuận gộp	509	508	
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>22,2%</i>	<i>21,6%</i>	
<b>Vận tải hàng rời</b>			
Doanh thu	1.103	1.324	20,0%
Lợi nhuận gộp	127	153	-0,3%
<i>Biên lợi nhuận gộp</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,5%</i>	
<b>Tổng doanh thu mảng vận tải</b>	<b>11.812</b>	<b>12.844</b>	<b>8,7%</b>
Nội địa	3.226	3.678	14,0%
Quốc tế	5.967	6.351	6,4%
<b>Tổng lợi nhuận gộp</b>	<b>2.445</b>	<b>2.522</b>	<b>3,2%</b>
<b><i>Biên lợi nhuận gộp</i></b>	<b><i>20,7%</i></b>	<b><i>19,6%</i></b>	

Nguồn: PVT, BVSC dự báo

Năm 2025, BVSC kỳ vọng doanh thu mảng vận tải nội địa ghi nhận tăng trưởng là 14% YoY, đóng góp chủ yếu từ việc nhà máy lọc dầu Dung Quất hoạt động ổn định. Các mảng vận tải nội địa khác vẫn duy trì ổn định. Chúng tôi kỳ vọng doanh thu mảng quốc tế sẽ tăng trưởng chậm lại trong năm 2025 trong bối cảnh:

- **Giá cước TC hạ nhiệt**

- ✓ Chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển tàu chở dầu, cả về tàu dầu thô và dầu sản phẩm, sẽ điều chỉnh giảm lần lượt là 3% và 10% YoY trong năm 2025. Nguyên nhân chủ yếu do nhu cầu tonne-miles đã hạ nhiệt cũng như nguồn cung tàu cải thiện. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng giá cước giai đoạn 2025–2028 sẽ duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn

2019-2022, nhờ vào các yếu tố thay đổi mang tính cơ cấu của ngành Vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu.

- ✓ Giá cước vận tải tàu hàng rời ổn định trong năm 2025, khi các tuyến vận chuyển qua Biển Đỏ và Kênh đào Panama phục hồi trở lại, nhu cầu tonne-miles dự kiến sẽ rút ngắn. Thêm vào đó, nguồn cung tàu dự kiến sẽ tăng nhanh hơn cầu khiến cho giá cước vận tải dự kiến ổn định.
- ✓ Đối với mảng vận tải LPG, BVSC kỳ vọng giá cước vận tải tàu LPG duy trì ở mức tốt ở phân khúc tàu VLGC.

▪ **Đóng góp từ việc mở rộng đội tàu**

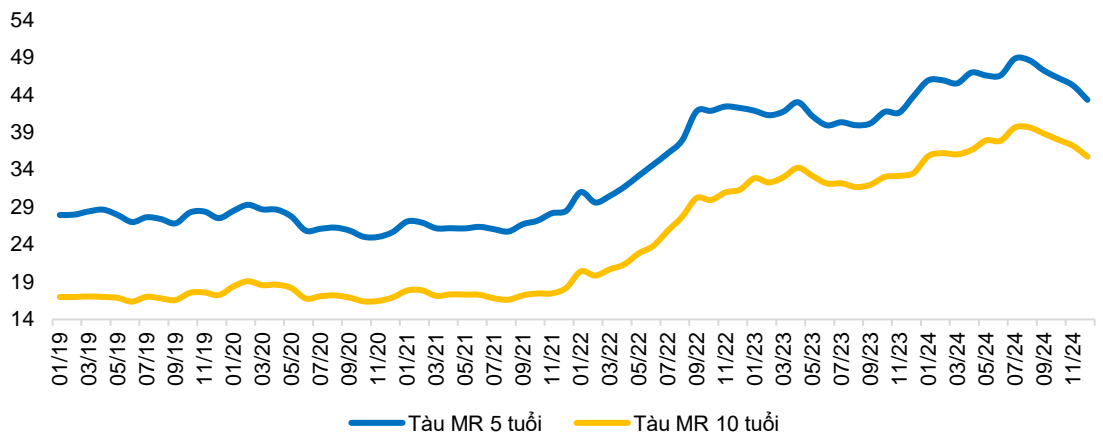
- ✓ Năm 2024, PVT đã mở rộng số lượng tàu mới tăng thêm 8 tàu và dự kiến sẽ hoạt động toàn bộ trong năm 2025, giúp cho tổng công suất tăng +30% YoY.
- ✓ Chúng tôi kỳ vọng năm 2025, dựa theo chia sẻ từ PVT, chúng tôi cho rằng PVT sẽ đầu tư mới 4 tàu, gồm 3 tàu chở dầu sản phẩm/hóa chất (45.000–55.000 DWT) và 1 tàu hàng rời (25.000–75.000 DWT).

**Chúng tôi kỳ vọng biên lợi nhuận của mảng vận tải là 19,6%, giảm nhẹ từ mức 20,7% do** (1) giả định giá cước tàu điều chỉnh giảm tương đối và vẫn duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019-2022; và (2) Chi phí khấu hao tăng.

**Kế hoạch đầu tư tàu giai đoạn 2025-2029**

Giai đoạn 2023–2025, PVT đã đẩy mạnh việc mở rộng đội tàu với CAPEX lần lượt là hơn 4.161 tỷ và 3.876 tỷ, trong đó, PVT đã đẩy mạnh đầu tư 5 tàu chở dầu hóa chất, 1 tàu VLGC vận tải dầu thô và 1 tàu hàng rời. Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo PVT, trong tương lai công ty sẽ tập trung phát triển mảng tàu chở dầu/hóa chất vì đây là mảng hoạt động ổn định và có tiềm năng tăng trưởng, do đó, chúng tôi kỳ vọng PVT sẽ tập trung mở rộng đội tàu chở dầu/sản phẩm hóa chất trong giai đoạn 2025-2029. Hiện tại, giá tàu dầu sản phẩm sau khi đạt đỉnh trong năm 2024, giá tàu có xu hướng giảm nhẹ nhưng vẫn duy trì ở mức cao so với giai đoạn trước năm 2021. Do đó, chúng tôi dự phóng CAPEX cho 2025 ở mức 81 triệu USD với việc đầu tư 3 tàu chở dầu/hóa chất và 1 tàu hàng rời.

**Giá tàu chở dầu thành phẩm MR cũ loại 5 tuổi và 10 tuổi**  
(Đơn vị: triệu USD)



**Chi tiết kế hoạch đầu tư tàu giai đoạn 2024-2028:**

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
Tàu chở dầu/hóa chất	3 tàu Công suất: 20-50 nghìn DWT	3 tàu Công suất: 20 nghìn DWT	2 tàu Công suất: 20 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 20 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 20 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 20 nghìn DWT
Tàu hàng rời	4 tàu Công suất: 35-60 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 60 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 60 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 60 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 60 nghìn DWT	1 tàu Công suất: 60 nghìn DWT
Tàu LPG Coaster	1 tàu Công suất: 5 nghìn DWT					
<b>Tổng cộng CAPEX (triệu USD)</b>	149	81	63	42	42	42
<b>Tổng cộng CAPEX (tỷ đồng)</b>	3.876	2.112	1.643	1.095	1.095	1.095

**Định giá**

Chúng tôi sử dụng kết hợp phương pháp định giá DCF bên cạnh phương pháp PE nhằm xác định giá mục tiêu cho PVT. Giá hợp lý theo hai phương pháp là **29.200 đồng/cp**.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Mục tiêu	EPS 2025F	Giá trị
DCF (WACC = 13%)	36.197	40%			14.479
P/E	24.576	60%	9,0x	2.731	14.745
<b>Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)</b>					<b>29.200</b>

**Phương pháp định giá DCF**

Chúng tôi xác định giá hợp lý theo phương pháp DCF là 36.197 đồng/cp với ước tính LNST-CĐTS tăng trưởng 6% giai đoạn 2024-2029F, đến từ (1) giá cước sẽ duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019-2022, nhờ vào các yếu tố thay đổi mang tính cơ cấu của ngành vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu; và (2) lợi thế cạnh tranh về mặt OPEX trên trường quốc tế và chiến lược trẻ hóa đội tàu sẽ giúp PVT hoạt động hiệu quả và tiết giảm chi phí.

**Phương pháp định giá P/E**

Chúng tôi áp dụng P/E mục tiêu là 9,0x, là mức trung vị của các doanh nghiệp vận tải trong khu vực và trong nước. Trung bình P/E 5 năm của PVT là 9,6x.

**So sánh các công ty cùng ngành trong khu vực**

Tên công ty	Bloomberg Ticker	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (triệu USD)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/EBITDA	P/B (x)	ROE (%)
<b>Trung vị</b>		<b>228</b>	<b>272</b>	<b>15,5</b>	<b>17,2</b>	<b>22,2</b>	<b>9,9</b>	<b>6,6</b>	<b>0,8</b>	<b>6,6</b>
Petrovietnam Transportation	PVT VN	367	471	16,8	38,6	20,7	8,6	4,0	1,2	15,1
Soechi Lines Tbk Pt	SOCI IJ	65	164	9,6	13,2	22,7	5,1	5,2	0,2	3,3
Maybulk Bhd	MBC MK	71	21	-22,9	0,9	11,1	81,7	14,7	0,7	0,8
Kss Line Ltd	044450 KS	144	379	28,9	12,7	21,6	10,0	6,6	0,5	4,5
Heung-A Shipping Co Ltd	003280 KS	312	134	34,1	21,2	25,9	11,7	14,0	2,3	21,9
Cosco Shipping Energy Tran-H	1138 HK	6.589	3.152	14,2	555,4	29,6	9,8		0,8	8,6

**So sánh các công ty cùng ngành trong nước**

Tên công ty	Bloomberg Ticker	Vốn hóa (triệu USD)	Doanh thu (triệu USD)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (triệu USD)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/EBITDA	P/B (x)	ROE (%)
<b>Trung vị</b>		<b>74</b>	<b>134</b>	<b>11,7</b>	<b>4,2</b>	<b>19,5</b>	<b>9,9</b>	<b>2,0</b>	<b>1,2</b>	<b>12,8</b>
Petrovietnam Transportation	PVT VN	367	471	16,8	38,6	20,7	8,6	4,0	1,2	15,1
Viet Nam Ocean Shipping Jsc	VOS VN	93	223	58,9	0,8	2,3	7,1	2,7	1,2	18,3
Vietnam Tanker Jsc	VTO VN	54	45	6,6	4,4	18,4	20,2	1,3	1,2	10,5
Vietnam Petroleum Transport	VIP VN	44	23	-1,7	4,0	21,3	11,3	0,5	0,9	5,2

**Khuyến nghị**

PVT vẫn là cổ phiếu yêu thích của BVSC nhờ vị thế đầu ngành với số lượng tàu và công suất vận chuyển số một tại Việt Nam, lợi thế cạnh tranh về mặt OPEX trên trường quốc tế và chiến lược trẻ hóa đội tàu cùng với dòng tiền lành mạnh sẽ giúp doanh nghiệp duy trì lợi thế cạnh tranh trong các năm tới. Tuy nhiên, chúng tôi hạ mức giá mục tiêu xuống mức **29.200 đồng/cp** từ mức 31.800 đồng/cp trong báo cáo chiến lược 2025, chủ yếu do triển vọng giá cước kém thuận lợi trong năm 2025 cũng như LNST của PVT năm 2024 thấp hơn kỳ vọng.

## Nhận định thị trường

### Giá cước vận tải tàu chở dầu dự kiến hạ nhiệt vào năm 2025 do cân bằng cung-cầu

**Giá cước cho thuê định hạn tàu dầu thô, tàu dầu sản phẩm/hóa chất sẽ duy trì ở mức cao trong bối cảnh nguồn cung tàu hạn chế và tăng nhu cầu vận chuyển tonne-miles.**

Nguồn cung tàu dự kiến sẽ dồi dào hơn trong năm 2025 so với mức thấp của năm 2024. Theo Clarkson Research, nguồn cung đội tàu chở dầu thô và dầu sản phẩm ước tính lần lượt tăng 1,1% và 5,5% vào năm 2025.

Về nhu cầu vận tải biển, chúng tôi cho rằng việc gián đoạn chuỗi cung ứng toàn cầu sẽ tiếp diễn trong ngắn và trung hạn.

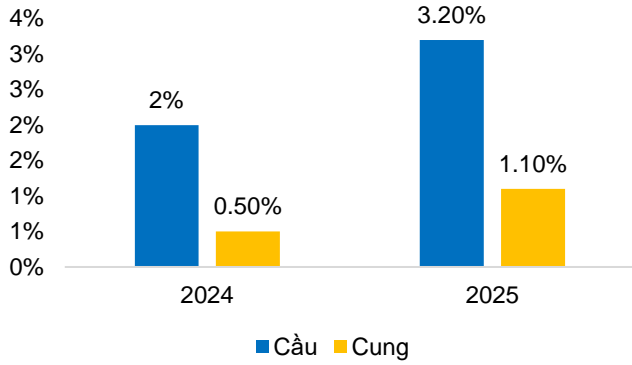
Trong phân khúc vận chuyển dầu thô, chiến tranh Nga – Ukraine đã gây ra ảnh hưởng nghiêm trọng trong chuỗi cung ứng, với các lệnh cấm nhập khẩu dầu thô vận chuyển bằng đường biển kể từ Nga bởi châu Âu vào năm 2022 khiến cho quãng đường vận chuyển dài hơn. Cuộc khủng hoảng Biển Đỏ đang tiếp diễn (chủ yếu ảnh hưởng đến tàu chở sản phẩm) làm cho tàu đi từ châu Á sang Mỹ thì phải đi vòng qua Mũi Hảo Vọng.

Với những yếu tố tác động trên, trung bình 9 tháng đầu năm 2024, giá cước vận tải dầu sản phẩm đại diện là chỉ số theo dõi giá cước tàu Handy, MR đã tăng lần lượt 16% và 9%. Trong khi đó, giá cước vận tải dầu thô với đại diện là chỉ số cước tàu Suezmax và Aframax cũng ghi nhận mức tăng 4% và 7% YoY. Tuy nhiên, giá cước tàu dầu đã có dấu hiệu điều chỉnh trong quý 3/2024, trung bình giá cước tàu dầu thô và dầu sản phẩm đã giảm lần lượt là 5,4% và 5,3% QoQ. Trong năm 2025, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận chuyển tàu chở dầu, cả về tàu dầu thô và dầu sản phẩm, sẽ điều chỉnh giảm do nhu cầu tonne-miles đã hạ nhiệt cũng như nguồn cung tàu cải thiện.

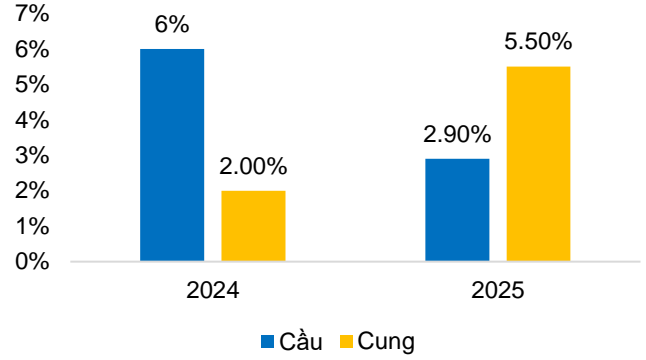
Mặc dù có những biến động nhất định nhưng giá cước vẫn đang ở mức cao so với giai đoạn 2019-2022. Tuy nhiên, chúng tôi vẫn kỳ vọng giá cước giai đoạn 2025–2028 sẽ duy trì ở mức cao hơn so với giai đoạn 2019-2022, nhờ vào các yếu tố thay đổi mang tính cơ cấu của ngành Vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu (chiến tranh Nga - Ukraine, khủng hoảng Biển Đỏ).

Thêm vào đó, năm 2025 dự kiến sẽ là một năm có nhiều biến số, với nhu cầu tiêu thụ dầu dự báo giảm (bởi IEA và OPEC+) và chính sách Trump 2.0 dự kiến sẽ tác động lớn đến ngành Vận tải dầu khí. Một số tác động cần theo dõi gồm: (1) Chính sách năng lượng ảnh hưởng đến sản lượng dầu của Hoa Kỳ (tăng sản lượng dầu thô dưới thời chính phủ Trump). Điều này phần nào sẽ gây áp lực giảm lên giá dầu, tuy nhiên, sản lượng cao hơn của Hoa Kỳ sẽ thúc đẩy các chuyến đi dài hơn về phía đông hướng tới Trung Quốc, đây là một yếu tố tích cực đối với nhu cầu tonne-miles; và (2) Tình hình địa chính trị bao gồm chiến tranh Nga - Ukraine và căng thẳng Trung Đông nếu được tháo gỡ, cộng với việc hạn chế cắt giảm sản lượng của OPEC+, sẽ làm giảm nhu cầu tonne-miles.

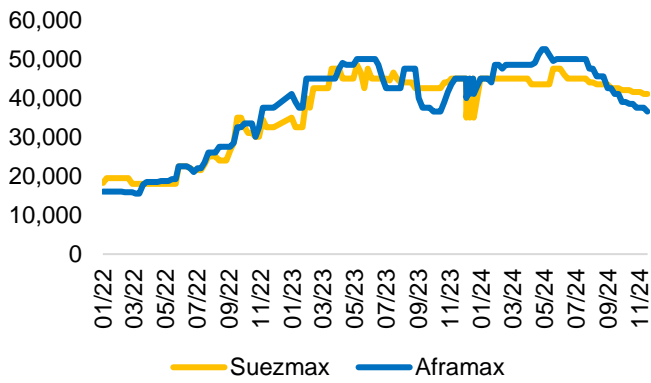
**Nguồn cung/cầu dự phóng của tàu dầu thô**



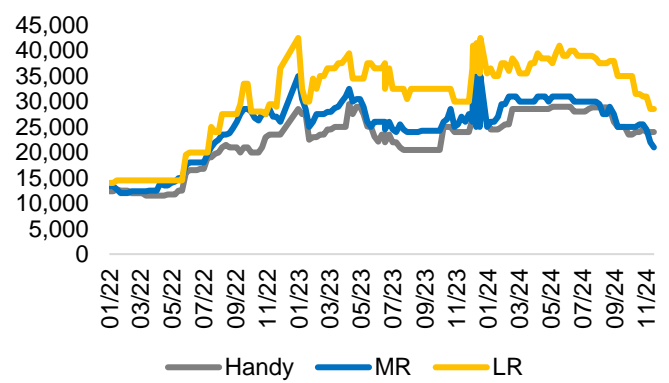
**Nguồn cung/cầu dự phóng của tàu dầu sản phẩm**



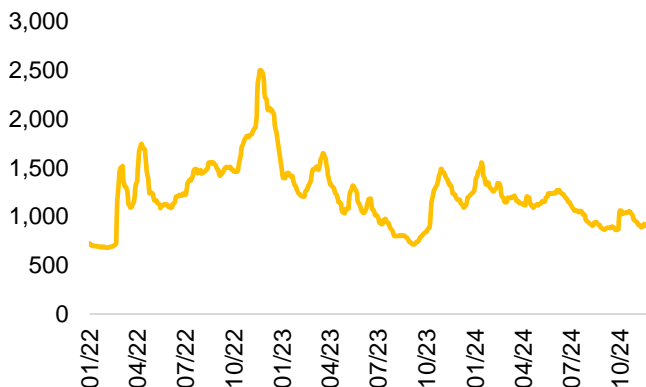
**Giá thuê định hạn tàu dầu thô 1 năm (Đvt: USD)**



**Giá thuê định hạn tàu dầu sản phẩm 1 năm (Đvt: USD)**



**Chỉ số BDTI theo dõi giá cước tàu dầu thô**



**Chỉ số BCTI theo dõi giá cước tàu dầu sản phẩm**



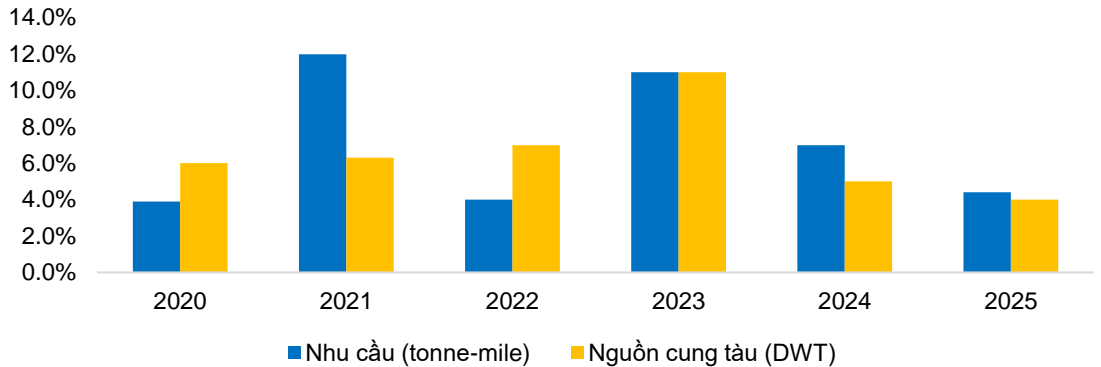
Nguồn: BIMCO, BVSC tổng hợp



**Giá cước vận tải tàu LPG duy trì ở mức tốt ở phân khúc tàu VLGC**

Năm 2025, thị trường tàu chở LPG có thể tiếp tục duy trì ổn định. Nhu cầu LPG theo tonne-miles có thể đạt ~4,4%, trong khi tăng trưởng nguồn cung có thể giảm xuống còn 4%. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cước tàu chở dầu sẽ đi ngang trong năm 2025.

**Tăng trưởng cung/cầu tàu LPG 2020-2025F**



Phân khúc (Đvt: USD/ngày)	Q3-24 to date	%QoQ	Q2-24	%QoQ	%YoY
Coaster – East	7.726	0	7.726	1,0%	2,2%
Coaster – West	9.534	4,6%	9117	0,8%	3,1%
VLGC	49.974	-9,0%	54.943	2,5%	23,6%

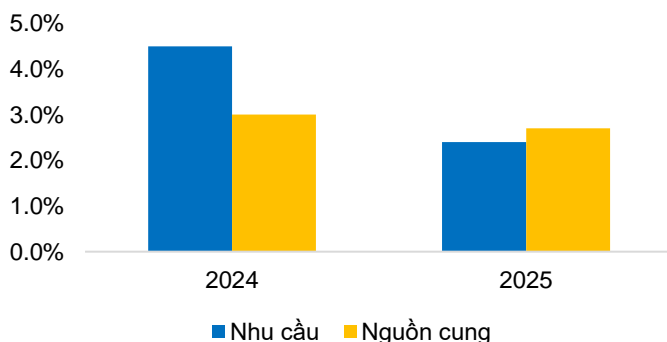
Nguồn: Clarkson Research, PVT

**Giá cước vận tải tàu hàng rời ổn định trong năm 2025**

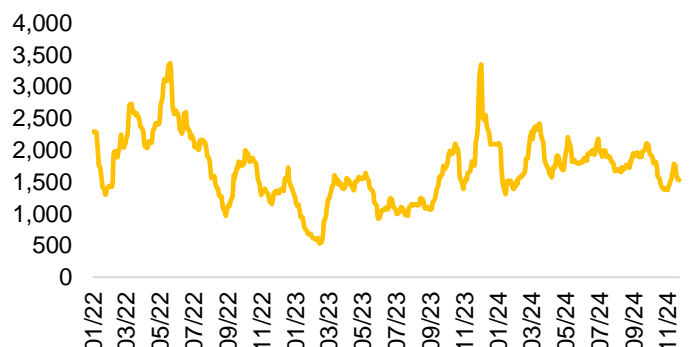
Giá cước vận tải tàu hàng rời đã duy trì ổn định trong năm 2024 và dự kiến hạ nhiệt vào năm 2025. Trong năm 2024, các yếu tố hỗ trợ giá cước vận tải tàu hàng rời bao gồm: (1) Nhu cầu hàng từ Trung Quốc phục hồi như quặng sắt, vật liệu xây dựng, boxit; và (2) Tác động từ Biển Đỏ khiến nguồn cung tàu bị thắt chặt và tăng giá cước lên.

Trong năm 2025, khi các tuyến vận chuyển qua Biển Đỏ và Kênh đào Panama phục hồi trở lại, nhu cầu tonne-miles dự kiến sẽ rút ngắn. Thêm vào đó, nguồn cung tàu dự kiến sẽ tăng nhanh hơn cầu khiến cho giá cước vận tải có thể giảm.

**Tăng trưởng cung/cầu tàu hàng rời**



**Chỉ số BDI theo dõi giá cước tàu hàng rời**



Nguồn: BIMCO, Clarkson Research, PVT

**CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO**

<b>Kết quả kinh doanh</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Doanh thu thuần</b>	<b>9.556</b>	<b>11.812</b>	<b>12.844</b>	<b>13.231</b>
Giá vốn	-7.717	-9.368	-10.322	-10.650
Lợi nhuận gộp	1.838	2.445	2.522	2.582
Doanh thu tài chính	371	309	184	187
Chi phí tài chính	-466	-576	-454	-401
<b>Lợi nhuận sau thuế - CĐTS</b>	<b>972</b>	<b>1.095</b>	<b>1.023</b>	<b>1.222</b>

<b>Bảng cân đối kế toán</b>				
<b>(Đơn vị: tỷ VNĐ)</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Tiền, khoản tương đương tiền	979	1.152	847	1.191
Các khoản phải thu ngắn hạn	1.194	1.388	1.404	1.446
Hàng tồn kho	233	331	311	320
Tài sản cố định hữu hình	10.091	12.069	12.182	11.699
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	201	213	217	221
<b>Tổng tài sản</b>	<b>17.490</b>	<b>19.889</b>	<b>18.833</b>	<b>19.778</b>
Nợ vay ngắn hạn	1.388	1.434	1.316	1.453
Nợ vay dài hạn	4.540	5.430	3.768	3.091
Vốn chủ sở hữu	6.811	7.273	8.059	9.256
<b>Tổng nguồn vốn</b>	<b>17.490</b>	<b>19.889</b>	<b>18.833</b>	<b>19.778</b>

<b>Chỉ số tài chính</b>				
<b>Chỉ tiêu</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>Chỉ tiêu tăng trưởng</b>				
Tăng trưởng doanh thu	5,6%	23,6%	8,7%	3,0%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	5,7%	20,5%	-7,1%	13,3%
<b>Chỉ tiêu sinh lời</b>				
Lợi nhuận gộp biên	19,2%	20,7%	19,6%	19,5%
Lợi nhuận thuần biên	12,8%	12,5%	10,6%	11,7%
ROA	7,7%	7,9%	7,1%	8,0%
ROE	14,3%	20,9%	17,8%	17,9%
<b>Chỉ tiêu cơ cấu vốn</b>				
Nợ vay/Tổng tài sản	33,9%	34,5%	27,0%	23,0%
Nợ vay/Tổng vốn chủ sở hữu	87,0%	94,4%	63,1%	49,1%
<b>Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần</b>				
EPS (đồng/cổ phần)	2.595	2.921	2.731	3.262
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	21.044	20.428	22.638	25.999

## TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Viết Dân** xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Báo cáo được hoàn thành trên cơ sở khách quan độc lập. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như không kiểm chứng được hết những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm khách quan của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư về những tổn thất có thể xảy ra, thua lỗ khi đầu tư. **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** và **tôi** cũng không chịu bất kỳ trách nhiệm về những thông tin chưa chính xác về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

**Hệ thống nhận định của BVSC** được đưa ra dựa trên mức tăng/giảm tuyệt đối của giá cổ phiếu hiện tại so với giá mục tiêu, xác định bằng công thức (giá mục tiêu - giá hiện tại)/giá hiện tại. Trừ khi có nhận định khác, những nhận định đầu tư chỉ có giá trị trong vòng 12 tháng.

### Các nhận định

### Định nghĩa

#### OUTPERFORM

Tổng lợi nhuận năm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

#### NEUTRAL

Tổng lợi nhuận năm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ từ -15% đến +15%

#### UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận năm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ dưới -15%

## LIÊN HỆ

### Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

#### Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

dungpt@bvsc.com.vn

#### Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luonglv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Phó Giám đốc khối

ngocnch@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đức Hoàng, CFA

Ngân hàng, Bảo hiểm

hoangnd@bvsc.com.vn

#### Trương Sỹ Phú, CFA

Hàng tiêu dùng, CNTT

phuts@bvsc.com.vn

#### Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

bachtx@bvsc.com.vn

#### Trần Phương Thảo

Bất động sản, Khu công nghiệp

thaotp@bvsc.com.vn

#### Tôn Nữ Nhật Minh, ACCA

Dược phẩm, Hóa chất cơ bản, Thép

minhtn@bvsc.com.vn

#### Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

huyenhtm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hà Minh Anh

Nông nghiệp, Hàng tiêu dùng

anhnhm@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Viết Dân

Cảng biển, Vận tải biển, Hàng không

dannv@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Hồng Hoa

Chiến lược thị trường

hoanh@bvsc.com.vn

#### Trần Tuấn Dương, CFA

Năng lượng, Chứng khoán, Cao su, VLXD

duongtt@bvsc.com.vn

#### Lương Ngọc Tuấn Dũng, CFA

Bán lẻ, Hàng tiêu dùng

dunglnt@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Đăng Thành

Dầu khí, Hàng không

thanhnd@bvsc.com.vn

#### Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng

khoinm@bvsc.com.vn



## **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt**

### **Trụ sở chính:**

- 08 Lê Thái Tổ, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

### **Chi nhánh:**

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888