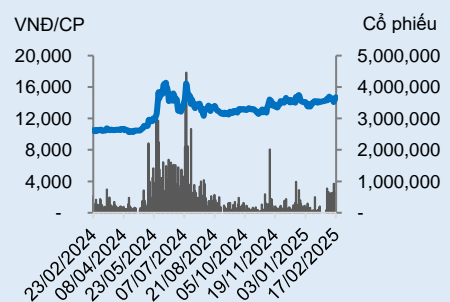


Khuyến nghị **OUTPERFORM**Giá kỳ vọng (VNĐ/CP) **20.300**Giá thị trường (17/02/2025) **14.700**Lợi nhuận kỳ vọng **+38,1%**

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	10.272-16.550
Vốn hóa	1.007 tỷ đồng
SL cổ phiếu lưu hành	68.470.941
KLGD bình quân 10 ngày	584.516
% sở hữu nước ngoài	9,77%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	1.000
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	6,8%
Beta	1,59

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
VIP	4,3%	5,4%	6,5%	8,9%
VNIndex	0,2%	3,6%	4,6%	-0,8%

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Việt Dân

(84 28) 3914.6888 ext. 256

dannv@bvsc.com.vn

CTCP Vận tải Xăng dầu Vipco

Mã giao dịch: VIP

Reuters: VIP.HM

Bloomberg: VIP VN Equity

Hoạt động kinh doanh ổn định với định giá hấp dẫn

Cập nhật KQKD 2024. VIP ghi nhận KQKD 2024 với doanh thu đạt 570 tỷ (+3,7% YoY) và LNST-CĐST đạt 99 tỷ (+13,9% YoY). Trong đó, KQKD quý 4/2024 doanh thu đạt 146 tỷ (+16% YoY), LNST-CĐTS đạt 36 tỷ. Doanh thu ổn định nhờ việc duy trì khai thác 4 tàu. Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh lên mức 26% từ mức 21% tại năm 2023, chủ yếu nhờ chi phí khấu hao giảm do tàu P16 hết khấu hao từ tháng 04/2024.

Năm 2025, BVSC cho rằng hoạt động kinh doanh của VIPCO sẽ tiếp tục khả quan tiếp nối năm 2024. Cho năm 2025, BVSC kỳ vọng (1) sản lượng tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước tăng trưởng khoảng 4% YoY; (2) giá cước tàu dầu sản phẩm sẽ điều chỉnh giảm nhẹ, tuy nhiên vẫn duy trì ở mức cao so với giai đoạn năm 2019–2022. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VIP có thể duy trì hoạt động ổn định trong năm 2025 với doanh thu là 574 tỷ (+ 1% YoY); trong khi LNST sẽ tăng mạnh lên mức 132 tỷ (+33% YoY), nhờ việc giảm chi phí khấu hao do tàu P16 đã hết khấu hao.

Lợi thế cạnh tranh được bao tiêu bởi tập đoàn Petrolimex (PLX) nên VIP được hỗ trợ về nguồn hàng vận chuyển. Sau khi hoàn tất thanh lý tàu P10 vào năm 2022, hiện tại, VIP đang sở hữu đội tàu vận tải xăng dầu thành phẩm bao gồm 4 chiếc, với tổng trọng tải hơn 150.000 DWT. Với ước tính sản lượng xăng dầu trong nước tăng trưởng CAGR 4,7% giai đoạn 2024–2029F và giả định VIP sẽ đầu tư khai thác 1 tàu mới vào năm 2026, BVSC kỳ vọng hoạt động vận tải xăng dầu của VIP sẽ ổn định trong giai đoạn này, với tốc độ tăng doanh thu đạt CAGR là 6%. Chúng tôi ước tính LNST của VIP sẽ tăng trưởng ở mức CAGR là 11% cho giai đoạn 2024-2029F, nhờ vào chi phí khấu hao giảm sau khi tàu P15 và P16 đã hết khấu hao.

Doanh nghiệp với lượng tiền mặt lớn và hấp dẫn về mặt định giá. Tại báo cáo tài chính vào thời điểm cuối quý 4/2024, VIP đang có khoản Tiền và tương đương tiền với giá trị là 860 tỷ đồng, công ty không vay nợ, do đó, chúng tôi ước tính giá trị công ty nếu chỉ tính riêng khoản Tiền là 12.600 đồng/cổ phiếu.

Định giá và khuyến nghị

Chúng tôi định giá VIP dựa trên phương pháp DCF và phương pháp so sánh P/B với tỷ trọng 50-50. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu cho cổ phiếu VIP là **20.300 đồng/cổ phiếu – với tiềm năng tăng trưởng 38,1%**.

Rủi ro: Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu nội địa yếu khiến giá cước giảm; Việc phụ thuộc vào Tập đoàn xăng dầu Việt Nam khiến công ty gặp khó khăn trong việc điều chỉnh giá cước.

Tổng quan doanh nghiệp

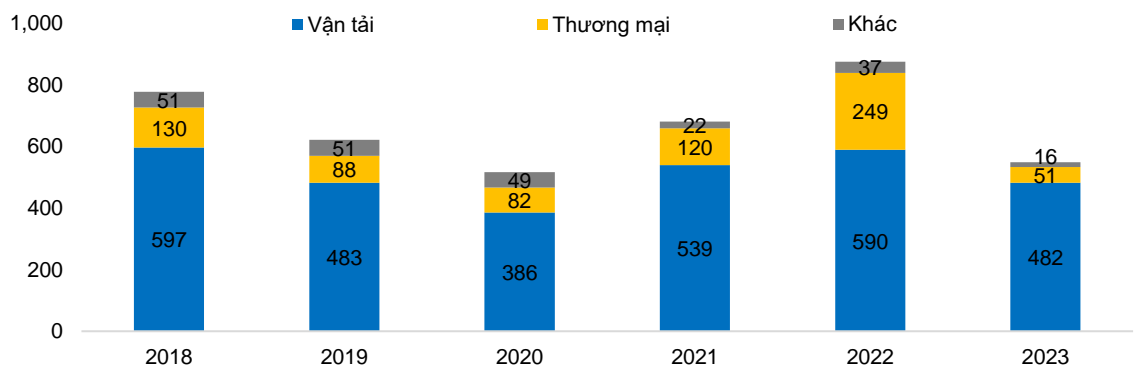
Lịch sử hình thành: CTCP Vận tải Xăng dầu Vipco có tiền thân là Công ty vận tải Xăng dầu đường thủy I, được thành lập vào năm 1980. Công ty chính thức hoạt động theo mô hình công ty cổ phần từ năm 2005 với vốn điều lệ là 351 tỷ đồng, trong đó Tổng công ty Xăng dầu Việt Nam nắm giữ 51%. Ngày 21/12/2006, Công ty đã chính thức niêm yết cổ phần trên Sở Giao dịch Chứng khoán thành phố Hồ Chí Minh, với mã chứng khoán VIP.

Cơ cấu cổ đông: Petrolimex (PLX) thông qua PG Tanker (Tổng Công ty Vận tải thủy Petrolimex) sở hữu 51% tại VIPCO, duy trì vị trí cổ đông lớn nhất của công ty từ khi thành lập đến nay.

Lĩnh vực kinh doanh:

Hoạt động kinh doanh của VIP là vận tải xăng dầu, kinh doanh xăng dầu, kinh doanh bất động sản, cho thuê văn phòng và quản lý tàu. Trong đó, vận tải xăng dầu là hoạt động kinh doanh chính của công ty, chiếm hơn 70% doanh thu qua các năm.

Cơ cấu doanh thu của VIP giai đoạn 2018-2023
(Đơn vị: Tỷ đồng)



Nguồn: VIP, BVSC tổng hợp

Vận tải xăng dầu

Sau khi hoàn tất thanh lý tàu P10 vào năm 2022, hiện tại, VIP đang sở hữu đội tàu vận tải xăng dầu thành phẩm bao gồm 4 chiếc, với tổng trọng tải hơn 150.000 DWT. Hầu hết các tàu có độ tuổi trung bình cao, ở mức 18 năm.

Đội tàu VIP

Tàu	Trọng tải (DWT)	Năm đóng
Petrolimex 15	17.961	1999
Petrolimex 16	46.732	2004
Petrolimex 18	40.092	2007
Petrolimex 21	45.942	2010
Tổng cộng	150.727	

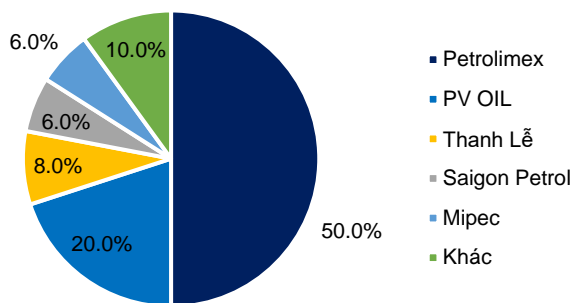
Nguồn: VIP

Đội tàu của VIP chủ yếu chạy trên các tuyến quốc tế nhằm vận chuyển xăng dầu thành phẩm nhập khẩu cho Petrolimex. Các tuyến vận tải quốc tế chủ yếu là từ Đài Loan, Trung Quốc, Thái Lan, Singapore về Việt Nam. Ngoài ra, công ty cũng khai thác các tuyến nội địa ở khu vực Hạ Long.

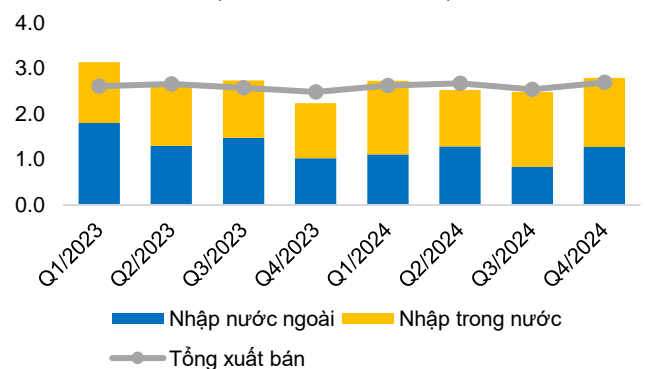
Doanh nghiệp đang được bao tiêu bởi Tập đoàn Xăng dầu Việt Nam (PLX). Việc ký hợp đồng định hạn (Time charter) với công ty mẹ giúp doanh nghiệp có nguồn hàng vận chuyển ổn định và đảm bảo được dòng tiền từ hoạt động kinh doanh hàng năm.

PLX hiện tại là đầu mối nhập khẩu xăng dầu lớn nhất cả nước, với thị phần bán lẻ xăng dầu độc quyền chiếm tỷ trọng 50% thị trường Việt Nam trong nhiều năm qua. Nguồn cung xăng dầu ổn định giúp PLX tạo nguồn với chi phí thấp. Chúng tôi đánh giá PLX là thương nhân khá chủ động trong việc cân đối nguồn hàng và không bị phụ thuộc vào nguồn xăng dầu trong nước. Đối với nguồn nước ngoài, do sản lượng tiêu thụ của PLX lớn và duy trì ổn định nên PLX có thể nhập hàng khối lượng lớn từ các đối tác nước ngoài với mức Premium ưu đãi.

Thị phần kinh doanh xăng dầu nội địa



Sản lượng nhập/xuất xăng dầu của PLX
(Đơn vị: triệu m³/tấn)



Nguồn: PLX, BVSC tổng hợp

Kinh doanh xăng dầu

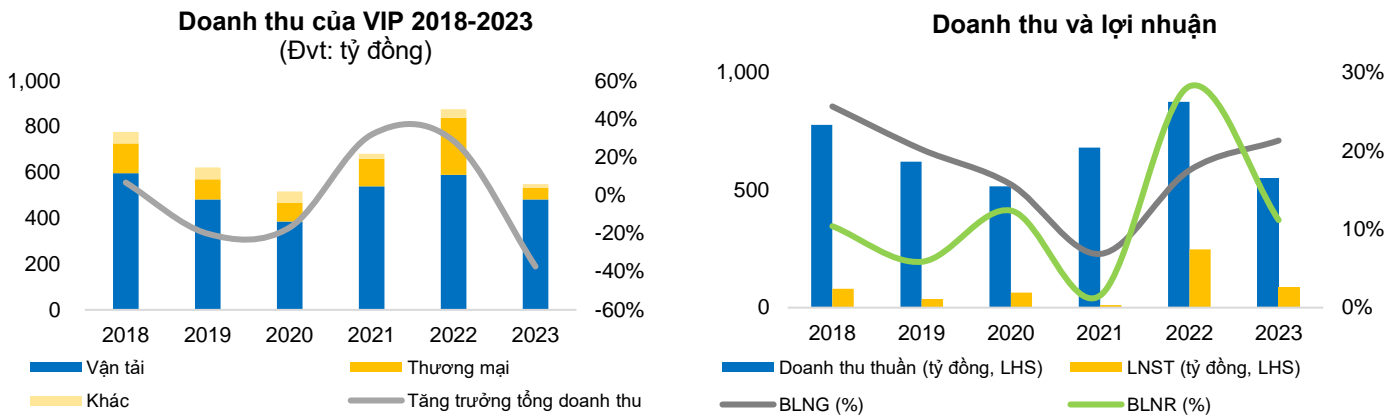
Sau năm 2012, do cơ chế chính sách thay đổi, mảng kinh doanh xăng dầu đã được thu hẹp lại và chiếm tỷ trọng trung bình 19% trong cơ cấu doanh thu của công ty. Hiện tại, VIP chỉ có 1 cửa hàng bán lẻ xăng dầu duy nhất tại Hải Phòng.

Việc bán xăng dầu trên sông, trên biển do công ty con là VIPCO Hạ Long đảm nhiệm. VIPCO có đội tàu chuyên làm nhiệm vụ cung ứng xăng dầu trên sông biển tại các tỉnh thành phố Quảng Ninh, Hải Phòng.

Bất động sản

VIPCO là chủ đầu tư dự án khu nhà ở Anh Dũng VII thuộc khu Đô thị Anh Dũng, phường Anh Dũng, Quận Dương Kinh, TP. Hải Phòng. Đây là khu đô thị mới nằm trên trục đường đi Đồ Sơn được thiết kế, quy hoạch hiện đại, thoáng mát, tiện ích, gần gũi với thiên nhiên. Nhà được xây dựng theo kiểu mẫu thiết kế đẹp và tiện ích được Sở xây dựng Hải Phòng phê duyệt. Nhà ở được bán theo phương thức xây thô, hoặc đã hoàn thiện, cho thuê nhà với mọi đối tượng phù hợp với pháp luật Việt Nam.

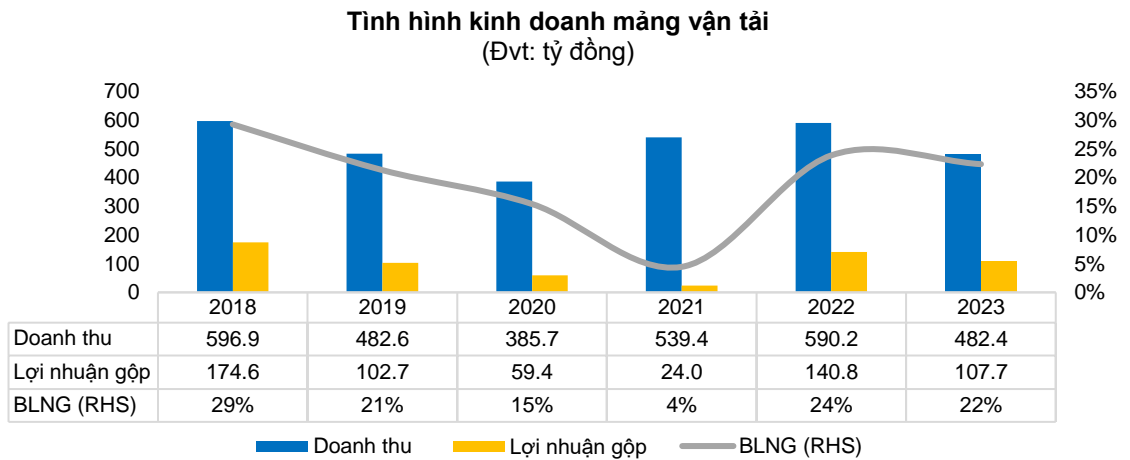
Phân tích hoạt động kinh doanh



Nguồn: VIP, BVSC tổng hợp

Doanh thu và lợi nhuận của VIPCO có sự biến động mạnh trong 5 năm gần đây, chủ yếu do mảng vận tải của công ty chịu tác động của đại dịch Covid-19 cũng như hoạt động thoái vốn mảng bất động sản và thanh lý tàu.

Mảng vận tải xăng dầu



Nguồn: VIP, BVSC tổng hợp

Doanh thu không ổn định, chưa có sự tăng trưởng rõ nét

Vận tải xăng dầu là hoạt động kinh doanh chính của VIPCO, với tỷ trọng doanh thu trung bình đạt trên 75% từ năm 2018 đến nay. Doanh thu mảng vận tải xăng dầu chủ yếu phụ thuộc vào 2 yếu tố là giá cước cho thuê định hạn ký kết với PG Tanker, và sản lượng vận chuyển cho PLX. Tuy nhiên, giá cước này khó chủ động đàm phán mà còn phụ thuộc vào sản lượng nhập khẩu của PLX năm đó và phần chi phí định mức đưa xăng dầu từ nước ngoài về Việt Nam do Bộ Tài Chính quy định. Những năm sản lượng xăng dầu nhập khẩu ít, nguồn hàng khan hiếm, VIP phải đem tàu khai thác tuyến ngoài. Nếu không có đối tác thuê định hạn, VIP phải khai thác theo hình thức spot, qua đó tăng chi phí phát sinh và ảnh hưởng xấu đến biên lợi nhuận. Ngoài ra, việc thiếu nguồn hàng vận chuyển còn khiến giá cước ký kết bị điều chỉnh xuống và ảnh hưởng đến doanh thu.

Trong 2 năm đại dịch 2020 và 2021, nhu cầu tiêu thụ năng lượng trong nước và quốc tế giảm, trong khi nguồn cung vẫn duy trì ở mức cao làm cho ngày tàu chờ hàng tăng và giá cước vận tải thấp. Ngoài ra, phần chi phí định mức đưa xăng dầu từ nước ngoài về Việt Nam trong những năm đó vẫn còn giữ ở mức thấp, vì vậy doanh nghiệp chỉ có thể điều chỉnh tăng giá cước trong biên độ nhỏ. Việc thanh lý tàu P06 trong năm 2020 cũng ảnh hưởng mạnh đến doanh thu của VIP.

Từ năm 2022, hoạt động vận tải của VIPCO đã có sự chuyển biến tích cực khi giá cước vận tải xăng dầu tăng trưởng đột biến từ sau cuộc chiến giữa Nga – Ukraine. Thị trường sôi động hơn tạo điều kiện về nguồn hàng và giá cước, do vậy nhu cầu đã được cải thiện, góp phần nâng cao hiệu quả hoạt động mảng này. Ngoài ra, phần chi phí định mức đưa xăng dầu từ nước ngoài về Việt Nam đã được Bộ Tài chính điều chỉnh tăng đã tạo dư địa cho doanh nghiệp đàm phán lại giá cước cho thuê tàu với PG Tanker. Tuy nhiên, VIP thanh lý 1 tàu vào quý 4/2022 và không còn đóng góp vào doanh thu, dẫn đến doanh thu năm 2023 giảm 37% YoY.

Biên lợi nhuận gộp biến động mạnh

Biên lợi nhuận gộp của mảng vận tải phụ thuộc chủ yếu vào các yếu tố như: chi phí nguyên vật liệu, chi phí khấu hao, chi phí sửa chữa tàu, chi phí thuyền viên... Trong đó, chi phí khấu hao chiếm tỷ trọng lớn trong cơ cấu giá vốn hàng bán. Chi phí nguyên vật liệu (chủ yếu là chi phí xăng dầu) chiếm tỷ trọng cao hay thấp tùy thuộc theo năm đó VIPCO khai thác tuyến ngoài nhiều hay ít và tùy theo diễn biến giá dầu.

Như đã đề cập ở trên, trong những năm đại dịch 2020 và 2021, do khan hiếm nguồn hàng vận chuyển, giá cước bị điều chỉnh giảm và doanh nghiệp phải khai thác tuyến ngoài. Trong khi đó, giá nguyên vật liệu tăng cao và các chi phí ảnh hưởng bởi đại dịch phát sinh nhiều khiến biên lợi nhuận của doanh nghiệp giảm mạnh. Cũng trong năm 2021, tàu P21 phải lên đà sửa chữa lớn cũng ảnh hưởng đáng kể đến biên lợi nhuận của doanh nghiệp.

Năm 2022, biên lợi nhuận gộp của VIP tăng mạnh nhờ vào việc giá cước tăng tốt, nguồn hàng được cải thiện và một phần nhờ hoàn lại chi phí sửa chữa định kỳ trích trước cho tàu P10 sau khi tàu này đã được bán. Biên lợi nhuận gộp giảm xuống mức 22% trong năm 2023 chủ yếu do (1) tàu P21 lên đà sửa chữa lớn trước kỳ, và (2) tàu P16 và P18 trích bổ sung nguồn sửa chữa lớn.

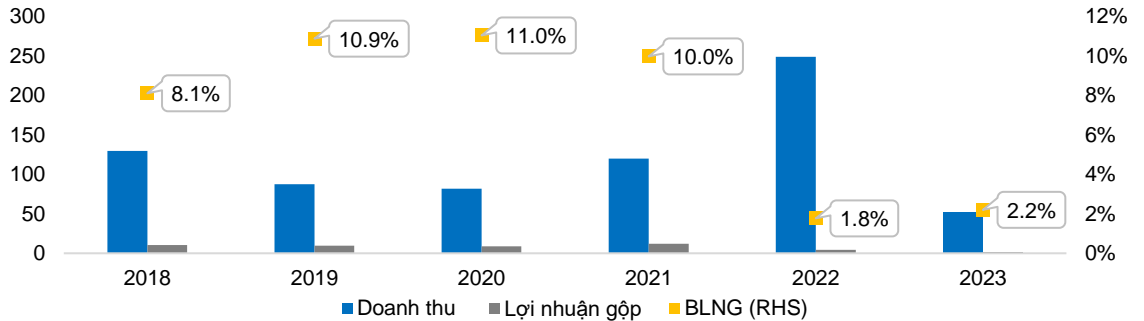
Mảng kinh doanh xăng dầu

Mảng kinh doanh xăng dầu đã được thu hẹp lại từ năm 2012 và chiếm tỷ trọng trung bình 19% trong cơ cấu doanh thu của công ty. Hiện tại, VIP chỉ có 1 cửa hàng bán lẻ xăng dầu duy nhất tại Hải Phòng. Việc bán xăng dầu trên sông, trên biển do công ty con là VIPCO Hạ Long đảm nhiệm, với lượng hàng bán bình quân năm khoảng 70.000 m³, trong đó bán tái xuất cho các tàu biển nước ngoài chiếm 75%.

Trong nhiều năm qua, tình hình hoạt động của mảng bán lẻ xăng dầu có phần yếu kém khi lợi nhuận đóng góp vào VIP rất ít, có năm còn gây ra khoản lỗ cho doanh nghiệp. Ban lãnh đạo cho biết, do phần chiết khấu bán đại lý thấp hơn so với chi phí bỏ ra, nên doanh nghiệp càng bán sẽ càng lỗ. Trong năm 2023, việc kinh doanh tại cây xăng lỗ ròng 2,55 tỷ đồng chủ yếu do giá xăng dầu nhiều chu kỳ điều chỉnh giảm tác động tới giá vốn hàng tồn kho, cùng với cơ chế chiết khấu của các công ty đầu mối khiến cho hoạt động này chưa hiệu quả.

Ngoài ra, việc kinh doanh tạm nhập tái xuất của VIP cũng có biên lợi nhuận mỏng và phụ thuộc lớn vào diễn biến giá cả thị trường.

Doanh thu và lợi nhuận mảng kinh doanh xăng dầu
(Đvt: tỷ đồng)



Nguồn: VIP, BVSC tổng hợp

Mảng bất động sản

Kể từ năm 2016, VIP đã lên kế hoạch tái cấu trúc doanh nghiệp, thu hẹp các khoản đầu tư ngoài ngành không hiệu quả và tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi là vận tải xăng dầu. Mặc dù đã lên kế hoạch chuyển nhượng từ năm 2016 nhưng đến năm 2021, công ty mới chuyển nhượng thành công 2 toà nhà 37 Phan Bội Châu và 43 Quang Trung tại TP. Hải Phòng cho CTCP Tập đoàn T&D Group với mức giá là 264,5 tỷ đồng, đem về khoản lợi nhuận hơn 33 tỷ đồng. Hiện tại, mảng bất động sản của công ty chỉ còn lại dự án Anh Dũng VII.

VIPCO là chủ đầu tư dự án khu nhà ở Anh Dũng VII thuộc khu Đô thị Anh Dũng, phường Anh Dũng, Quận Dương Kinh, TP. Hải Phòng.

Trong ĐHCĐ thường niên năm 2023, Ban lãnh đạo VIPCO đã cập nhật tiến độ dự án Anh Dũng VII với những thông tin như sau:

Cơ sở pháp lý: Dự án có tổng diện tích là 17,2 ha, trong đó, có 8 ha là đất thương phẩm, được UBND TP. Hải Phòng giao cho VIPCO thực hiện trong giai đoạn những năm 2003–2005. Từ năm 2020, diện tích theo quy định mà chủ đầu tư được bán nhà và tài sản gắn liền với đất đã có sổ đỏ tổng.

Trách nhiệm chủ đầu tư: Hiện tại đã đầu tư 90% hạ tầng kỹ thuật, còn lại một số ít hạng mục cần làm việc với cơ quan chức năng để hoàn thiện và bàn giao. Hội đồng quản trị sẽ làm việc với tư vấn để điều chỉnh định mức đầu tư vì còn 1 phần diện tích chưa giải phóng được mặt bằng.

Quyết đất: Vẫn còn ¼ diện tích chưa kinh doanh, khoảng 16.000 m². Chủ đầu tư và nhà đầu tư thứ cấp sẽ xây dựng nhà thô và đang có kế hoạch chuyển nhượng bất động sản. Giá vốn của dự án tính đến thời điểm cuối năm 2022 rơi vào khoảng 49,2 tỷ đồng, tương đương 3,075 triệu đồng/m².

Tuy nhiên, thực tế tại thời điểm tháng 8/2024, do hiện trạng dự án nêu trên triển khai chậm trong thời gian dài, tỉ lệ nhà ở lấp đầy đạt thấp do (1) Khu vực thực hiện các dự án chưa có tính hấp dẫn đối với người mua nhà (dù các dự án đã triển khai từ lâu); (2) Thị trường bất động sản chưa “sôi động”; và (3) Dân cư không đồng ý dẫn tới khó bán các sản phẩm nhà ở cũng như khó khăn trong việc bố trí nguồn vốn tái đầu tư xây dựng đối với chủ đầu tư. Do đó, UBND TP. Hải Phòng đã ban hành các quyết định thu hồi 4 khu đất với tổng diện tích 1,41 ha (các lô CC1, CC2, CC3, CC4) thuộc Dự án Khu nhà ở Anh Dũng VII.

Phân tích tài chính

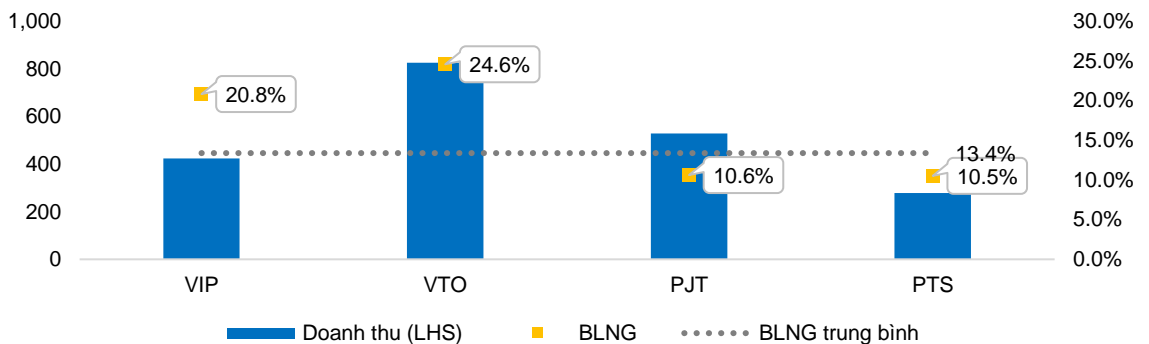
Công ty hiện không có nợ vay và sở hữu lượng tiền mặt, tiền gửi ngân hàng dồi dào

Trong năm 2022, nhờ thanh lý tàu P10, công ty đã thu về hơn 220 tỷ đồng và tất toán các khoản nợ vay ngắn hạn và dài hạn. Qua đó, công ty vừa có thêm thu nhập tài chính từ lãi tiền gửi, vừa có thể tiết kiệm được chi phí lãi vay tăng cao trong môi trường lãi suất biến động như năm vừa qua.

Tại báo cáo tài chính vào thời điểm cuối quý 4/2024, VIP đang có khoản Tiền và tương đương tiền với giá trị là 860 tỷ đồng. Công ty hiện không sử dụng nợ vay.

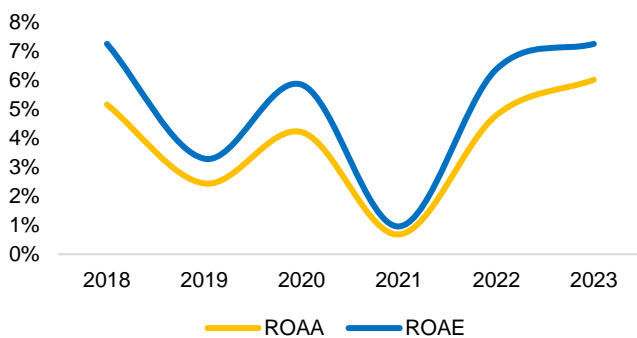
Chỉ số sinh lời thấp do doanh nghiệp đầu tư đa ngành không hiệu quả cũng như chịu tác động từ dịch bệnh. Tuy vậy, doanh nghiệp đã cho thấy sự nỗ lực trong việc tái cơ cấu và tập trung vào hoạt động kinh doanh cốt lõi với động thái thoái vốn tại Trường cao đẳng Duyên Hải, chuyển nhượng 2 tòa nhà tại Hải Phòng. Từ năm 2022, tình hình kinh doanh của VIPCO khởi sắc hơn với chỉ số ROA và ROE cải thiện và duy trì tốt.

Doanh thu 9T24 và biên lợi nhuận TTM tại quý 3/2024 của một số doanh nghiệp vận tải xăng dầu

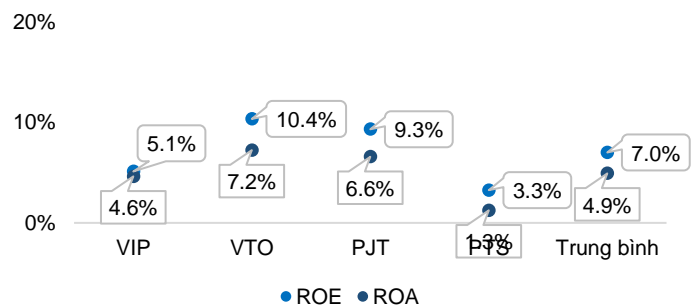


Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp

Chỉ số sinh lời của VIPCO 2018-2023



Chỉ số sinh lời các doanh nghiệp vận tải xăng dầu TTM 3Q24



(*) LNST của VIP đã điều chỉnh doanh thu bán tàu
 Nguồn: Fiinpro, BVSC tổng hợp

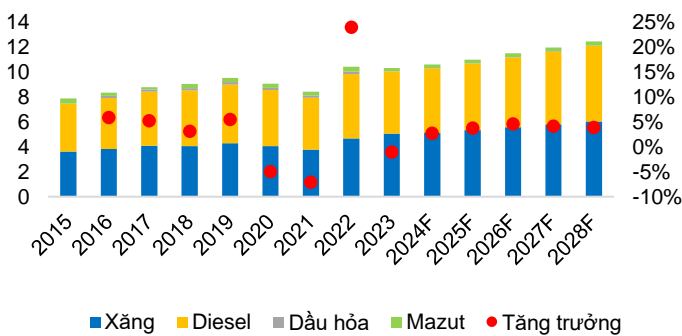
Hoạt động kinh doanh khả quan trong năm 2025, ổn định trong dài hạn

Petrolimex (PLX) có vị thế là đầu mối nhập khẩu xăng dầu lớn nhất cả nước, với bối cảnh nền kinh tế hồi phục và tăng trưởng, BVSC kỳ vọng sản lượng xăng dầu xuất bán trong nước tăng trưởng CAGR 4,7% giai đoạn 2024–2028. Bên cạnh đó, chính sách tiếp tục giảm 50% thuế bảo vệ môi trường đối với xăng dầu là yếu tố tác động tích cực lên tâm lý của người tiêu dùng giúp kích thích nhu cầu tiêu thụ xăng dầu. Điều này sẽ tạo nguồn hàng ổn định cho hoạt động vận tải của VIP.

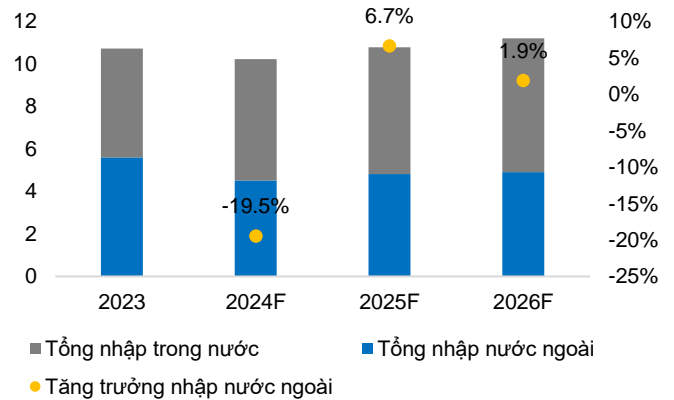
Chúng tôi kỳ vọng tăng trưởng sản lượng xăng dầu trong nước ước đạt 2,7% trong cả năm 2024 nhờ (1) Nhu cầu tiêu thụ xăng dầu, mở rộng cao do sự phục hồi của nền kinh tế và được hỗ trợ bởi mức giảm 50% thuế bảo vệ môi trường; và (2) Thu hồi giấy phép của một số thương nhân xăng dầu từ đầu năm đến nay hỗ trợ PLX mở rộng thị phần. Đối với năm 2025, BVSC kỳ vọng mức tăng trưởng là 3,7% YoY, nhờ vào (1) giá dầu thô sẽ suy giảm nhẹ trong năm 2025 khi OPEC dự báo sẽ có động thái tăng sản lượng trong cuối năm hay hoặc đầu năm sau; và (2) mặt bằng giá xăng hiện nay tại Việt Nam cũng là tương đối thấp so với các quốc gia khác trong khu vực và trên thế giới sẽ là yếu tố hỗ trợ tiêu thụ xăng dầu trong nước trong giai đoạn sắp tới. Chúng tôi kỳ vọng nền kinh tế sẽ hồi phục và tăng trưởng tích cực trong giai đoạn 2025–2028 sẽ thúc đẩy nhu cầu đi lại và tiêu thụ xăng dầu. Chúng tôi ước tính sản lượng nhập khẩu xăng dầu từ nước ngoài của PLX sẽ tăng khoảng 6,7% YoY vào năm 2025, sau khi giảm 20% vào năm 2024.

Thêm vào đó, các nhà máy lọc dầu Nghi Sơn và Bình Sơn đã hoàn thiện việc bảo dưỡng trong năm 2023 và 2024. Do đó, trong 4 năm tiếp theo, chúng tôi kỳ vọng nguồn dầu từ các nhà máy lọc dầu trong nước sẽ duy trì ổn định.

Sản lượng tiêu thụ sản phẩm xăng dầu trong nước
(Đvt: triệu m3)



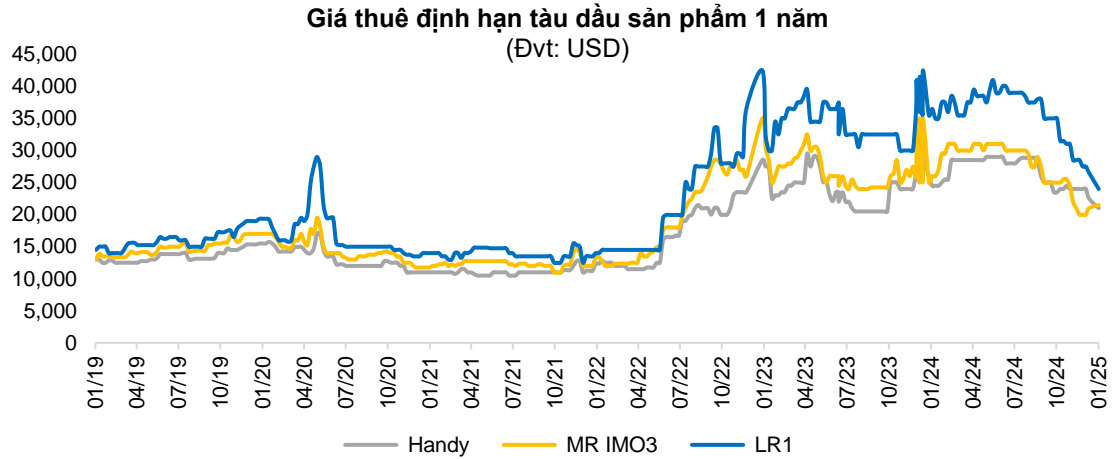
Ước tính nguồn cung xăng dầu trong nước



Nguồn: PLX, BVSC dự phóng

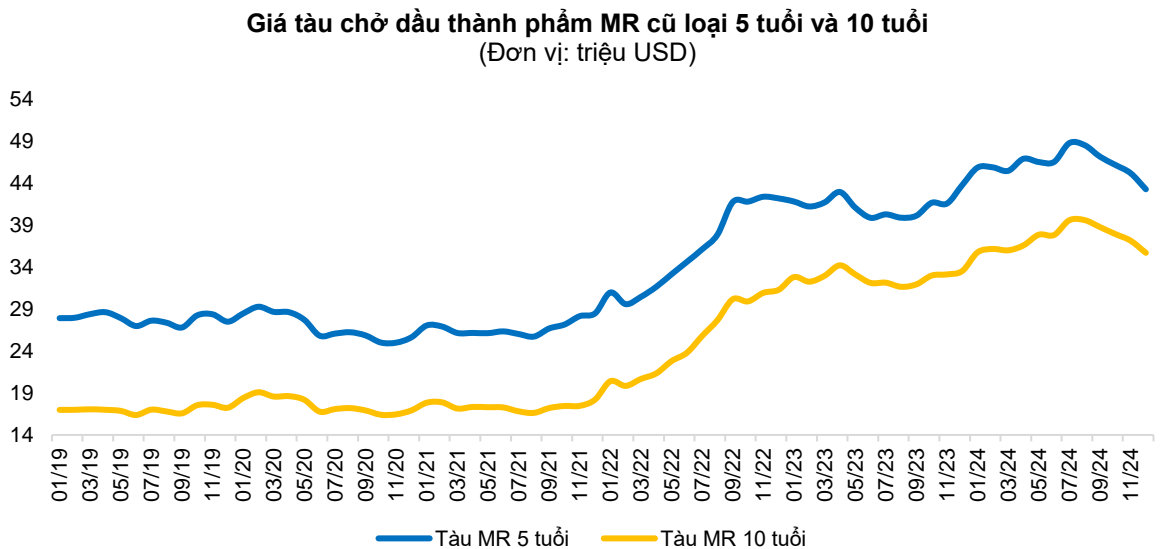
Ngoài ra, việc giá cước cho thuê tàu dầu thành phẩm trên thế giới có đà tăng mạnh từ đầu năm 2022, cùng với nguồn hàng vận chuyển không còn bị thiếu hụt giúp doanh nghiệp có thể đàm phán được giá cước tốt hơn. Tuy nhiên, giá cước tàu dầu đã có dấu hiệu điều chỉnh trong Q3/2024, trung bình giá cước tàu 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. Về dài hạn, BVSC 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

tổ thay đổi mang tính cơ cấu của ngành vận tải thế giới do rủi ro địa chính trị toàn cầu. Do đó, chúng tôi kỳ vọng giá cước vận tải tàu dầu của VIP sẽ không biến động mạnh trong giai đoạn này.



Nguồn: Alibra, BVSC tổng hợp

Trong ĐHCĐ năm 2024, công ty đặt kế hoạch đầu tư tàu dầu sản phẩm với ngân sách tối đa 45 triệu USD, tuổi tàu dưới 10 năm. Tuy nhiên, chúng tôi cho rằng kế hoạch đầu tư tàu khó thực hiện trong năm 2025 do giá tàu cũ hiện tại đang ở mức khá cao, vượt quá ngân sách mà công ty đề ra. Do đó, chúng tôi kỳ vọng VIP sẽ đầu tư một tàu mới vào cuối năm 2025 và bắt đầu đưa vào khai thác từ 2026. Khi tham khảo lịch sử đầu tư tàu của VIP, chúng tôi nhận thấy VIP có xu hướng sẽ đầu tư tàu mới với chu kỳ 4 năm một lần.



Nguồn: Bloomberg

Cập nhật KQKD 2024

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2023	2024	% yoy	Diễn giải
Doanh thu thuần	550	570	3,7%	Doanh thu đi ngang so với cùng kỳ do 4 tàu hoạt động ổn định.
Lợi nhuận gộp	117	147	25,7%	
Chi phí SG&A	-61	-70	13,4%	Chủ yếu do chi phí nhân công tăng.
Thu nhập tài chính	54	37	-31,7%	Chủ yếu do lãi tiền gửi năm 2024 giảm so với 2023.
Chi phí tài chính	-0,4	-1,6	294%	
Lãi/lỗ từ công ty LDLK	-1,7	0		
LNTT	109	124	14,2%	
LNST-CĐTS	87	99		
Biên gộp chung	21,3%	25,9%		Biên LNG tăng mạnh nhờ chi phí khấu hao giảm do tàu P16 hết khấu hao từ tháng 4/2024.

Dự phóng KQKD năm 2025 và 2026

Chỉ tiêu (đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	Diễn giải
Doanh thu thuần	570	574	679	
% YoY	3,7%	0,8%	18,2%	
Vận tải (*)	502	503	605	- VIP sẽ duy trì khai thác 4 tàu và giá cước sẽ đi ngang svck trong năm 2025. - Năm 2026, BVSC cho rằng VIP sẽ đầu tư một tàu mới và đưa vào khai thác từ đầu năm.
% YoY	4,0%	0,3%	20,1%	
Thương mại	52	55	57	
% YoY	1,0%	5%	5%	
Khác	16	16	17	
% YoY	1%	3%	3%	
Lợi nhuận gộp	147	189	175	
% YoY	25,7%	28,1%	-7,5%	
Chi phí SG&A	(70)	(70)	(83)	
Thu nhập tài chính	37	46	36	BVSC ước tính khoản tiền gửi sẽ duy trì ở mức cao trong năm 2025.
Chi phí tài chính	(1.6)	0	0	
Lãi/lỗ khác	11	0	0	
LNTT	124	165	128	
LNST-CĐTS	99	132	102	
Biên lợi nhuận gộp	25,9%	32,9%	25,7%	- Năm 2025, chúng tôi ước tính VIP chỉ còn khấu hao đối với 2 tàu P18 và P21, do đó chi phí khấu hao trong năm 2025 sẽ giảm mạnh. - Năm 2026, với giả định VIP đưa vào khai thác một tàu mới, do đó BVSC ước tính chi phí khấu hao sẽ tăng mạnh, khiến cho biên LNG giảm xuống mức 25,7%.

(*) Doanh thu mảng Vận tải, Thương mại, Khác năm 2024 do BVSC ước tính

Chi tiết dự phóng

Với kỳ vọng tăng trưởng sản lượng xăng dầu trong nước ổn định với mức tăng trưởng CAGR 4,7% giai đoạn 2024–2028, BVSC kỳ vọng hoạt động vận tải xăng dầu của VIP sẽ ổn định trong giai đoạn này, với tốc độ tăng doanh thu đạt CAGR là 6%. Chúng tôi ước tính LNST của VIP sẽ tăng trưởng ở mức CAGR là 11% cho giai đoạn 2024–2029F, nhờ vào chi phí khấu hao giảm sau khi tàu P15 và P16 đã hết khấu hao.

Về đội tàu, BVSC cho rằng VIP sẽ duy trì khai thác 4 tàu trong năm 2024 và 2025, sau đó VIP đầu tư mua thêm 1 tàu MR1 với trị giá 36 triệu USD, tương đương 850 tỷ đồng và đưa vào khai thác trong năm 2026. Chúng tôi dự phóng tỷ suất khai thác của VIP như sau:

Năm	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Tỷ suất	85%	85%	87%	82%	84%

Từ năm 2025, tàu P15 và P16 đã hết khấu hao, VIP chỉ còn khấu hao 2 tàu là P18 và P21. Với giả định VIP sẽ đầu tư tàu mới vào 2026, chúng tôi ước tính chi phí khấu hao của VIP như sau:

(Đvt: tỷ đồng)	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Nguyên giá	1.851	1.856	2.706	2.711	2.716
Khấu hao mỗi năm	107	73	130	130	130
Khấu hao lũy kế	(1.520)	(1.593)	(1.724)	(1.854)	(1.985)
Tài sản ròng	331	263	982	856	730
CAPEX	1	5	850	5	5

Định giá và Khuyến nghị

Chúng tôi định giá VIP dựa trên phương pháp DCF và phương pháp so sánh P/B với tỷ trọng 50-50. BVSC khuyến nghị **OUTPERFORM** với giá mục tiêu cho cổ phiếu VIP là **20.300 đồng/cổ phiếu** – với tiềm năng tăng trưởng 38,1%. VIP là cổ phiếu ngành Vận tải biển nhà đầu tư có thể cân nhắc tới vì: (1) Doanh nghiệp được bao tiêu bởi tập đoàn PLX nên sẽ được hỗ trợ về nguồn hàng để vận chuyển; và (2) VIP có lượng tiền mặt dồi dào, doanh thu tài chính tăng và không còn chịu áp lực trả lãi khi đã tất toán xong nợ vay.

Phương pháp định giá	Giá	Tỷ trọng	Mục tiêu	Giá trị
DCF	23.958	50%		11.979
P/B	16.589	50%	0,8x	8.294
Giá mục tiêu (đồng/cổ phiếu)				20.300

Phương pháp DCF

Đối với hoạt động cốt lõi vận tải chở dầu, chúng tôi kỳ vọng LNST của VIP sẽ tăng trưởng ở mức CAGR là 11% cho giai đoạn 2024–2029F, nhờ vào chi phí khấu hao giảm sau khi tàu P15 và P16 đã hết khấu hao.

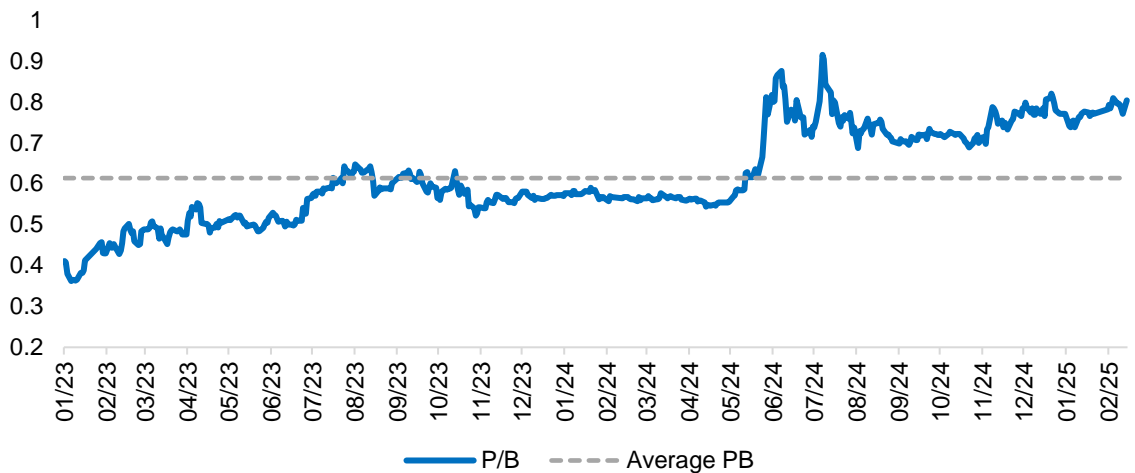
Đối với hoạt động bất động sản dự án Anh Dũng VII, với thông tin UBND TP. Hải Phòng đã ban hành các quyết định thu hồi 4 khu đất với tổng diện tích 1,41 ha, chúng tôi cho rằng VIP chỉ có thể thu hồi lại được khoản chi phí đã đầu tư, với giá trị ước tính là 49 tỷ đồng. Chi tiết như sau:

(Đvt: tỷ đồng)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F
EBIT	118	92	78	82	161
- Thuế	24	18	16	16	32
+ Khấu hao	73	130	130	130	58
- Thay đổi vốn lưu động	(4)	10	(1)	3	(3)
- Capex	5	850	5	5	5
FCFF	167	(657)	188	188	185
Hiện giá FCF	149	(516)	130	114	99
Giá trị cuối	731				
Giá trị doanh nghiệp	707				
- Nợ	-				
+ Tiền mặt	860				
+ Khoản tiền thu hồi từ dự án Anh Dũng VII	49				
Giá trị vốn CSH tương ứng	1.640				

Phương pháp P/B

Chúng tôi áp dụng P/B mục tiêu là 0,8x cho VIP. Trong năm 2024 khi cổ phiếu được rerate nhờ vào triển vọng giá cước vận tải tàu dầu ở mức cao, VIP phần lớn được giao dịch tại mức P/B trong khoảng 0,7-0,8x. Thêm vào đó, khi quan sát mức định giá của ngành bao gồm VOS, GSP, PDV, PVP đang được định giá ở mức 1,0x.

Lịch sử định giá P/B của VIP



Tên công ty	BBG Ticker	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	Doanh thu CAGR 3 năm (%)	LNST TTM (tỷ đồng)	Biên LNG (%)	P/E (x)	EV/ EBITDA	P/B (x)	ROE (%)
Trung vị		1.753	2.173	8,46	118	14,73	9,78	3,64	1,09	12,15
Vietnam Petroleum Transport	VIP VN	1.020	550	7,72	64	21,33	15,66	0,47	0,81	5,16
PV Trans	PVT VN	9.506	11.306	9,32	989	19,24	8,80	3,64	1,27	15,19
Viet Nam Ocean Shipping	VOS VN	2.289	5.149	37,64	89	5,70	5,10	1,60	1,15	25,18
Vietnam Tanker Jsc	VTO VN	1.146	1.116	-0,96	118	18,37	11,79	1,33	1,01	10,52
Pacific Petroleum Transport	PVP VN	1.753	1.526	2,83	205	14,73	8,53	1,82	0,96	11,67
Phuong Dong Viet Shipping	PDV VN	1.110	1.077	8,46	54	13,02	9,78	4,96	1,41	12,15
Intl Gas Product Ship Jsc	GSP VN	911	2.172	4,73	105	8,72	8,67	3,86	1,09	13,30

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH DỰ BÁO

Kết quả kinh doanh				
(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Doanh thu thuần	550	570	574	679
Giá vốn	(432)	(422)	(386)	(504)
Lợi nhuận gộp	117	147	189	175
Doanh thu tài chính	54	37	46	36
Chi phí tài chính	-	(2)	-	-
Lợi nhuận sau thuế	87	99	132	102

Bảng cân đối kế toán				
(Đơn vị: tỷ đồng)	2023	2024	2025F	2026F
Tiền & khoản tương đương tiền	803	860	1,064	429
Các khoản phải thu ngắn hạn	69	74	69	81
Hàng tồn kho	77	81	71	84
Tài sản cố định hữu hình	405	298	231	951
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	6	9	9	9
Tổng tài sản	1.427	1.394	1.515	1.634
Nợ ngắn hạn	-	-	-	-
Nợ dài hạn	-	-	-	-
Vốn chủ sở hữu	1.275	1.288	1.420	1.522
Tổng nguồn vốn	1.427	1.394	1.515	1.634

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2023	2024	2025F	2026F
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu	-37,3%	3,7%	0,8%	18,2%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế	-64,9%	13,9%	33,1%	-22,5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên	21,3%	25,9%	32,9%	25,7%
Lợi nhuận thuần biên	15,8%	17,4%	22,9%	15,0%
ROA	6,0%	7,0%	9,1%	6,5%
ROE	6,8%	7,7%	9,7%	6,9%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	1.270	1.446	1.924	1.492
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	18.936	18.812	20.736	22.228

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 nắm giữ cổ phiếu kỳ vọng trong 12 tháng tới dự báo sẽ trên +15%

NEUTRAL

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

UNDERPERFORM

Tổng lợi nhuận nắm 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

thanhd@bvsc.com.vn

Nguyễn Minh Khôi

Vật liệu xây dựng

khoim@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