

Vận tải biển: Các yếu tố cơ bản duy trì tích cực trong ngắn hạn

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & Công Nghệ
nga.tttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành Công Nghiệp & Công Nghệ
trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

- Căng thẳng tại Trung Đông tiếp tục gây gián đoạn tại Eo biển Hormuz và Biển Đỏ – hai hành lang hàng hải toàn cầu trọng yếu đối với tàu chở dầu và tàu container – qua đó hỗ trợ giá cước vận tải của cả hai phân khúc, dù diễn biến của mỗi phân khúc có sự khác biệt.
- HSC tăng bình quân 13% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 đối với PVT và 6% đối với HAH. Dự báo mới cho thấy lợi nhuận của PVT tăng trưởng mạnh 59% trong năm 2026, trong khi lợi nhuận của HAH tăng trưởng 10%. Sang năm 2027, lợi nhuận của cả hai doanh nghiệp dự kiến giảm do giá cước vận tải hạ nhiệt.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng mạnh gần đây, HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) với giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 27.000đ (tiềm năng tăng giá 17%). Trong khi đó, chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH nhưng giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá 13%).

Căng thẳng tại Trung Đông tiếp tục hỗ trợ các chủ tàu

Sau giai đoạn hạ nhiệt ngắn vào cuối tháng 6/2026, căng thẳng Mỹ-Iran nhanh chóng tái diễn từ đầu tháng 7/2026 và tiếp tục leo thang từ đầu tháng 9/2026. Diễn biến này khiến lưu lượng tàu qua Eo biển Hormuz giảm và giá cước tàu chở dầu phục hồi sau đợt điều chỉnh trong Q2/2026.

Tại Biển Đỏ, các cuộc tấn công của lực lượng Houthis thân Iran nhằm vào các tàu chở dầu có liên quan đến Ả Rập Saudi có thể khiến các hãng tàu trì hoãn quay lại tuyến này, qua đó hỗ trợ giá cước vận tải container. Tuy nhiên, từ tháng 7/2026, một số hãng tàu lớn ngày càng tăng cường thử nghiệm lại tuyến Biển Đỏ do hoạt động quân sự của Houthis hiện chỉ nhắm vào các mục tiêu cụ thể, trong khi tàu thương mại thông thường vẫn được bảo đảm an toàn. Dù vậy, việc tuyến Biển Đỏ hoạt động trở lại sớm hơn dự kiến sẽ là rủi ro làm giảm đáng kể giá cước vận tải container.

Nhìn chung, giá cước tàu chở dầu và tàu container tiếp tục được hỗ trợ trong ngắn hạn, mang lại lợi ích cho PVT và HAH. Trong dài hạn, rủi ro chủ yếu có thể đến từ việc nguồn cung đội tàu gia tăng và việc các tuyến hàng hải hoạt động bình thường trở lại.

Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 cho cả PVT và HAH

HSC nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 cho cả PVT và HAH. Tuy nhiên, mức điều chỉnh đối với PVT trong các năm 2026-2027 cao hơn do nhu cầu thị trường tàu chở dầu tăng mạnh hơn thị trường tàu container (PVT nhiều khả năng sẽ gia hạn các hợp đồng thuê tàu với mức giá thuận lợi).

Dự báo mới cho thấy lợi nhuận của PVT tăng trưởng mạnh 59% trong năm 2026, trong khi lợi nhuận của HAH tăng trưởng 10%. Sang năm 2027, lợi nhuận dự kiến giảm 17% đối với PVT và 8% đối với HAH do giá cước hạ nhiệt khi nguồn cung tàu tăng. Trong năm 2028, lợi nhuận của PVT dự kiến đi ngang do giá cước tiếp tục giảm, bù trừ tác động tích cực từ việc mở rộng đội tàu. Trong khi đó, lợi nhuận của HAH dự kiến quay lại tăng trưởng 12% nhờ chiến lược mở rộng đội tàu mạnh mẽ.

Hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào); duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào), với giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 27.000đ (từ 27.100đ, tương ứng tiềm năng tăng giá 17%). Chúng tôi duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH (nhưng giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ, tiềm năng tăng giá 13%). Tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận của hai doanh nghiệp bị bù trừ bởi việc nâng giá định beta từ 1,1 lên 1,2 để phản ánh mức độ biến động cao hơn của thị trường trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị. HSC ưa thích PVT hơn HAH do hoạt động vận tải dầu có khả năng tiếp tục gián đoạn, qua đó giúp mặt bằng giá cước của PVT duy trì ổn định hơn.

Bản gốc bằng tiếng Anh của báo cáo này được phát hành vào ngày 22/9.

Mã CK	Giá (đồng)	Khuyến nghị		Giá mục tiêu (đồng)		Tiềm năng tăng/giảm (%)	P/E (lần)		EV/EBITDA (lần)		L.suất cổ tức (%)	
		Mới	Cũ	Mới	Th.đổi (%)		2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
HAH	47,950	Tăng tỷ trọng	-	52,800	(15.4)	10.1	6.74	7.54	3.48	3.56	6.26	6.26
PVT	22,800	Tăng tỷ trọng	Mua vào	27,000	(0.34)	18.4	6.81	8.55	3.11	3.02	4.39	6.58

*Giá cổ phiếu tại ngày 18/9/2026.
Nguồn: Công ty, FactSet, HSC*

Mục lục

Các yếu tố cơ bản của thị trường tàu chở dầu tích cực hơn tàu container	3
--	----------

Báo cáo thành phần

CTCP Vận tải và Xếp dỡ Hải An (HAH)	9
Tổng CTCP Vận tải Dầu khí (PVT)	15

Các yếu tố cơ bản của thị trường tàu chở dầu tích cực hơn tàu container

Tình trạng gián đoạn kéo dài tại Eo biển Hormuz và Biển Đỏ tiếp tục tạo nền tảng hỗ trợ giá cước tàu chở dầu và tàu container, qua đó mang lại lợi ích cho các chủ tàu như PVT và HAH. PVT nhiều khả năng hưởng lợi lớn hơn do tình trạng gián đoạn tại Hormuz có dấu hiệu kéo dài hơn so với Biển Đỏ. Tuy nhiên, sau khi giá cổ phiếu PVT tăng mạnh gần đây, khiến tiềm năng tăng giá chỉ còn 17% tại giá mục tiêu mới (gần như không đổi so với giá mục tiêu cũ), HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng, đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH.

Tình trạng gián đoạn giúp hỗ trợ cước vận tải

Thị trường tàu chở dầu

Sau giai đoạn hạ nhiệt ngắn vào cuối tháng 6/2026, căng thẳng Mỹ-Iran nhanh chóng tái diễn từ đầu tháng 7/2026 và tiếp tục leo thang từ đầu tháng 9/2026. Do đó, lưu lượng tàu qua Eo biển Hormuz – điểm nút trọng yếu đối với nguồn cung dầu vận chuyển bằng đường biển từ vùng Vịnh – giảm nhanh từ đầu tháng 7 sau thời gian cải thiện ngắn. Theo đó, giá cước tàu chở dầu cũng phục hồi từ tháng 7/2026, sau khi điều chỉnh trong Q2/2026 từ mức đỉnh ghi nhận vào tháng 3-4/2026.

Luồng vận tải Đông-Tây của Ả rập Saudi có khả năng chuyển hướng khoảng 5-7 triệu thùng dầu thô/ngày sang tuyến đường không đi qua Eo biển Hormuz, tương đương khoảng một phần ba lưu lượng dầu thô từng được vận chuyển qua eo biển này trước cuộc chiến Mỹ-Iran (15-20 triệu thùng/ngày). Lượng dầu này sau đó sẽ được vận chuyển từ cảng Yanbu trên Biển Đỏ, rồi đi về phía bắc qua Kênh đào Suez để đến châu Âu hoặc đi về phía nam qua Eo biển Bab el-Mandeb và Ấn Độ Dương để đến châu Á.

Nhằm gây gián đoạn hoàn toàn dòng dầu xuất phát từ vùng Vịnh, lực lượng Houthi thân Iran ngày càng gia tăng kiểm soát tại Biển Đỏ bằng cách tập trung tấn công các tàu chở dầu có liên quan đến Ả rập Saudi, trong khi cam kết bảo đảm an toàn cho các tàu thương mại khác. Ngày 12/9/2026, Ả rập Saudi phải tạm thời ngừng vận hành đường ống này sau một cuộc tấn công bằng máy bay không người lái.

Do đó, các quốc gia nhập khẩu dầu nhiều khả năng sẽ đẩy nhanh việc đa dạng hóa nguồn cung dầu thô, giảm phụ thuộc vào khu vực vùng Vịnh nhằm hạn chế rủi ro an ninh đang gia tăng tại khu vực này. Đối với các nước nhập khẩu dầu tại châu Âu và châu Á thì Bắc Mỹ, Mỹ Latinh và Tây Phi đang nổi lên như những nguồn cung dầu thô thay thế cho khu vực vùng Vịnh. Do các tuyến vận chuyển từ những khu vực này thường dài hơn các tuyến kết nối với Vùng Vịnh, nhu cầu vận tải tính theo tấn-dặm theo đó cũng tăng lên. Trong bối cảnh rủi ro khu vực vẫn hiện hữu và hoạt động của thị trường tàu chở dầu tiếp tục gián đoạn, giá cước tàu chở dầu có nền tảng hỗ trợ vững chắc.

Hình 1: Luồng vận tải Đông-Tây của Ả rập Saudi

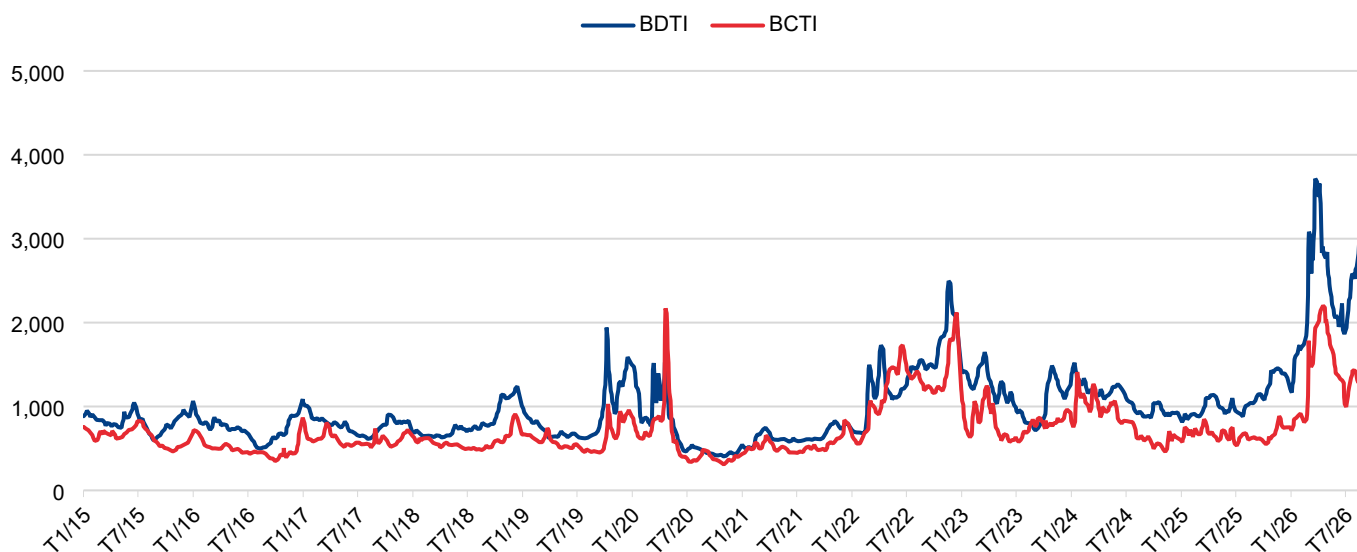
Houthi tấn công các tàu chở dầu có liên quan đến Ả rập Saudi nhằm gây gián đoạn hoàn toàn dòng chảy dầu ra khỏi Vịnh



Nguồn: Google Maps

Biểu đồ 2: Chỉ số Baltic Dirty & Clean Tanker

Cả BDTI và BCTI đều phục hồi mạnh từ tháng 7/2026 sau nhịp điều chỉnh, trong bối cảnh căng thẳng Mỹ – Iran tái diễn



Nguồn: Bloomberg

Thị trường tàu container

Biển Đỏ kết nối với Địa Trung Hải qua Kênh đào Suez và với Ấn Độ Dương qua Eo biển Bab el-Mandeb. Toàn bộ hành lang này tạo thành tuyến đường biển ngắn nhất giữa châu Á và châu Âu. Trong điều kiện bình thường, khoảng 30% lưu lượng container toàn cầu đi qua tuyến này. Tuy nhiên, kể từ tháng 10/2023, các cuộc tấn công của lực lượng Houthi đã làm gián đoạn hoạt động vận tải qua tuyến Biển Đỏ này, buộc các hãng tàu lớn phải chuyển sang tuyến đường vòng qua Mũi Hảo Vọng, làm giảm khoảng 2,5 triệu TEU công suất vận tải khả dụng, tương đương 7% tổng công suất vận tải container toàn cầu.

Vào tháng 10/2025, lực lượng Houthi và Israel đã đạt được thỏa thuận ngừng bắn. Theo đó, các hãng tàu dự kiến quay lại tuyến Biển Đỏ vào cuối năm 2025 và đầu năm

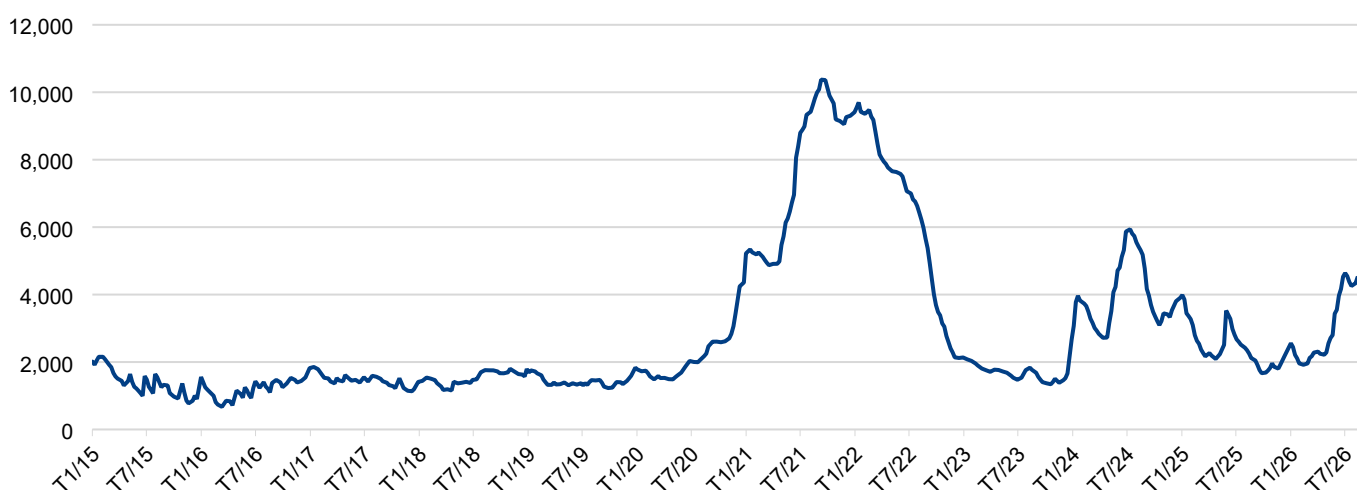
2026. Tuy nhiên, kế hoạch này phần lớn bị hủy bỏ sau khi cuộc chiến Mỹ-Iran bùng nổ ngày 28/2/2026 và chỉ được khởi động trở lại từ đầu tháng 7.

Trong giai đoạn hiện tại, hoạt động quân sự ngày càng quyết liệt của lực lượng Houthi tại Biển Đỏ có thể khiến các hãng tàu trì hoãn kế hoạch quay lại tuyến này. Tuy nhiên, Houthi hiện tuyên bố chỉ nhắm vào các tàu chở dầu của Ả Rập Saudi và không tấn công các tàu thương mại khác. Vì vậy, một số hãng tàu lớn, trong đó có Maersk và Hapag-Lloyd, ngày càng tăng cường thử nghiệm lại tuyến Biển Đỏ. Dù vậy, HSC cho rằng các hãng tàu sẽ tiếp tục thận trọng trước khi khôi phục hoàn toàn hoạt động trên tuyến này nhằm hạn chế rủi ro từ tình trạng căng thẳng leo thang nhanh chóng.

Giá cước vận tải container, thể hiện qua Chỉ số Container Thế giới (WCI), đã bắt đầu tăng từ đầu tháng 3/2026 sau khi chiến sự Mỹ-Iran bùng nổ ngày 28/2/2026. Đà tăng trong tháng 3 và tháng 4 ban đầu đến từ chi phí nhiên liệu tăng mạnh. Tuy nhiên, kể từ tháng 5, giá cước được thúc đẩy nhờ nhu cầu cao do: (1) hoạt động đẩy mạnh xuất hàng trước khi chính sách thuế quan theo Mục 122 của Mỹ hết hiệu lực vào ngày 24/7/2026; (2) hoạt động tích lũy hàng tồn kho cho mùa cao điểm diễn ra sớm hơn thông thường trong bối cảnh logistics bất ổn; và (3) tình trạng tắc nghẽn tại một số cảng lớn do thời tiết cực đoan hoặc gián đoạn tuyến vận tải.

Biểu đồ 3: Chỉ số World Container

WCI cũng tăng kể từ khi xung đột Mỹ – Iran bùng phát



Nguồn: Bloomberg

...nhưng rủi ro cũng đang gia tăng

Rủi ro nguồn cung gia tăng

Nguồn cung đội tàu chở dầu và tàu container dự kiến tăng mạnh trong vài năm tới, đặc biệt ở phân khúc tàu container và tàu chở LPG. Cụ thể:

- Đối với tàu chở dầu, công suất tàu đóng mới trong sổ đơn đặt hàng hiện tương đương 28% công suất đội tàu chở dầu thô hiện hữu, 19% đối với tàu chở dầu thành phẩm và 20% đối với tàu chở hóa chất. Tàu chở LPG ghi nhận mức tăng nguồn cung cao nhất, trong khi tàu hàng rời có mức tăng thấp nhất. Cụ thể, công suất tàu đóng mới tương đương 38% công suất đội tàu LPG hiện hữu, nhưng chỉ bằng 14% đối với tàu hàng rời.

Trong năm 2027, áp lực nguồn cung ở mức thấp đến trung bình tại hầu hết các phân khúc, với công suất bổ sung tương đương 5-7% công suất hiện hữu. Riêng công suất đội tàu LPG dự kiến tăng 16% so với hiện tại.

- Đối với tàu container, công suất tàu đóng mới trong sổ đơn đặt hàng tương đương khoảng 40% công suất đội tàu hiện hữu. Áp lực nguồn cung trong ngắn hạn cũng lớn hơn ở phân khúc này, khi riêng công suất đóng mới dự kiến bàn giao trong năm 2027 đã tương đương khoảng 10% công suất đội tàu hiện tại.

Trong phân khúc tàu container, các nhóm tàu cỡ trung (từ 3.000-5.999 TEU và 6.000-7.999 TEU) có mức tăng nguồn cung vừa phải hơn. Công suất đóng mới trong sổ đơn đặt hàng của hai nhóm này lần lượt tương đương 27% và 31% công suất đội tàu hiện hữu, so với 40% của toàn thị trường tàu container. Đây cũng là hai nhóm mà HAH dự kiến nhận tàu đóng mới trong giai đoạn từ tháng 12/2027 đến tháng 4/2029, gồm bốn tàu 3.000 TEU và bốn tàu 7.100 TEU. Do nguồn cung tàu tại các nhóm tàu này hiện vẫn hạn chế, nhu cầu vận tải tích cực nhiều khả năng sẽ hấp thụ một phần công suất bổ sung, qua đó giảm bớt rủi ro dư cung.

Nhu cầu vận tải trên các tuyến nội Á còn được hỗ trợ bởi xuất khẩu ngày càng tăng của Trung Quốc sang ASEAN, khi nước này tiếp tục đa dạng hóa thị trường xuất khẩu nhằm giảm phụ thuộc vào Mỹ. Trong giai đoạn 2018-2025, xuất khẩu của Trung Quốc sang ASEAN tăng 108%, cao hơn đáng kể mức tăng 52% của tổng kim ngạch xuất khẩu, trong khi xuất khẩu sang Mỹ giảm 12%. Xu hướng dịch chuyển xuất khẩu sang ASEAN có lợi cho HAH do đội tàu của Công ty chủ yếu gồm tàu feeder và tàu cỡ trung, tập trung khai thác các tuyến nội Á.

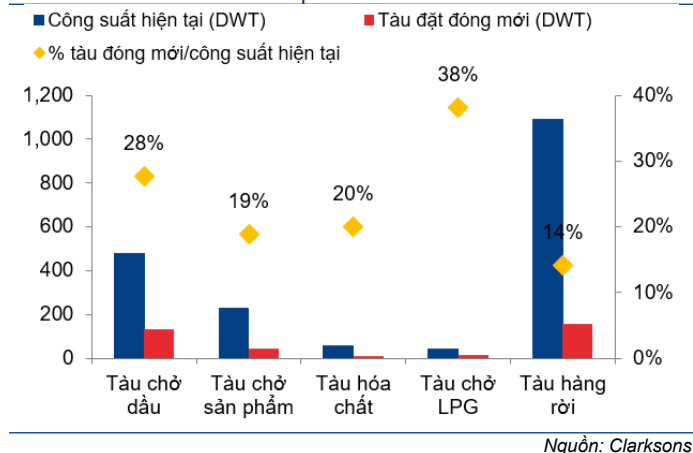
Rủi ro khi các tuyến vận tải hoạt động bình thường trở lại

Như đã đề cập, các hãng tàu đang dần nối lại hoạt động qua tuyến Biển Đỏ. Nếu tuyến vận tải này hoạt động hoàn toàn bình thường trở lại, công suất vận tải khả dụng của đội tàu container có thể tăng thêm khoảng 7%, qua đó làm trầm trọng hơn tình trạng dư cung do lượng lớn tàu đóng mới được bàn giao.

Trong khi đó, việc khôi phục hoàn toàn hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz sẽ phụ thuộc vào kết quả đàm phán giữa Mỹ và Iran. Theo quan điểm của HSC, quá trình này sẽ khó khăn hơn so với việc mở lại tuyến Biển Đỏ, do eo biển Hormuz nằm ngay tại tâm điểm của căng thẳng địa chính trị trong khu vực.

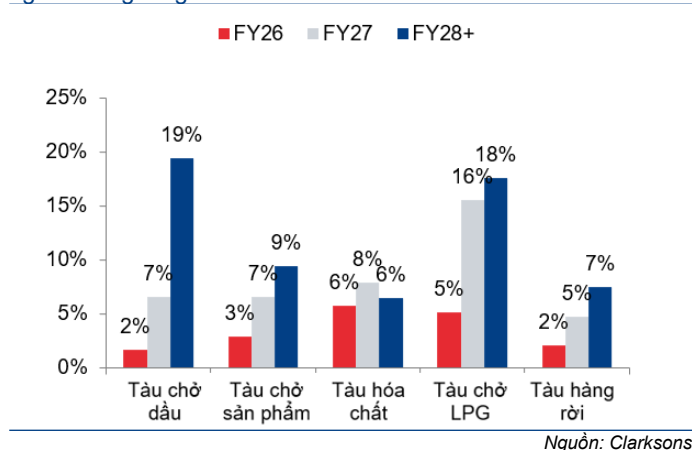
Biểu đồ 4: Lượng tàu đặt đóng và đội tàu hiện hữu

Lượng tàu đặt đóng tương đương 19-28% đội tàu hiện hữu đối với tàu chở dầu thô và sản phẩm dầu



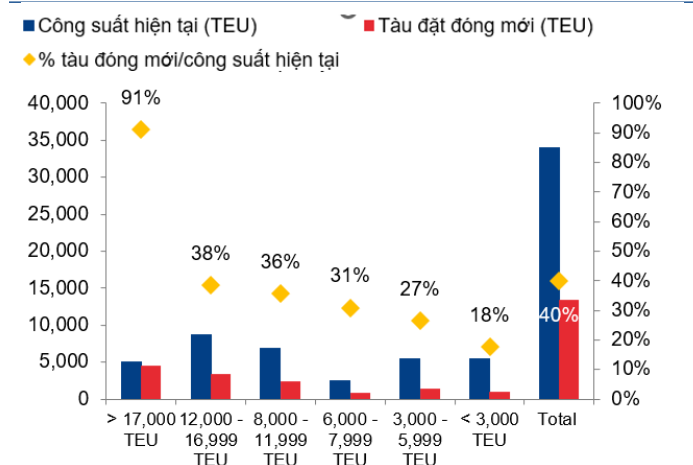
Biểu đồ 5: % công suất đội tàu tăng thêm (so với 2025)

Phần lớn phân khúc tàu chở dầu sẽ chịu áp lực đáng kể hơn từ nguồn cung tăng thêm kể từ 2028



Biểu đồ 6: Tàu đóng mới và công suất hiện tại, tàu container

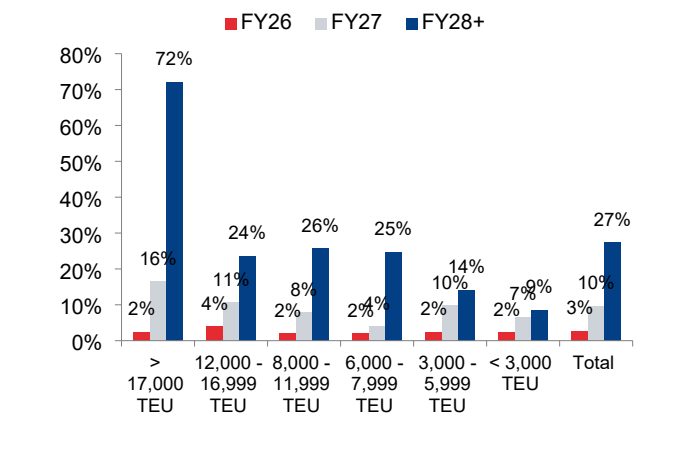
Công suất tàu đóng mới đạt 40% công suất hiện tại



Nguồn: Clarksons

Biểu đồ 7: % công suất bổ sung (so với năm 2025), tàu container

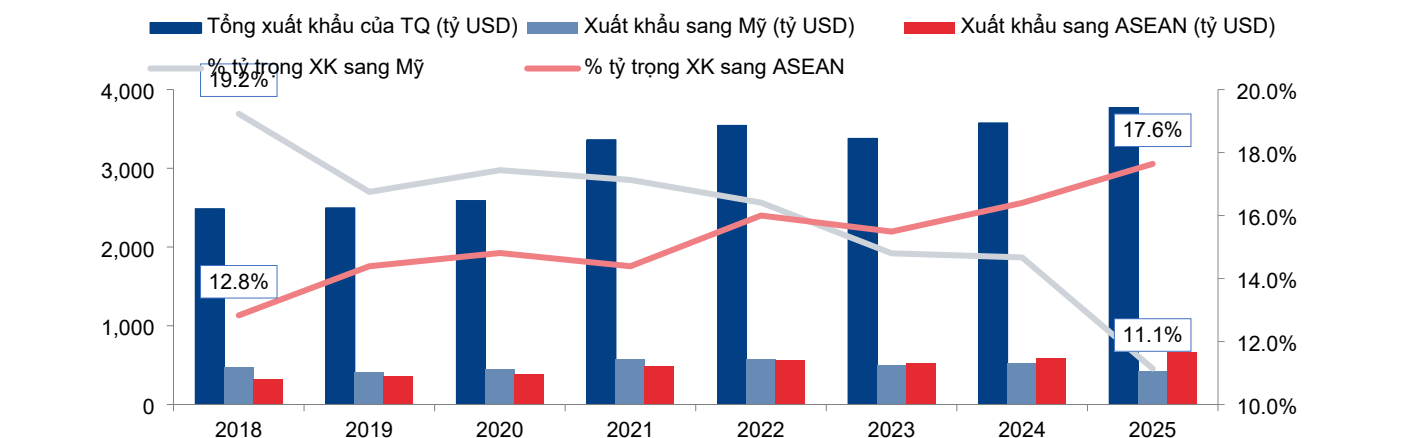
Công suất đội tàu container dự kiến tăng 10% trong năm 2027 và 27% trong năm 2028 trở đi (so với công suất hiện tại)



Nguồn: Clarksons

Biểu đồ 8: Xuất khẩu của Trung Quốc sang Mỹ và ASEAN

Xuất khẩu của Trung Quốc sang ASEAN tăng khi nước này đa dạng hóa thị trường xuất khẩu, giảm phụ thuộc vào Mỹ



Nguồn: Hải Quan Trung Quốc

Dự báo lợi nhuận: Điều chỉnh tăng đối với cả PVT và HAH

Như đã đề cập, KQKD nửa đầu năm 2026 của cả PVT và HAH đều cao hơn dự báo, trong đó PVT vượt dự báo nhiều hơn HAH. Với KQKD nửa đầu năm tích cực hơn kỳ vọng cùng diễn biến thuận lợi của giá cước vận tải và giá cho thuê tàu chở dầu và tàu container, HSC điều chỉnh nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 cho cả PVT và HAH. Cụ thể:

- Đối với PVT, chúng tôi nâng lần lượt 29% và 9% dự báo lợi nhuận năm 2026 và 2027 nhưng gần như giữ nguyên dự báo năm 2028. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng mạnh 59% đạt 1.652 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 ước tính đạt 780 tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ nhưng giảm 10% so với nửa đầu năm).

Trong năm 2027 và 2028, chúng tôi dự báo giá cước tàu chở dầu sẽ hạ nhiệt trước áp lực từ nguồn cung tàu mới. Lợi nhuận thuần dự kiến giảm 17% từ mức đỉnh của năm 2026 xuống 1.378 tỷ đồng trong năm 2027, sau đó đi ngang ở mức 1.380 tỷ đồng trong năm 2028.

- Đối với HAH, chúng tôi nâng 4-7% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 10% đạt 1.325 tỷ đồng. Theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 ước tính đạt 652 tỷ đồng (tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 2% so với nửa đầu năm).

Cho năm 2027, HSC dự báo lợi nhuận thuần giảm 8% xuống 1.220 tỷ đồng do giá cước điều chỉnh, trước khi tăng trưởng trở lại 12% đạt 1.364 tỷ đồng trong năm 2028 nhờ mở rộng đội tàu.

Biểu đồ 9: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026-2028, PVT và HAH

Chúng tôi điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026-2028 cho cả PVT và HAH

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới		Điều chỉnh			2025-28 CAGR
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2026F	2027F	2028F	
PVT	1,038	1,276	1,267	1,365	1,652	1,378	29.5%	8.8%	1.1%	10.0%
HAH	1,207	1,241	1,148	1,311	1,325	1,220	6.7%	6.3%	4.1%	4.2%
Tăng trưởng										
PVT		18.2%	-0.7%	7.7%	59.2%	-16.6%			0.1%	
HAH		2.9%	-7.5%	14.2%	9.8%	-7.9%			11.8%	

Nguồn: HSC

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng từ Mua vào, với giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 27.000đ (tiềm năng tăng giá 17%); đồng thời duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng đối với HAH nhưng giảm giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá 12%). Tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận bị bù trừ bởi việc tăng giả định hệ số beta (từ 1,1 lên 1,2 đối với cả hai cổ phiếu) nhằm phản ánh mức độ biến động lớn hơn của giá cước tàu chở dầu và giá cước vận tải container trong bối cảnh căng thẳng địa chính trị diễn biến phức tạp.

- Đối với PVT, sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3 lần, so với bình quân từ năm 2021 ở mức 3,4 lần. Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 3,2 lần và 3,3 lần.
- Đối với HAH, sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, sát với bình quân từ năm 2021. Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA là 4,2 lần cho cả năm 2026 và 2027. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng HAH sẽ được định giá lại ở mặt bằng cao hơn nhờ kế hoạch mở rộng đội tàu quy mô lớn, qua đó hỗ trợ tăng trưởng dài hạn.

HSC cho rằng hoạt động vận tải qua Biển Đỏ có khả năng trở lại bình thường sớm hơn so với eo biển Hormuz do rủi ro an ninh tại Biển Đỏ tương đối thấp hơn, đồng thời tuyến này có vai trò chiến lược đối với các tuyến thương mại Á-Âu và châu Á-Bờ Đông nước Mỹ. Ngược lại, eo biển Hormuz nằm ngay trong khu vực xung đột, và trước rủi ro an ninh gia tăng, các quốc gia nhập khẩu dầu nhiều khả năng sẽ đẩy nhanh việc đa dạng hóa nguồn cung dầu thô, giảm phụ thuộc vào khu vực Vùng Vịnh. Do đó, chúng tôi cho rằng tình trạng gián đoạn luồng vận chuyển dầu sẽ kéo dài hơn, qua đó tạo nền tảng hỗ trợ giá cước của PVT vững chắc hơn so với HAH.

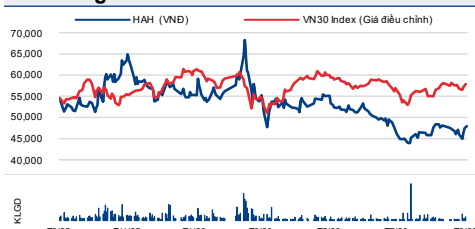
Tăng tỷ trọng (giữ nguyên)

Giá mục tiêu: VNĐ52,800 (từ VNĐ62,400)

Tiềm năng tăng/giảm: 10.1%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/9/2026)	47,950
Mã Bloomberg	HAH VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	43,900-68,203
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	46,950
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	9,199
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	353
Slg CP lưu hành (tr.đv)	192
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	57.6
Slg CP NN được mua (tr.đv)	38.5
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	30.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	9.93%
Tỷ lệ freefloat	61.0%
Cổ đông lớn	tư và Vận tải Hải Hà (15.7%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá

Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	2.68	(8.07)	(12.1)
So với chỉ số	(1.93)	(7.93)	(16.7)
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	6,379	6,452	(1.1)
2027F	5,702	6,060	(5.9)
2028F	6,373	7,487	(14.9)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

HAH được thành lập năm 2009 tiền thân là một cảng container tại Hải Phòng. HAH mở rộng sang hoạt động vận tải container từ năm 2014 và hiện tại đang là doanh nghiệp vận tải hàng container lớn nhất Việt Nam.

Chuyên viên phân tích**Trần Thị Thu Nga, CFA**

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4807

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ trang.ctmai@hsc.com.vn
+84 24 3933 4693 Ext. 4848

Triển vọng ngắn hạn tích cực; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng

- HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá 13%) do nâng giả định hệ số beta, qua đó bù trừ tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận.
- Chúng tôi nâng bình quân 7% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 nhờ tăng giả định giá cho thuê tàu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần tăng trưởng 10% trong năm 2026, sau đó giảm 8% trong năm 2027 trước khi tăng trưởng trở lại 12% trong năm 2028 nhờ HAH đẩy mạnh mở rộng đội tàu.
- Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, sát với bình quân từ năm 2021. Giá mục tiêu của chúng tôi tương ứng với EV/EBITDA là 4,2 lần cho cả năm 2026 và 2027.

Sự kiện: Các yếu tố cơ bản tiếp tục hỗ trợ giá cước vận tải container và giá cho thuê tàu trong ngắn hạn

KQKD nửa đầu năm 2026 tích cực và cao hơn kỳ vọng, với doanh thu thuần và lợi nhuận thuần tăng lần lượt 15% và 13% so với cùng kỳ, bằng lần lượt 50% và 54% dự báo cũ cho cả năm 2026 của HSC, nhờ giá cước vận tải container và giá thuê tàu duy trì ở mức cao trong kỳ.

Giá cước vận tải container tiếp tục hưởng lợi từ căng thẳng địa chính trị kéo dài, khiến các hãng tàu chưa thể nối lại hoạt động qua tuyến Biển Đỏ. Trong khi đó, nhu cầu trên các tuyến nội Á còn được hỗ trợ nhờ xu hướng Trung Quốc đa dạng hóa thị trường xuất khẩu nhằm giảm phụ thuộc vào Mỹ.

Tác động: Tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC tăng bình quân 6% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 nhờ tăng giả định giá cho thuê tàu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 10% đạt 1.325 tỷ đồng, sau đó giảm 8% xuống 1.220 tỷ đồng trong năm 2027 do giá thuê tàu dự kiến hạ nhiệt nhẹ, trước khi tăng trưởng trở lại 12% đạt 1.364 tỷ đồng trong năm 2028 nhờ HAH mở rộng đội tàu. Lưu ý, HAH dự kiến tiếp nhận tám tàu mới trong giai đoạn từ tháng 12/2027 đến tháng 4/2029, với tổng công suất 40.400 TEU, so với công suất hiện tại của Công ty là 33.155 TEU.

Định giá và khuyến nghị

Mặc dù nâng dự báo lợi nhuận nhưng chúng tôi giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá 13%) do thay đổi giả định định giá, cụ thể là nâng hệ số beta từ 1,1 lên 1,2. Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA là 4,2 lần cho cả năm 2026 và 2027.

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, sát với bình quân từ năm 2021. Triển vọng ngắn hạn của HAH vẫn tích cực nhờ giá cước vận tải container duy trì thuận lợi và kế hoạch mở rộng mạnh đội tàu trong giai đoạn từ tháng 12/2027 đến tháng 4/2029. Trong dài hạn, các rủi ro chính đến từ nguồn cung tàu gia tăng và khả năng các hãng tàu nối lại hoạt động qua tuyến Biển Đỏ.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	1,529	2,406	2,790 ▲	2,813 ▲	3,501 ▲
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	651	1,207	1,325 ▲	1,220 ▲	1,364
EPS ĐC (đồng)	4,797	6,431	6,379 ▲	5,702	6,373
DPS (đồng)	0	2,000	3,000	3,000	3,000
BVPS (đồng)	27,005	26,704	27,740	31,102	35,212
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.73	4.06	3.48	3.56	2.86
P/E ĐC (lần)	10.00	7.46	7.52	8.41	7.52
Lợi suất cổ tức (%)	0	4.17	6.26	6.26	6.26
P/B (lần)	1.78	1.80	1.73	1.54	1.36
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	43.2	34.1	(0.80)	(10.6)	11.8
ROAE (%)	21.9	31.0	26.9	21.6	21.4

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Các yếu tố cơ bản hỗ trợ triển vọng ngắn hạn nhưng rủi ro dài hạn đang hiện hữu

HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng nhưng giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá 13%) do nâng giả định hệ số beta, qua đó bù trừ tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận. Nhờ giá cước vận tải container và giá cho thuê tàu cao hơn dự kiến, chúng tôi nâng bình quân 6% dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028. Theo đó, lợi nhuận thuần dự kiến tăng trưởng 10% trong năm nay, giảm 8% trong năm tới khi giá cước hạ nhiệt, rồi tăng trưởng trở lại 12% trong năm 2028 nhờ mở rộng đội tàu. Các yếu tố cơ bản tiếp tục hỗ trợ thị trường vận tải container trong ngắn hạn; tuy nhiên, về dài hạn, rủi ro sẽ đến từ nguồn cung tàu gia tăng và khả năng các hãng tàu nối lại hoạt động qua tuyến Biển Đỏ.

Cập nhật hoạt động

Cơ cấu đội tàu giúp duy trì lợi nhuận ổn định

HAH hiện sở hữu trực tiếp và gián tiếp 20 tàu với tổng công suất 33.155 TEU. Trong đó, hai tàu Green Park và Green Time thuộc sở hữu của Hai An Green Shipping Lines (công ty tư nhân liên kết, chưa niêm yết, HAH sở hữu 40% cổ phần); còn hai tàu Anbien Bay và Anbien Sky thuộc sở hữu của Anbien Shipping (công ty liên kết gián tiếp của HAH). Cụ thể, Hai An Container Shipping – công ty con tư nhân chưa niêm yết do HAH sở hữu 55,9% – nắm giữ 19% vốn tại Anbien Shipping.

Trong số 20 tàu này, HAH hiện cho thuê 14 tàu trên thị trường quốc tế, chủ yếu phục vụ các tuyến nội Á; sáu tàu còn lại do Công ty tự khai thác trên các tuyến nội địa và nội Á. Cơ cấu đội tàu này giúp HAH duy trì lợi nhuận ổn định, đặc biệt khi Công ty ưu tiên ký hợp đồng cho thuê tàu dài hạn, hiện kéo dài 12-24 tháng. Tuy nhiên, các hợp đồng cho thuê định hạn dài cũng hạn chế khả năng hưởng lợi đầy đủ từ mặt bằng giá thuê tàu đang ở mức cao. Trong tháng 4 và tháng 5/2026, HAH gia hạn hợp đồng cho thuê ba tàu với mức giá chỉ cao hơn 5-10% so với hợp đồng trước đó, mặc dù giá cho thuê tàu trên thị trường khi ấy đã tăng mạnh.

Mở rộng đội tàu theo hướng tăng kích cỡ tàu

Toàn bộ đội tàu hiện tại của HAH gồm các tàu feeder, trong đó 18/20 tàu có sức chở dưới 1.800 TEU, bao gồm 12 tàu 1.700 TEU, năm tàu 1.100 TEU và một tàu 800 TEU. Chỉ hai tàu thuộc nhóm công suất khoảng 3.000 TEU, gồm một tàu 2.800 TEU và một tàu 3.400 TEU.

Để phù hợp với xu hướng toàn cầu chuyển sang sử dụng tàu cỡ lớn hơn để đáp ứng khối lượng hàng hóa vận chuyển bằng đường biển ngày càng tăng, HAH đang tích cực mở rộng đội tàu và nâng kích cỡ tàu.

Trong năm 2025 và đầu năm 2026, HAH cùng công ty liên kết Hai An Green Shipping Lines (HAH sở hữu 40%) đã ký hợp đồng với các nhà máy đóng tàu Trung Quốc để đóng mới tám tàu, gồm bốn tàu 3.000 TEU và bốn tàu 7.100 TEU. Trong số này, hai tàu 7.100 TEU thuộc Hai An Green Shipping Lines. Các tàu dự kiến được bàn giao từ tháng 12/2027 đến tháng 4/2029, bổ sung 40.400 TEU vào công suất đội tàu của HAH. Sau khi nhận đủ số tàu này, tổng công suất của HAH sẽ tăng hơn gấp đôi lên 73.555 TEU. Công ty dự kiến cho thuê các tàu mới theo hợp đồng dài hạn hơn, trong đó thời hạn thuê đối với tàu 7.100 TEU có thể kéo dài 4-5 năm.

Về tiến độ thanh toán, HAH sẽ đặt cọc 20% giá trị hợp đồng sau một tháng kể từ ngày ký và thanh toán thêm 10% vào thời điểm một năm trước ngày bàn giao. Sau đó, Công ty sẽ thanh toán 10% sau mỗi bốn tháng và thanh toán 50% còn lại khi nhận bàn giao tàu.

Phát hành trái phiếu kèm chứng quyền

HAH dự kiến tài trợ kế hoạch đóng mới tàu (với tổng vốn đầu tư 528 triệu USD, tương đương 14 nghìn tỷ đồng) bằng nguồn vốn vay ngân hàng kết hợp phát hành trái phiếu. Tại ĐHCĐ năm 2026, cổ đông đã thông qua phương án phát hành trái phiếu cho cổ đông hiện hữu với các điều khoản chính như sau:

- Quy mô phát hành: Tối đa 18,83 triệu trái phiếu. Cổ đông sở hữu 10 cổ phiếu sẽ được quyền mua 1 trái phiếu.

- Mệnh giá: 100.000đ/tp
- Tổng số tiền dự kiến huy động từ phát hành trái phiếu: Tối đa 1,88 nghìn tỷ đồng.
- Kỳ hạn: 5 năm.
- Lãi suất coupon: Sẽ do HĐQT quyết định nhưng không vượt quá 8%/năm.
- Chứng quyền: Mỗi trái phiếu đi kèm một chứng quyền và mỗi chứng quyền cho phép người sở hữu mua tối đa 10 cổ phiếu với giá thực hiện là 20.000đ/cp. Theo đó, HAH có thể phát hành tối đa 18,834 triệu chứng quyền, tương ứng tối đa 188,34 triệu cổ phiếu mới, bằng tổng số cổ phiếu đang lưu hành hiện tại.
- Trái phiếu có kỳ hạn 5 năm, trong khi chứng quyền có thể được thực hiện trong 3 đợt trong thời gian này, với các điều khoản chính được trình bày tại Bảng 12.

Theo đó, HAH có thể huy động tối đa 1,88 nghìn tỷ đồng từ phát hành trái phiếu và 3,76 nghìn tỷ đồng từ phát hành cổ phiếu khi thực hiện các chứng quyền kèm theo, nâng tổng số tiền có thể huy động lên 5,64 nghìn tỷ đồng. Nguồn vốn này sẽ được sử dụng để tài trợ cho kế hoạch đóng mới tàu, tương đương 48% tổng nhu cầu vốn đầu tư cho 8 tàu mới. Đợt phát hành trái phiếu dự kiến diễn ra trong tháng 10 hoặc tháng 11/2026.

HSC chưa phản ánh phương án này vào mô hình dự báo do vẫn đang chờ Ủy ban Chứng khoán Nhà nước (UBCKNN) phê duyệt và sẽ cập nhật vào mô hình dự báo sau khi đợt phát hành hoàn tất. Lưu ý, nếu toàn bộ lượng trái phiếu được phân phối hết, lượng cổ phiếu phát hành mới từ chứng quyền đi kèm sẽ tương đương một đợt chào bán quyền mua theo tỷ lệ 1:1.

Bảng 10: Kế hoạch đóng mới tàu mới, HAH

Kế hoạch đóng mới tàu tham vọng của HAH với 8 tàu (tổng công suất 40.400 TEU sẽ được bàn giao trong năm 2027-2028

Hợp đồng đã ký kết	Nhà đầu tư	Tỷ lệ sở hữu của HAH	Số lượng tàu	Công suất/tàu (TEU)	Công suất (TEU)	Dự kiến bàn giao
T5-25	HAH	100%	4	3,000	12,000	T12-27, T3-28, T6-28, T9-28
T11-25	Haian Green Shipping Lines	40%	2	7,100	14,200	T6-28 & T9-28
T3-25	HAH	100%	2	7,100	14,200	T1-29 & T4-29
Tổng cộng			8		40,400	

Nguồn: HAH

Bảng 11: Tổng vốn đầu tư cho 8 tàu mới, HAH

Tổng vốn đầu tư cho 8 tàu mới đạt 442 triệu USD

Kích thước tàu (TEU)	Nhà đầu tư	Số lượng tàu	Vốn đầu tư/tàu (triệu USD)	Vốn đầu tư (triệu USD)	HAH sở hữu	Vốn đầu tư của HAH (triệu USD)
3,000	HAH	4	46	184	100%	184
7,100	Haian Green Shipping Lines	2	86	172	40%	74
7,100	HAH	2	86	172	100%	184
Tổng cộng				528		442

Nguồn: HAH

Bảng 12: Lịch trình thực hiện quyền mua chứng quyền, HAH

Chứng quyền có thể được thực hiện tối đa ba lần trong thời hạn 5 năm của trái phiếu

Đợt phát hành	Thời điểm thực hiện quyền	Giá trị
1	Không sớm hơn 2 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu	Tối đa 30% tổng số chứng quyền đang lưu hành
2	Không sớm hơn 3 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu	Tối đa 50% tổng số chứng quyền đang lưu hành
3	Không sớm hơn 4 năm kể từ ngày phát hành trái phiếu	Số chứng quyền còn lại

Nguồn: HAH

Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

HSC nâng bình quân 6% dự báo lợi nhuận cho giai đoạn 2026-2028 nhờ tăng giả định giá cho thuê tàu. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng 10% đạt

1.325 tỷ đồng, sau đó giảm 8% xuống 1.220 tỷ đồng trong năm 2027 do giá thuê tàu dự kiến hạ nhiệt nhẹ, trước khi tăng trưởng trở lại 12% đạt 1.364 tỷ đồng trong năm 2028 nhờ HAH mở rộng đội tàu.

Chúng tôi giả định giá cho thuê tàu bình quân của HAH tăng 2% trong năm 2026, giảm 6% trong năm 2027 và tăng trở lại 4% trong năm 2028. Trong năm 2026, mặc dù cước vận tải container ở mức cao nhưng chiến lược thận trọng và việc ưu tiên các hợp đồng cho thuê dài hạn đã làm hạn chế khả năng hưởng lợi của HAH từ đà tăng giá trên thị trường. Đến năm 2028, HSC dự báo giá cho thuê các tàu hiện hữu giảm thêm 15%. Tuy nhiên, nhờ bổ sung các tàu mới có kích cỡ lớn hơn và giá cho thuê dự kiến cao hơn nên giá cho thuê tàu bình quân của HAH vẫn có thể tăng 4%.

Theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 dự báo đạt 652 tỷ đồng, tăng 7% so với cùng kỳ nhưng giảm 3% so với nửa đầu năm. Tăng trưởng so với cùng kỳ được hỗ trợ nhờ việc mở rộng đội tàu cùng giá cước vận tải container tăng và giá cho thuê tàu cao hơn đối với các tàu gia hạn hợp đồng trong năm nay. Trong khi đó, lợi nhuận giảm so với nửa đầu năm do chi phí nhiên liệu trong nửa cuối năm 2026 dự kiến tăng.

Bảng 13: Điều chỉnh dự báo giai đoạn 2026-2028, HAH

HSC nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028 bình quân 6% trong bối cảnh cước vận tải container cao hơn dự báo

Tỷ đồng	Dự báo cũ				Dự báo mới				Điều chỉnh		
	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2025-28 CAGR
Doanh thu thuần	5,091	5,594	5,840	6,953	5,843	6,152	7,227	4.4%	5.3%	3.9%	12.4%
Lợi nhuận thuần	1,207	1,241	1,148	1,311	1,325	1,220	1,364	6.7%	6.3%	4.1%	4.2%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần	27.5%	9.9%	4.4%	19.1%	14.8%	5.3%	17.5%				
Lợi nhuận thuần	85.5%	2.9%	-7.5%	14.2%	9.8%	-7.9%	11.8%				

Nguồn: HSC

Giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ; duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 13%

Sau khi điều chỉnh dự báo lợi nhuận và các giả định định giá, HSC giảm 15% giá mục tiêu xuống 52.800đ (tiềm năng tăng giá 13%). Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA là 4,2 lần cho cả năm 2026 và 2027.

Những giả định định giá chính như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,8% (không đổi) và hệ số beta 1,2 (tăng từ 1,1 trước đó do thị trường dự kiến biến động mạnh hơn). Chi phí nợ vay được nâng lên 10% (từ 9%) để phản ánh mặt bằng lãi suất tăng. Theo đó, WACC giả định tăng từ 12,6% lên 13,4%;
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 2%;
- Thời điểm định giá là giữa năm 2027 (không đổi);
- Và các dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh.

Bảng 14: Tính toán FCF, HAH

Chi phí đầu tư sẽ ở mức cao trong giai đoạn 2026-2029 do mở rộng đội tàu

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
EBIT	1,817	2,107	1,941	2,232	2,452	2,757
Thuế	323	367	339	378	396	446
Cộng: Khấu hao	588	684	872	1,269	1,696	1,850
Trừ: Chi phí đầu tư TSCĐ	(1,690)	(4,248)	(2,976)	(3,608)	(2,926)	(1,908)
Trừ: Tăng vốn lưu động	(215)	(81)	(36)	(124)	(117)	(83)
UFCF	137	(1,961)	(588)	(678)	615	2,064

Nguồn: HSC

Bảng 15: Định giá DCF, HAH

Giá mục tiêu mới là 52.800đ

Tính toán WACC	Giá trị	Tính toán DCF	Đơn vị	Giữa năm-2027
Lãi suất phi rủi ro	4.0%	Tốc độ tăng trưởng dài hạn		2.0%
Phần bù rủi ro vốn CSH	8.8%	Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn	Tỷ đồng	12,308
Beta	1.20	Giá trị hiện tại của dòng tiền dài hạn	Tỷ đồng	(289)
Chi phí vốn CSH	14.5%	Tổng giá trị doanh nghiệp	Tỷ đồng	12,019
Chi phí nợ	10.0%	Cộng: Tiền mặt + đầu tư ngắn hạn	Tỷ đồng	2,587
Tỷ trọng vốn CSH	73.9%	Trừ: Nợ ngắn hạn + nợ dài hạn, điều chỉnh	Tỷ đồng	(4,469)
Tỷ trọng nợ	26.1%	Giá trị của vốn CSH	Tỷ đồng	10,137
WACC	13.4%	Số lượng cổ phiếu đang lưu hành	Triệu	191.8
		Giá trị vốn CSH/CP	Đồng/cp	52,800

Nguồn: HSC

Bảng 16: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), HAH

Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

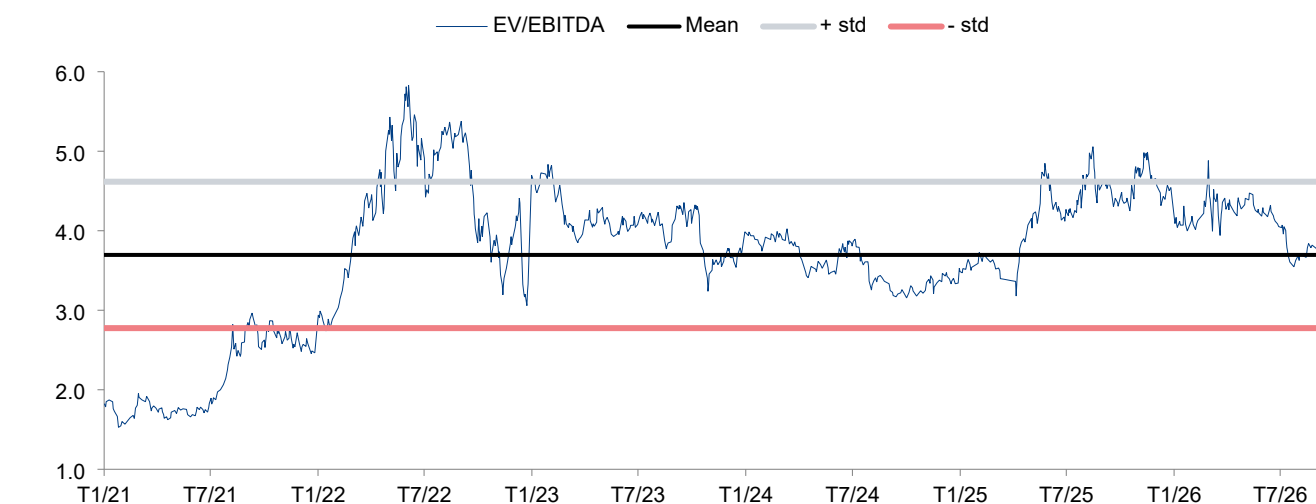
		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
Lãi suất phi rủi ro	1.0%	48,900	53,600	59,400	66,300	75,000
	1.5%	46,300	50,700	56,000	62,400	70,200
	2.0%	44,000	48,000	52,800	58,700	65,800
	2.5%	41,700	45,500	50,000	55,300	61,800
	3.0%	39,600	43,100	47,300	52,200	58,100

Nguồn: HSC

Sau khi giá cổ phiếu giảm 3% trong 1 tháng qua, HAH đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,7 lần, sát với bình quân lịch sử từ tháng 1/2021. Triển vọng của HAH được hỗ trợ nhờ kế hoạch mở rộng mạnh đội tàu và chiến lược ưu tiên duy trì lợi nhuận ổn định. HSC duy trì khuyến nghị Tăng tỷ trọng với tiềm năng tăng giá 13%. Các rủi ro chính đối với dự báo của chúng tôi là giá cước thấp hơn kỳ vọng nếu tuyến vận tải qua Biển Đỏ được nối lại và nguồn cung tàu tăng lên.

Bảng 17: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, HAH

HAH hiện giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm tại 3,8 lần, so với bình quân quá khứ ở mức 3,7 lần (từ T1-2021)



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	3,992	5,091	5,843	6,152	7,227
Lợi nhuận gộp	1,267	1,965	2,282	2,125	2,449
Chi phí BH&QL	(211)	(147)	(175)	(185)	(217)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,056	1,817	2,107	1,941	2,232
Lãi vay thuần	(94.1)	(95.5)	(144)	(134)	(210)
Lãi/nỗ trong Cty LD,LK	18.3	26.2	28.8	31.7	34.9
Lợi nhuận khác	(3.15)	(24.6)	(28.3)	(29.8)	(35.0)
LN không thường xuyên	-	-	-	-	-
LNTT	977	1,724	1,963	1,809	2,021
Chi phí thuế TNDN	(177)	(323)	(367)	(339)	(378)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(150)	(194)	(271)	(250)	(279)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	651	1,207	1,325	1,220	1,364
Lợi nhuận thuần ĐC	582	1,086	1,187	1,094	1,223
EBITDA ĐC	1,529	2,406	2,790	2,813	3,501
EPS (đồng)	5,361	7,145	7,117	6,362	7,110
EPS ĐC (đồng)	4,797	6,431	6,379	5,702	6,373
DPS (đồng)	0	2,000	3,000	3,000	3,000
Slg CP bình quân (triệu đv)	121	169	186	192	192
Slg CP cuối kỳ (triệu đv)	121	169	192	192	192
Slg CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	121	169	192	192	192

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	922	534	2,292	2,754	4,184
Đầu tư ngắn hạn	70.5	54.0	62.0	65.2	76.7
Phải thu khách hàng	504	718	818	861	1,012
Hàng tồn kho	87.8	155	178	188	220
Các tài sản ngắn hạn khác	168	103	118	124	146
Tổng tài sản ngắn hạn	1,753	1,564	3,468	3,992	5,639
TSCĐ hữu hình	4,566	4,993	5,504	6,428	7,231
TSCĐ vô hình	3.86	2.75	2.78	2.81	2.84
Bất động sản đầu tư	0	14.5	0	0	0
Đầu tư dài hạn	41.3	69.3	76.5	79.4	89.8
Đầu tư vào Cty LD,LK	153	580	665	700	823
Tài sản dài hạn khác	772	1,491	814	1,016	1,125
Tổng tài sản dài hạn	5,537	7,150	7,062	8,227	9,271
Tổng cộng tài sản	7,290	8,714	10,530	12,219	14,910
Nợ ngắn hạn	532	711	818	861	1,012
Phải trả người bán	206	275	315	332	390
Nợ ngắn hạn khác	357	340	390	411	483
Tổng nợ ngắn hạn	1,210	1,514	1,739	1,831	2,152
Nợ dài hạn	1,798	1,489	1,996	2,699	4,002
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	0	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	310	316	316	316	316
Tổng nợ dài hạn	2,108	1,805	2,312	3,015	4,318
Tổng nợ phải trả	3,318	3,319	4,051	4,846	6,470
Vốn chủ sở hữu	3,277	4,509	5,322	5,967	6,755
Lợi ích cổ đông thiểu số	695	885	1,156	1,406	1,685
Tổng vốn chủ sở hữu	3,972	5,395	6,478	7,373	8,440
Tổng nợ phải trả và VCSH	7,290	8,714	10,530	12,219	14,910
BVPS (đ)	27,005	26,704	27,740	31,102	35,212
Nợ thuần*/(tiền mặt)	1,408	1,667	522	806	830

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,056	1,817	2,107	1,941	2,232
Khấu hao	(473)	(588)	(684)	(872)	(1,269)
Lãi vay thuần	(94.1)	(95.5)	(144)	(134)	(210)
Thuế TNDN đã nộp	(117)	(274)	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(25.6)	(427)	0	0	0
Khác	(36.6)	(117)	(144)	(132)	(210)
LCT thuần từ HKKD	1,405	1,709	3,255	2,759	3,171
Đầu tư TS dài hạn	(1,698)	(1,690)	(1,091)	(1,622)	(1,623)
Góp vốn & đầu tư	(57.5)	(316)	7.55	7.55	7.55
Thanh lý	10.9	(1.53)	0	0	0
Khác	84.5	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(1,660)	(2,007)	(1,083)	(1,614)	(1,615)
Cổ tức trả cho CSH	(0.02)	(157)	(338)	(576)	(576)
Thu từ phát hành CP	0	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	1,029	173	614	746	1,454
Khác	(99.5)	(105)	(690)	(853)	(1,004)
LCT thuần từ HĐTC	930	(88.8)	(413)	(683)	(126)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	245	922	534	2,292	2,754
LCT thuần trong kỳ	675	(387)	1,758	462	1,430
Ảnh hưởng của tỷ giá	1.63	(1.19)	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	922	534	2,292	2,754	4,184
Dòng tiền tự do	(293)	18.8	2,164	1,137	1,548

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	31.7	38.6	39.1	34.5	33.9
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	38.3	47.3	47.8	45.7	48.4
Tỷ suất LNT (%)	16.3	23.7	22.7	19.8	18.9
Thuế TNDN hiện hành (%)	18.1	18.7	18.7	18.7	18.7
Tăng trưởng doanh thu (%)	52.8	27.5	14.8	5.28	17.5
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	79.8	57.4	16.0	0.80	24.5
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	64.7	86.5	9.32	(7.86)	11.8
Tăng trưởng EPS (%)	47.0	33.3	(0.39)	(10.6)	11.8
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	43.2	34.1	(0.80)	(10.6)	11.8
Tăng trưởng DPS (%)	nm	nm	50.0	0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	28.0	42.2	47.2	42.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	21.9	31.0	26.9	21.6	21.4
ROACE (%)	20.1	27.4	26.3	20.2	19.3
Vòng quay tài sản (lần)	0.63	0.64	0.61	0.54	0.53
Tiền mặt HD/EBIT (lần)	1.33	0.94	1.55	1.42	1.42
Số ngày tồn kho	11.8	18.1	18.3	17.0	16.8
Số ngày phải thu	67.6	83.9	83.8	78.1	77.3
Số ngày phải trả	27.5	32.1	32.3	30.1	29.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	43.2	37.1	9.90	13.6	12.4
Nợ/tài sản (%)	32.1	25.3	26.8	29.2	33.7
EBIT/lãi vay (lần)	11.2	19.0	14.6	14.5	10.6
Nợ/EBITDA (lần)	1.53	0.92	1.01	1.27	1.43
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.45	1.03	1.99	2.18	2.62
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.81	1.92	1.66	1.63	1.39
EV/EBITDA ĐC (lần)	4.73	4.06	3.48	3.56	2.86
P/E (lần)	8.94	6.71	6.74	7.54	6.74
P/E ĐC (lần)	10.00	7.46	7.52	8.41	7.52
P/B (lần)	1.78	1.80	1.73	1.54	1.36
Lợi suất cổ tức (%)	0	4.17	6.26	6.26	6.26

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tăng tỷ trọng (từ Mua vào)

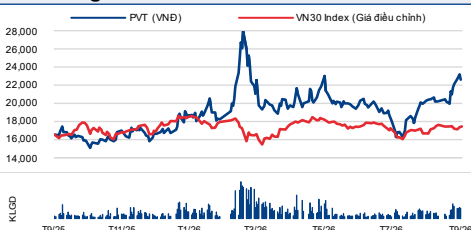
Giá mục tiêu: VNĐ27,000 (từ VNĐ27,091)

Tiềm năng tăng/giảm: 18.4%

Giá cổ phiếu (đồng) (18/9/2026)	22,800
Mã Bloomberg	PVT VN
Giá cao/thấp 52 tuần (đ)	15,091-27,909
GTGD (bq 5 phiên) (tr.đ)	22,820
Vốn hóa thị trường (tỷ đ)	11,786
Vốn hóa trị trường (tr.USD)	453
Slg CP lưu hành (tr.đv)	517
Slg CP NN được sở hữu (tr.đv)	253
Slg CP NN được mua (tr.đv)	183
Giới hạn tỷ lệ sở hữu NN	49.0%
Tỷ lệ sở hữu của NN	13.6%
Tỷ lệ freefloat	39.5%
Cổ đông lớn	Petrovietnam Group (51.0%)

Nguồn: Công ty, Ước tính của HSC

Biểu đồ giá



Giá cổ phiếu (%)	-1 thg	-3 thg	-12 thg
Cổ phiếu thường	11.8	14.3	37.8
So với chỉ số	6.76	14.5	30.6
So với ngành	-	-	-

Nguồn: Công ty, FactSet

HSC và trung bình thị trường

EPS ĐC (đồng)	HSC	Thị trường	% ch.lệch
2026F	3,215	2,801	14.8
2027F	2,560	2,710	(5.5)
2028F	2,564	2,921	(12.3)

Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Mô tả doanh nghiệp

Được thành lập năm 2022 và là thành viên Tập đoàn dầu khí Việt Nam, PVT hiện là doanh nghiệp vận chuyển dầu khí và hóa dầu hàng đầu cả nước

Chuyên viên phân tích

Trần Thị Thu Nga, CFA

Trưởng phòng, Ngành Công Nghiệp & nga.ttthu@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4807

Chê Thị Mai Trang

Giám đốc, Ngành C.Nghiệp & Công Nghệ trang.ctmai@hsc.com.vn
 +84 24 3933 4693 Ext. 4848

Nền tảng cơ bản tích cực nhưng hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

- HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng (từ Mua vào) và điều chỉnh nhẹ giá mục tiêu từ 27.091đ xuống 27.000đ (tiềm năng tăng giá 17%) do định giá không còn hấp dẫn như trước sau đà tăng gần đây của giá cổ phiếu.
- Chúng tôi tăng lần lượt 29% và 9% dự báo lợi nhuận năm 2026 và 2027 do giá cước tàu chở dầu tích cực hơn kỳ vọng, nhưng gần như giữ nguyên dự báo năm 2028. Theo dự báo mới, lợi nhuận thuần năm 2026 tăng trưởng mạnh 59% y/y sau đó giảm 17% y/y trong năm 2027 và đi ngang trong năm 2028 do giá cước hạ nhiệt trước nguồn cung tàu gia tăng.
- Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3 lần, so với bình quân từ năm 2021 ở mức 3,4 lần.

Sự kiện: Giá cước tàu chở dầu duy trì ở mức cao

Trong nửa đầu năm 2026, PVT ghi nhận KQKD cao hơn dự báo, với lợi nhuận thuần đạt 872 tỷ đồng (tăng 71% so với cùng kỳ) nhờ giá cước tàu chở dầu duy trì ở mức cao trong kỳ.

Căng thẳng leo thang trở lại giữa Mỹ và Iran tiếp tục hỗ trợ giá cước tàu chở dầu do các tàu phải chuyển hướng sang những tuyến đường dài hơn, qua đó làm tăng nhu cầu vận tải tính theo tấn-dặm. Trong Q4/2026, PVT sẽ gia hạn hợp đồng cho thuê hai tàu chở dầu thô và hai tàu chở dầu thành phẩm. Với điều kiện thị trường hiện tại thuận lợi, HSC kỳ vọng các hợp đồng này sẽ được gia hạn với mức giá cho thuê tích cực.

Tác động: Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Trong bối cảnh giá cước tàu chở dầu thuận lợi, HSC nâng mạnh 29% dự báo lợi nhuận năm 2026 lên mức cao kỷ lục 1.652 tỷ đồng (tăng trưởng 59%) đồng thời nâng 9% dự báo năm 2027 lên 1.378 tỷ đồng (giảm 17% so với năm 2026) do giá cước hạ nhiệt từ mức đỉnh năm 2026. Đối với năm 2028, chúng tôi tăng nhẹ 1% dự báo lợi nhuận lên 1.380 tỷ đồng, đi ngang so với năm 2027, do giá cước tiếp tục giảm trước áp lực nguồn cung công suất gia tăng. Mặc dù tình hình tại eo biển Hormuz vẫn căng thẳng nhưng chúng tôi dự báo giá cước tàu chở dầu sẽ điều chỉnh từ mặt bằng cao của năm 2026 khi nguồn cung công suất tăng.

Định giá và khuyến nghị

HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng trên cơ sở định giá. Sau khi nâng dự báo lợi nhuận và giá định hệ số beta, giá mục tiêu gần như không đổi ở mức 27.000đ, so với 27.091đ trong dự báo trước đó, tương ứng tiềm năng tăng giá 17%. Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 3,2 lần và 3,3 lần.

Sau khi giá cổ phiếu tăng 13% trong 1 tháng qua, PVT đang giao dịch với EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3 lần, so với bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 3,4 lần. Rủi ro chính đối với dự báo và giá mục tiêu của chúng tôi là hoạt động vận tải qua eo biển Hormuz trở lại bình thường sớm hơn dự kiến.

Cuối năm: Tháng 12	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBITDA ĐC (tỷ đồng)	3,737	3,996	5,379 ▲	5,115	5,349 ▼
Lợi nhuận thuần (tỷ đồng)	1,093	1,044	1,652 ▲	1,378 ▲	1,380
EPS ĐC (đồng)	3,107	2,031	3,215 ▲	2,560 ▲	2,564
DPS (đồng)	0	0	1,000 ▲	1,500 ▲	1,500 ▲
BVPS (đồng)	21,682	18,459	18,487	19,547	20,610 ▼
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.70	4.12	3.11	3.02	2.88
P/E ĐC (lần)	7.34	11.2	7.09	8.91	8.89
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	4.39	6.58	6.58
P/B (lần)	1.05	1.24	1.23	1.17	1.11
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(34.6)	58.3	(20.4)	0.14
ROAE (%)	15.0	12.7	18.1	14.0	13.3

Ghi chú: Dấu ▲ ▼ thể hiện mức tăng giảm ít nhất 5%.
 Nguồn: Bloomberg, HSC ước tính

Các yếu tố thuận lợi vẫn hiện hữu; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

HSC hạ khuyến nghị đối với PVT xuống Tăng tỷ trọng và điều chỉnh nhẹ giá mục tiêu từ 27.091đ xuống 27.000đ (tiềm năng tăng giá 17%) sau đà tăng gần đây của giá cổ phiếu. Lợi nhuận nhiều khả năng đạt đỉnh trong năm 2026, sau đó giảm trong năm 2027 và đi ngang trong năm 2028 khi giá cước tàu chở dầu dần trở lại mức bình thường trong bối cảnh nguồn cung tàu gia tăng.

Cập nhật hoạt động đội tàu

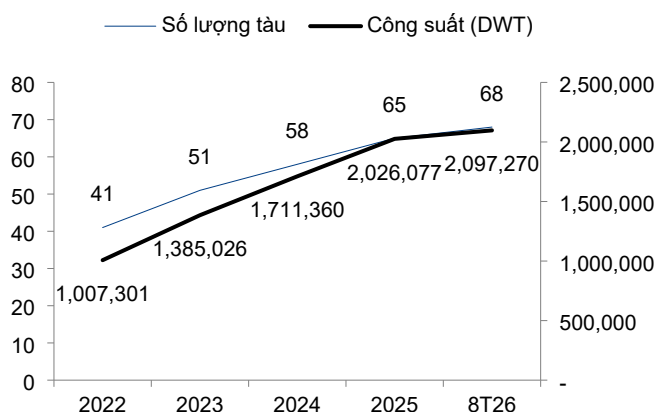
Mở rộng đội tàu

Từ đầu năm đến nay, PVT đã bổ sung ba tàu vào đội tàu, gồm hai tàu LPG có sức chở 5.000 mét khối là Morning Diana và Avenir Gas trong tháng 5/2026 – trong đó Morning Diana được thuê theo hình thức thuê tàu trần – và một tàu hàng rời Ultramax mang tên PVT Opal trong tháng 8/2026. Nhờ đó, tổng số tàu của PVT tăng từ 65 tàu vào cuối năm 2025 lên 68 tàu, trong khi tổng trọng tải đội tàu tăng 3,5% từ đầu năm lên gần 2,1 triệu DWT.

Đội tàu của PVT chủ yếu khai thác trên thị trường quốc tế, với 59/68 tàu đang hoạt động ở nước ngoài và chỉ chín tàu phục vụ thị trường trong nước thuộc hệ sinh thái PVN. Tại thị trường nội địa, PVT nắm giữ 100% thị phần vận chuyển dầu thô và LPG, cùng hơn 20% thị phần vận chuyển sản phẩm xăng dầu. Đối với các hợp đồng trong nước, PVT hưởng lợi từ sự hỗ trợ mạnh mẽ của công ty mẹ là Tập đoàn Công nghiệp – Năng lượng Quốc gia Việt Nam (PVN; doanh nghiệp 100% vốn Nhà nước, chưa niêm yết). Các hợp đồng này thường áp dụng cơ chế điều chỉnh giá theo chi phí nhiên liệu, giúp PVT duy trì tỷ suất lợi nhuận tương đối cao và ổn định hơn so với hoạt động quốc tế.

Biểu đồ 18: Mở rộng đội tàu, PVT

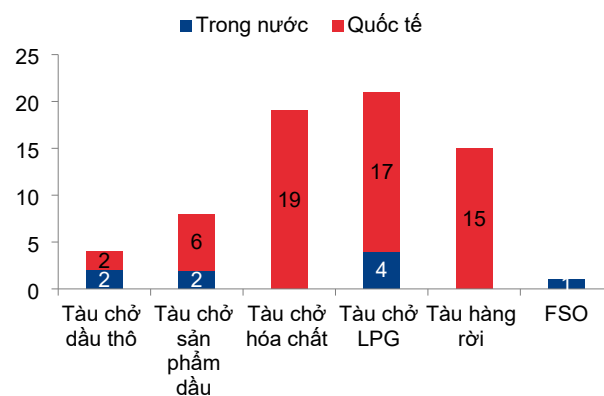
PVT hiện sở hữu 68 tàu với tổng trọng tải 2,1 triệu DWT



Nguồn: PVT

Biểu đồ 19: Cơ cấu đội tàu, PVT

Đội tàu PVT chủ yếu hoạt động trên thị trường quốc tế



Nguồn: PVT

Hưởng lợi từ mặt bằng giá cước tàu chở dầu thuận lợi

Trong các phân khúc của PVT, tàu chở dầu thô và tàu chở dầu thành phẩm hưởng lợi trực tiếp từ mặt bằng giá cước tàu chở dầu cao. Trong nửa đầu năm 2026, hai phân khúc này đóng góp 35% doanh thu và 50% lợi nhuận gộp của mảng vận tải. Đáng chú ý, mảng vận tải đóng góp 60% doanh thu thuần nhưng chiếm tới 91% lợi nhuận gộp của PVT trong cùng kỳ.

- Phân khúc tàu chở dầu thô: PVT hiện khai thác bốn tàu chở dầu thô cỡ Aframax. Trong đó, PVT Mercury và PVT Hera chủ yếu hoạt động trên các tuyến nội địa, phục vụ CTCP Lọc hóa dầu Bình Sơn (BSR, Mua vào, giá mục tiêu 34.000đ); còn PVT Apollo và PVT Poseidon hoạt động theo các hợp đồng cho thuê định hạn quốc tế.

Đầu tháng 9/2026, PVT Apollo được đưa vào ụ khô để bảo dưỡng trong khoảng 30-40 ngày. Trong thời gian này, PVT đang đàm phán hợp đồng cho thuê tàu trên thị trường quốc tế. Trong khi đó, hợp đồng cho thuê một năm hiện tại của PVT Poseidon sẽ đến hạn gia hạn vào tháng 11/2026. Nhờ thị trường tàu chở dầu đang thuận lợi, chúng tôi kỳ vọng cả hai tàu sẽ ký được hợp đồng mới với mức giá cho thuê tích cực.

Ngoài bốn tàu chở dầu thô cố định, PVT còn thuê thêm các tàu chở dầu thô cỡ Aframax theo chuyến để phục vụ BSR khi nhu cầu vượt quá năng lực vận chuyển của đội tàu hiện hữu. Số chuyến vận chuyển dự kiến tăng trong nửa cuối năm 2026 nhờ nhu cầu vận chuyển dầu thô của BSR gia tăng, qua đó hỗ trợ thêm lợi nhuận của phân khúc tàu chở dầu thô.

- Phân khúc tàu chở dầu thành phẩm: PVT hiện khai thác tám tàu chở dầu thành phẩm, gồm hai tàu hoạt động trong nước để phục vụ Tổng công ty Dầu Việt Nam (OIL, Bán ra, giá mục tiêu 11.300đ) và sáu tàu hoạt động trên thị trường quốc tế.

Trong số sáu tàu khai thác quốc tế, bốn tàu tham gia mô hình liên minh khai thác, giúp PVT hưởng lợi từ giá cước tàu chuyển đang ở mức cao; hai tàu còn lại hoạt động theo hợp đồng cho thuê định hạn. Hợp đồng của hai tàu này lần lượt đến hạn gia hạn vào tháng 10 và tháng 11/2026. Do đó, HSC kỳ vọng PVT sẽ gia hạn cả hai hợp đồng với mức cho giá thuê thuận lợi nhờ thị trường tàu chở dầu hiện vẫn tích cực.

Trong số bốn tàu chở dầu thành phẩm tham gia mô hình liên minh khai thác, PVT Valencia hiện là tàu duy nhất của PVT còn mắc kẹt ở phía trong eo biển Hormuz. Tuy nhiên, tàu vẫn hoạt động trên các tuyến nội vùng Vịnh và tiếp tục tạo ra doanh thu cũng như lợi nhuận.

Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028

Nhờ mặt bằng giá cước tàu chở dầu tích cực và thời điểm gia hạn hợp đồng cho thuê định hạn thuận lợi, HSC tăng mạnh 29% dự báo lợi nhuận năm 2026 lên mức cao kỷ lục 1.652 tỷ đồng (tăng trưởng 59%); đồng thời nâng 9% dự báo năm 2027 lên 1.378 tỷ đồng (giảm 17%) do giá cước hạ nhiệt từ mức đỉnh năm 2026. Đối với năm 2028, chúng tôi tăng nhẹ 1% dự báo lợi nhuận lên 1.380 tỷ đồng, đi ngang so với năm 2027, do giá cước tiếp tục giảm trước áp lực nguồn cung công suất gia tăng.

Trong giai đoạn 2026-2028, chúng tôi giả định giá cho thuê tàu bình quân ngày của tàu chở dầu thô lần lượt tăng 20%, giảm 10% và giảm 5%; tàu chở dầu thành phẩm tăng 40%, giảm 20% và giảm 5%; tàu chở LPG tăng 15%, giảm 10% và giảm 5%; còn tàu hàng rời lần lượt giảm 2% rồi đi ngang trong 2 năm tiếp theo.

Theo đó, lợi nhuận thuần nửa cuối năm 2026 ước tính đạt 780 tỷ đồng (tăng 47% so với cùng kỳ nhưng giảm 10% so với nửa đầu năm). Chúng tôi kỳ vọng đã tăng trưởng lợi nhuận mạnh so với cùng kỳ sẽ kéo dài đến hết Q1/2027.

Bảng 20: Dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026-2028, PVT

Nâng dự báo lợi nhuận giai đoạn 2026/27 lần lượt 29%/10% trong khi gần như giữ nguyên dự báo năm 2028

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2025-28 CAGR
Doanh thu thuần	16,013	18,692	20,202	21,997	20,587	20,282	21,370	10.1%	0.4%	-2.9%	10.1%
Lợi nhuận thuần	1,038	1,276	1,267	1,365	1,652	1,378	1,380	29%	8.8%	1.1%	10.0%
Tăng trưởng											
Doanh thu thuần		16.7%	8.1%	8.9%	28.6%	-1.5%	5.4%				
Lợi nhuận thuần		23.0%	-0.7%	7.7%	59.2%	-16.6%	0.1%				

Nguồn: HSC

Điều chỉnh nhẹ giá mục tiêu xuống 27.000đ; hạ khuyến nghị xuống Tăng tỷ trọng do định giá

HSC điều chỉnh nhẹ giá mục tiêu từ 27.091đ xuống 27.000đ do tác động tích cực từ việc nâng dự báo lợi nhuận bị bù trừ bởi việc nâng giả định hệ số beta. Chi tiết về các giả định định giá của chúng tôi như sau:

- Lãi suất phi rủi ro 4% (không đổi), phần bù rủi ro vốn CSH 8,8% (không đổi) và hệ số beta 1,2 (tăng từ 1,1 trước đó do căng thẳng Mỹ-Iran diễn biến phức tạp khiến môi trường kinh doanh dự kiến biến động mạnh hơn);
- Tốc độ tăng trưởng dài hạn giữ nguyên ở mức 2%;
- Thời điểm định giá là giữa năm 2027 (không đổi);
- Và các dự báo lợi nhuận đã điều chỉnh.

Nhờ thị trường tàu chở dầu thuận lợi, giá cổ phiếu PVT đã tăng 13% trong 1 tháng qua. PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,0 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 3,4 lần. Giá mục tiêu mới tương ứng với EV/EBITDA năm 2026 và 2027 lần lượt là 3,2 lần và 3,3 lần.

PVT hưởng lợi trực tiếp từ mặt bằng giá cước tàu chở dầu cao, trong khi thời điểm gia hạn hợp đồng thuê tàu thuận lợi giúp Công ty chốt được mức giá thuê tích cực, qua đó bù đắp một phần tác động từ khả năng giá cước tàu chuyển giảm trong năm tới. Sau đà tăng gần đây của giá cổ phiếu, HSC hạ khuyến nghị PVT xuống Tăng tỷ trọng, với tiềm năng tăng giá 17%.

Bảng 21: Chi phí vốn CSH & Chi phí nợ, PVT

Chi phí vốn CSH là 14,6% (CAPM) và chi phí nợ là 8,8%

CAPM	
Lãi suất phi rủi ro	4.0%
Phần bù rủi ro thị trường	8.8%
Beta	1.2
Chi phí vốn CSH	14.6%
Chi phí nợ	11.0%
Thuế	20.0%
Chi phí nợ sau thuế	8.8%

Nguồn: HSC

Bảng 22: Tính toán WACC, PVT

Cơ cấu vốn CSH dẫn đến WACC là 12,3%

Cơ cấu nguồn vốn	
Vốn CSH/tổng nguồn vốn	61.6%
Nợ/ tổng nguồn vốn	38.4%
WACC	12.3%

Nguồn: HSC

Bảng 23: Tính toán DCF, PVT

Giá mục tiêu là 27.000, tiềm năng tăng giá 18%

Tỷ đồng	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Lợi nhuận thuần sau khen thưởng & phúc lợi *	1,038	1,652	1,378	1,380	1,467	1,527
+ Chi phí lãi vay * (1 - thuế suất)	352	554	583	594	626	668
+ Khấu hao	2,193	2,402	2,552	2,787	3,106	3,454
- Thay đổi vốn lưu động	(3,608)	(1,200)	(1,800)	(2,900)	(3,480)	(3,480)
- Chi phí vốn	287	(920)	(68)	(230)	(328)	(362)
FCFF	261	2,489	2,645	1,632	1,391	1,807
Tốc độ tăng trưởng dài hạn						2.0%
Giá trị dài hạn						17,811
Dòng tiền dài hạn	261	2,489	2,645	1,632	1,391	19,618
Giá trị hiện tại			2,472	1,331	990	12,191
Tổng giá trị doanh nghiệp			16,984			
Giá trị hiện tại của dòng tiền đến 2030			5,916			
Giá trị hiện tại của giá trị dài hạn			11,068			
Trừ: tổng nợ điều chỉnh			(10,479)			
Cộng: Tiền & tương đương tiền			7,501			
Giá trị vốn CSH			13,955			
Số lượng cổ phiếu đang lưu hành			516.9			
Giá trị mỗi CP			27,000			

Nguồn: HSC

Bảng 24: Phân tích độ nhạy của giá mục tiêu (đồng), PVT

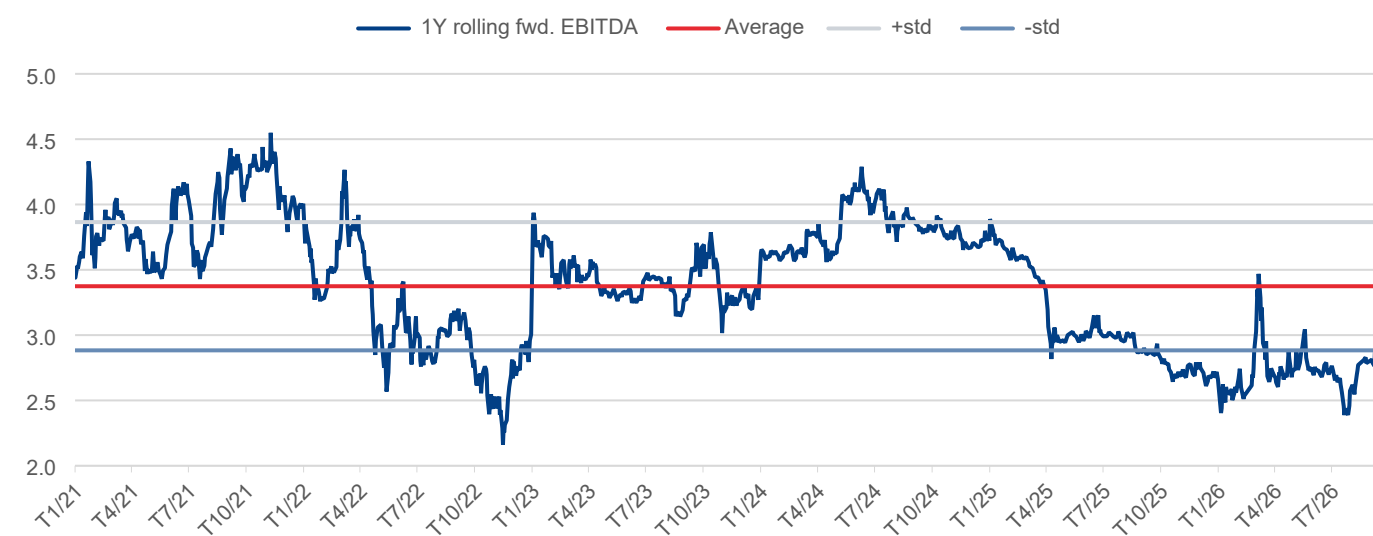
Kịch bản cơ sở giả định lãi suất phi rủi ro là 4% và tốc độ tăng trưởng dài hạn là 2%

Lãi suất phi rủi ro		Tốc độ tăng trưởng dài hạn				
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
	1.0%	24,800	26,800	29,200	32,200	35,900
	1.5%	24,000	25,800	28,100	30,800	34,200
	2.0%	23,200	24,900	27,000	29,500	32,600
	2.5%	22,400	24,000	26,000	28,300	31,200
	3.0%	21,700	23,200	25,000	27,200	29,900

Nguồn: HSC

Bảng 25: EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm, PVT

PVT đang giao dịch ở mức EV/EBITDA trượt dự phóng 1 năm là 3,0 lần, thấp hơn bình quân từ tháng 1/2021 ở mức 3,4 lần.



Nguồn: HSC

BCTC và chỉ số tài chính chủ chốt

Báo cáo KQ HKKD (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Doanh thu	11,732	16,013	20,587	20,282	21,370
Lợi nhuận gộp	2,444	2,347	3,553	3,191	3,224
Chi phí BH&QL	(505)	(544)	(576)	(629)	(662)
Thu nhập khác	-	-	-	-	-
Chi phí khác	-	-	-	-	-
EBIT	1,938	1,803	2,976	2,562	2,562
Lãi vay thuần	(267)	(258)	(457)	(482)	(485)
Lãi/lỗ trong Cty LD,LK	17.0	21.5	22.6	23.7	24.9
Lợi nhuận khác	-	-	-	-	-
LN không thường xuyên	180	93.1	107	105	111
LNTT	1,868	1,660	2,648	2,209	2,212
Chi phí thuế TNDN	(399)	(324)	(530)	(442)	(442)
Lợi ích cổ đông thiểu số	(376)	(291)	(466)	(389)	(389)
LNST không thường xuyên	-	-	-	-	-
Lợi nhuận thuần	1,093	1,044	1,652	1,378	1,380
Lợi nhuận thuần ĐC	1,056	1,002	1,586	1,323	1,325
EBITDA ĐC	3,737	3,996	5,379	5,115	5,349
EPS (đồng)	3,217	2,115	3,349	2,666	2,670
EPS ĐC (đồng)	3,107	2,031	3,215	2,560	2,564
DPS (đồng)	0	0	1,000	1,500	1,500
Sig CP bình quân (triệu đv)	340	493	493	517	517
Sig CP cuối kỳ (triệu đv)	356	470	517	517	517
Sig CP pha loãng cuối kỳ (triệu đv)	356	470	517	517	517

Bảng cân đối kế toán (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Tiền & tương đương tiền	1,152	1,895	2,784	3,943	4,409
Đầu tư ngắn hạn	3,357	3,004	4,117	4,056	4,274
Phải thu khách hàng	1,312	1,829	2,463	2,527	2,770
Hàng tồn kho	331	345	515	507	534
Các tài sản ngắn hạn khác	496	445	618	608	641
Tổng tài sản ngắn hạn	6,648	7,518	10,496	11,642	12,629
TSCĐ hữu hình	12,060	13,495	12,293	11,540	11,653
TSCĐ vô hình	1.85	2.53	2.53	2.53	2.53
Bất động sản đầu tư	0	0	0	0	0
Đầu tư dài hạn	73.0	57.3	57.3	57.3	57.3
Đầu tư vào Cty LD,LK	147	146	146	146	146
Tài sản dài hạn khác	928	1,020	606	597	629
Tổng tài sản dài hạn	13,210	14,795	13,105	12,344	12,488
Tổng cộng tài sản	19,858	22,313	23,601	23,986	25,117
Nợ ngắn hạn	1,488	1,394	1,338	1,318	1,389
Phải trả người bán	873	1,246	1,235	1,217	1,282
Nợ ngắn hạn khác	1,152	1,273	1,633	1,609	1,695
Tổng nợ ngắn hạn	3,714	4,071	4,409	4,344	4,577
Nợ dài hạn	5,376	6,246	6,382	6,287	6,625
Thuế TNDN hoãn lại phải trả	63.3	0	0	0	0
Nợ dài hạn khác	316	506	437	434	445
Tổng nợ dài hạn	5,754	6,752	6,819	6,722	7,070
Tổng nợ phải trả	9,469	10,822	11,229	11,066	11,647
Vốn chủ sở hữu	7,719	8,675	9,556	10,104	10,654
Lợi ích cổ đông thiểu số	2,670	2,816	2,816	2,816	2,816
Tổng vốn chủ sở hữu	10,389	11,491	12,372	12,920	13,470
Tổng nợ phải trả và VCSH	19,858	22,313	23,601	23,986	25,117
BVPS (đ)	21,682	18,459	18,487	19,547	20,610
Nợ thuần/(tiền mặt)	5,712	5,745	4,936	3,663	3,604

Báo cáo LCTT (tỷ đồng)	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
EBIT	1,938	1,803	2,976	2,562	2,562
Khấu hao	(1,799)	(2,193)	(2,402)	(2,552)	(2,787)
Lãi vay thuần	(267)	(258)	(457)	(482)	(485)
Thuế TNDN đã nộp	299	368	0	0	0
Thay đổi vốn lưu động	(746)	(63.5)	(920)	(68.4)	(230)
Khác	(1,016)	(998)	(328)	(353)	(350)
LCT thuần từ HKKD	2,568	3,668	4,823	5,422	5,512
Đầu tư TS dài hạn	(3,966)	(3,704)	(1,200)	(1,800)	(2,900)
Góp vốn & đầu tư	(5,547)	(5,469)	(2,814)	(1,643)	(1,778)
Thanh lý	306	6.22	0	0	0
Khác	5,890	5,641	0	0	0
LCT thuần từ HĐĐT	(3,317)	(3,526)	(4,014)	(3,443)	(4,678)
Cổ tức trả cho CSH	(152)	(166)	0	(705)	(775)
Thu từ phát hành CP	141	0	0	0	0
Tăng/giảm nợ	927	766	80.6	(115)	408
Khác	0	0	0	0	0
LCT thuần từ HĐTC	916	600	80.6	(819)	(367)
Tiền & tương đương tiền đầu kì	979	1,152	1,895	2,784	3,943
LCT thuần trong kỳ	166	742	889	1,159	466
Ảnh hưởng của tỷ giá	6.50	0.79	0	0	0
Tiền & tương đương tiền cuối kì	1,152	1,895	2,784	3,943	4,409
Dòng tiền tự do	(1,398)	(36.4)	3,623	3,622	2,612

Các chỉ số tài chính	12-24A	12-25A	12-26F	12-27F	12-28F
Chỉ số hoạt động					
Tỷ suất LN gộp (%)	20.8	14.7	17.3	15.7	15.1
Tỷ suất EBITDA ĐC (%)	31.9	25.0	26.1	25.2	25.0
Tỷ suất LNT (%)	9.32	6.52	8.03	6.80	6.46
Thuế TNDN hiện hành (%)	21.3	19.5	20.0	20.0	20.0
Tăng trưởng doanh thu (%)	22.8	36.5	28.6	(1.48)	5.36
Tăng trưởng EBITDA ĐC (%)	34.9	6.92	34.6	(4.91)	4.59
Tăng trưởng LNT ĐC (%)	13.7	(5.05)	58.3	(16.6)	0.14
Tăng trưởng EPS (%)	7.08	(34.2)	58.3	(20.4)	0.14
Tăng trưởng EPS ĐC (%)	15.2	(34.6)	58.3	(20.4)	0.14
Tăng trưởng DPS (%)	(100)	nm	nm	50.0	0
Tỷ lệ LN thuần trả CT (%)	0	0	29.9	56.3	56.2
Chỉ số lợi nhuận					
ROAE (%)	15.0	12.7	18.1	14.0	13.3
ROACE (%)	12.8	10.5	15.9	13.2	12.8
Vòng quay tài sản (lần)	0.63	0.76	0.90	0.85	0.87
Tiềm mặt HD/EBIT (lần)	1.32	2.03	1.62	2.12	2.15
Số ngày tồn kho	13.0	9.23	11.0	10.8	10.7
Số ngày phải thu	51.5	48.8	52.8	54.0	55.7
Số ngày phải trả	34.3	33.3	26.5	26.0	25.8
Cơ cấu vốn					
Nợ thuần*/VCSH (%)	74.4	66.5	51.9	36.5	34.1
Nợ/tài sản (%)	34.7	34.3	32.8	31.8	32.0
EBIT/lãi vay (lần)	7.25	6.99	6.51	5.32	5.28
Nợ/EBITDA (lần)	1.85	1.92	1.44	1.49	1.50
Chỉ số TT hiện thời (lần)	1.79	1.85	2.38	2.68	2.76
Định giá					
EV/doanh thu (lần)	1.18	1.03	0.81	0.76	0.72
EV/EBITDA ĐC (lần)	3.70	4.12	3.11	3.02	2.88
P/E (lần)	7.09	10.8	6.81	8.55	8.54
P/E ĐC (lần)	7.34	11.2	7.09	8.91	8.89
P/B (lần)	1.05	1.24	1.23	1.17	1.11
Lợi suất cổ tức (%)	0	0	4.39	6.58	6.58

Ghi chú: *Không bao gồm các khoản Đầu tư ngắn hạn.
 Nguồn: Công ty, HSC ước tính

Tuyên bố miễn trách

Bản quyền thuộc về CTCP Chứng khoán Thành phố Hồ Chí Minh (HSC) 2026.

Báo cáo này được HSC hoặc một trong các chi nhánh viết và phát hành để phân phối tại Việt Nam và nước ngoài; phục vụ cho các nhà đầu tư tổ chức chuyên nghiệp là khách hàng của HSC và đồng ý nhận các sản phẩm nghiên cứu phân tích dành cho khách hàng tổ chức của HSC. Nếu quý độc giả không thuộc đối tượng nhà đầu tư nói trên, báo cáo này sẽ không nhằm phục vụ quý độc giả và quý độc giả không nên đọc hoặc dựa vào nội dung báo cáo này.

Báo cáo nghiên cứu này được viết với mục tiêu duy nhất là cung cấp những thông tin khái quát đến nhà đầu tư tổ chức. Báo cáo này không nhằm tới những mục tiêu đầu tư cụ thể, tình trạng tài chính cụ thể hay nhu cầu cụ thể của bất kỳ người nào nhận được hoặc đọc báo cáo này. Nhà đầu tư phải có quyết định của riêng mình dựa trên tình hình tài chính và mục tiêu đầu tư cụ thể của mình. Các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo không mang tính chất mời chào mua hay bán bất cứ chứng khoán, quyền chọn, hợp đồng tương lai hay công cụ phái sinh nào tại bất kỳ lãnh thổ có quyền tài phán nào. Đồng thời, các thông tin cũng như ý kiến trong báo cáo cũng không nhằm mục đích quảng cáo cho bất cứ công cụ tài chính nào.

Ý kiến, dự báo và ước tính chỉ thể hiện quan điểm của người viết tại thời điểm phát hành, không được xem là quan điểm của HSC và có thể thay đổi mà không cần thông báo. HSC có thể đưa ra khuyến nghị hoặc nhận định khác đối với các đối tượng nhà đầu tư không đồng ý với nội dung của báo cáo này. HSC không có nghĩa vụ phải cập nhật, sửa đổi báo cáo này dưới mọi hình thức cũng như thông báo với người đọc trong trường hợp các quan điểm, dự báo và ước tính trong báo cáo này thay đổi hoặc trở nên không chính xác. Thông tin trong báo cáo này được thu thập từ nhiều nguồn khác nhau và chúng tôi không đảm bảo về sự hoàn chỉnh cũng như độ chính xác của thông tin.

Nhằm đảm bảo sự tách biệt và tính độc lập giữa chuyên viên phân tích và nhân viên của bộ phận tự doanh, HSC có thể có hoặc không có vị thế tự doanh đối với bất kỳ chứng khoán nào được đề cập trong báo cáo này. Nhân viên của bộ phận tự doanh của HSC có thể tham khảo gợi ý của bộ phận nghiên cứu khi mua hoặc bán các vị thế tự doanh hoặc các vị thế do các quỹ của HSC quản lý nắm giữ. HSC có thể giao dịch cho chính công ty theo gợi ý về giao dịch ngắn hạn của các chuyên viên phân tích trong báo cáo này và cũng có thể tham gia vào các giao dịch trái ngược với ý kiến tư vấn. Theo chính sách giao dịch cá nhân, nhân viên của HSC cũng có thể có lợi ích tài chính đối với các chứng khoán được đề cập trong báo cáo này hoặc các công cụ liên quan. HSC cũng có thể có nghiệp vụ ngân hàng đầu tư hoặc tìm kiếm mối quan hệ hợp tác kinh doanh với những công ty được đề cập trong báo cáo này.

Nhà đầu tư phải lưu ý rằng giá và khối lượng giao dịch của các công cụ tài chính luôn biến động, có thể lên hoặc xuống. Những diễn biến trong quá khứ, nếu có, không hàm ý cho những kết quả tương lai.

Báo cáo này là tài sản của HSC và không được công bố rộng rãi ra công chúng, vì vậy không ai được phép sao chép, tái sản xuất, phát hành cũng như tái phân phối bất kỳ nội dung nào của báo cáo hay toàn bộ báo cáo vì bất kỳ mục đích nào nếu không có văn bản chấp thuận của HSC. Mọi cá nhân, tổ chức sẽ chịu trách nhiệm đối với HSC về bất kỳ tổn thất hoặc thiệt hại nào mà HSC hoặc khách hàng của HSC phải chịu do bất kỳ hành vi vi phạm theo Tuyên bố miễn trách này và theo quy định của pháp luật.

Giải thích các mức đánh giá cổ phiếu dành cho khách hàng tổ chức

Mua vào: Kỳ vọng tăng giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Tăng tỷ trọng: Kỳ vọng tăng giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Nắm giữ: Kỳ vọng tăng giá hoặc giảm giá dưới 5% trong khoảng thời gian 12 tháng
Giảm tỷ trọng: Kỳ vọng giảm giá từ 5% đến 20% trong khoảng thời gian 12 tháng
Bán ra: Kỳ vọng giảm giá trên 20% trong khoảng thời gian 12 tháng



CÔNG TY CHỨNG KHOÁN TỐT NHẤT VÀ ĐỘI NGŨ PHÂN TÍCH HÀNG ĐẦU VIỆT NAM
Được trao bởi Finance Asia, Asiamoney, Institutional Investor & Thomson Reuters

TRỤ SỞ CHÍNH

Tầng 2, 3, 5, 6, 7, 11 & 12 Tòa nhà AB
76 Lê Lai, Phường Bến Thành, TP HCM
T: (+84 28) 3823 3299
F: (+84 28) 3823 3301

CHI NHÁNH HÀ NỘI

Tầng 2, Tòa nhà Cornerstone
16 Phan Chu Trinh, Quận Hoàn Kiếm
T: (+84 24) 3933 4693
F: (+84 24) 3933 4822

E: info@hsc.com.vn W: www.hsc.com.vn